

orientate verso strumenti finanziari caratterizzati da uno spettro di combinazioni rischio/rendimento troppo ampio. Tali problemi sono emersi sia nel collocamento delle obbligazioni in presenza di situazioni di crisi dell'emittente, sia nel collocamento di alcune tipologie innovative di prodotti finanziari.

Nelle vicende che hanno recentemente interessato diversi emittenti è emerso che numerose banche, nella prestazione dei servizi di investimento, hanno venduto alla clientela *retail* in modo non conforme strumenti finanziari e, in molti casi, non sono stati correttamente adempiuti gli obblighi informativi e valutativi connessi alla prestazione dei servizi di investimento.

Le circostanze descritte rafforzano la necessità di accrescere gli *standard* etici nella prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari bancari. È necessario un rinnovato approccio culturale che prenda piena consapevolezza della diversità tra il cliente/depositante e il cliente/investitore, figure profondamente differenti dal punto di vista del rischio assunto nel rapporto con la banca: il depositante gode infatti della sostanziale certezza del rimborso dei propri risparmi, l'investitore si accolla il rischio dell'operatività diretta sul mercato.

Anche il rischio assunto dagli stessi intermediari è, in tal senso, diverso nei due ruoli. Come dimostrato dalle recenti vicende, nella prestazione dei servizi di investimento i rischi legali e reputazionali assumono il maggiore rilievo.

In tale scenario, si impongono agli intermediari bancari modalità di prestazione dei servizi di investimento che ne riconoscano e valorizzino la strutturale specificità rispetto all'attività bancaria in senso stretto. Appare essenziale che gli intermediari rilevino, rappresentino e comunichino ai clienti i rischi connessi all'investimento diretto in strumenti finanziari, affinché questi pongano in essere scelte d'investimento e di disinvestimento effettivamente consapevoli dei rischi assunti.

Il problema del conflitto di interessi coinvolge trasversalmente tutte le principali funzioni del mercato finanziario.

Il novero delle situazioni di conflitto di interessi è ampio e include i comportamenti: degli intermediari nei confronti dei risparmiatori/investitori loro clienti e delle imprese cui forniscono diverse tipologie di servizi finanziari; degli esponenti delle imprese quotate nei confronti dei soggetti terzi con cui esse interagiscono (i loro azionisti, in primo luogo, ma anche i creditori, i fornitori, i lavoratori e lo Stato stesso); dei soggetti che svolgono funzioni di controllo all'interno e all'esterno delle società (amministratori indipendenti, sindaci e società di revisione); dei soggetti che forniscono analisi e valutazioni sugli emittenti (analisti e società di *rating*).

In questo campo la Consob, nel corso degli anni, è intervenuta in più occasioni, esercitando i poteri che la legge le attribuiva ovvero attraverso iniziative di *moral suasion*. Non sempre l'apparato sanzionatorio e quello inerente ai poteri di accertamento di tali condotte si sono mostrati sufficienti a disincentivare questo tipo di comportamenti.

A fronte della complessità dei problemi emersi e della crescente pervasività delle situazioni di

conflitto di interessi, si ravvisa la necessità di un adeguamento del quadro normativo e regolamentare e dell'azione di vigilanza al fine di garantire una maggiore responsabilizzazione dei soggetti che svolgono funzioni di controllo all'interno e all'esterno delle società e al fine di rafforzare la tutela degli investitori.

Inoltre, appare necessario impegnarsi anche in un'opera di miglioramento dell'educazione al rischio degli investitori, aumentando la consapevolezza nelle scelte d'investimento, considerata la crescente complessità e articolazione dei prodotti e dei servizi finanziari che vengono loro offerti.

Nel definire una strategia di risposta alle crisi occorre considerare i vincoli e le indicazioni che provengono dalla crescente integrazione internazionale delle fonti di regolazione, derivanti, in primo luogo, dall'appartenenza all'Unione Europea, per il carattere cogente che le sue norme assumono; in secondo luogo, dagli organismi di coordinamento a livello mondiale, tra cui la Iosco.

In un'ottica più generale, occorre però considerare anche il Financial Stability Forum, che sta svolgendo un ruolo crescente nei confronti dei rischi di instabilità micro e macroeconomica che si sono manifestati in conseguenza di *shock* di mercato esogeni (derivanti soprattutto dalla instabilità delle condizioni di sicurezza internazionale) o endogeni (gravi crisi societarie a partire dal caso Enron), e l'Ocse che, soprattutto in conseguenza delle suddette crisi, sta procedendo a un aggiornamento dei principi di *corporate governance*, emanati nel 1999, che forniscono linee-guida di rilievo per la regolamentazione di tali aspetti.

L'esperienza nazionale va quindi adeguatamente situata nel più ampio panorama europeo e internazionale anche perché, come dimostrato dalle vicende che hanno interessato il gruppo Parmalat e il gruppo Cirio, nessuna Autorità può prescindere dalla collaborazione internazionale per l'esercizio delle proprie funzioni. La segmentazione degli ordinamenti rende infatti più difficile la vigilanza con il rischio che la diversità di norme faciliti il ricorso al cosiddetto "*forum shopping*" da parte di soggetti intenzionati a eluderle o violarle.

La crescente importanza del coordinamento internazionale nella definizione delle regole riduce, quanto meno a livello di Unione Europea, la segmentazione normativa e quindi i rischi di arbitraggio regolamentare e gli spazi per comportamenti opportunistici dei soggetti vigilati. Allo stesso tempo sposta la competizione tra i sistemi nazionali dal campo delle regole a quello della qualità e dell'efficienza dei "servizi" di vigilanza. L'attività internazionale degli operatori tenderà a privilegiare la localizzazione nei mercati in grado di garantire rapidità e trasparenza nelle attività autorizzatorie, ad esempio per le operazioni che necessitano di prospetto. L'investimento del risparmio d'altra parte tenderà a concentrarsi laddove più efficace sarà l'attività di *enforcement* delle norme a tutela degli investitori.

In tale quadro, occorre che il sistema di *enforcement*, nel nostro paese, garantisca quegli *standard* di efficienza e qualità sui quali sempre più dovrà misurarsi la capacità competitiva dei mercati.

In assenza di un adeguato coordinamento dei livelli di *enforcement* realizzati nei diversi paesi, potrebbe comunque esserci una tendenza a sfruttare eventuali inefficienze dell'attività di vigilanza per fini elusivi.

A livello europeo, l'esigenza di coordinamento anche delle attività di *enforcement* è attualmente affrontato attraverso il cosiddetto Livello 3 della Procedura Lamfalussy. In un'ottica di più lungo periodo si porrà il problema di assicurare un modello di vigilanza adeguato al mercato unico europeo attraverso un regolatore unico o un *network* di regolatori con una forte centralizzazione del livello di coordinamento.

L'evoluzione del contesto internazionale assume rilievo anche per gli effetti che le regole stabilite nei vari organi internazionali possono avere sull'evoluzione delle strutture del mercato finanziario italiano.

La diversificazione delle forme e delle strutture di negoziazione, derivanti dagli orientamenti europei in materia di mercati di strumenti finanziari, cambierà il quadro competitivo all'interno del mercato dei servizi d'investimento in Europa, avvicinando le funzioni tradizionali dei mercati e degli intermediari, per le quali aumenteranno gli elementi di concorrenza rispetto a quelli di complementarità. Aumenterà la concorrenza tra le diverse piattaforme di negoziazione, sia all'interno dei "mercati" dove ci potrà essere competizione tra più mercati regolamentati e tra questi e i sistemi di scambi organizzati, sia tra i "mercati" e gli intermediari, in conseguenza della possibilità per questi ultimi di internalizzare gli scambi grazie al venir meno dell'obbligo di concentrazione. Inoltre, l'accesso diretto che le diverse forme di mercato potranno offrire alle differenti categorie di investitori comporterà la possibilità di una disintermediazione dell'attività di negoziazione.

Una crescente importanza assumono in tale quadro i problemi dell'area del *post-trading*, che ancora non forma oggetto di armonizzazione normativa a livello europeo, nella quale non si riscontra una corrispondente diversificazione dei sistemi. Essi continuano a essere caratterizzati da forti livelli di monopolio e da fenomeni di integrazione verticale solo con alcuni mercati regolamentati. Ciò potrebbe rendere opportuno, al fine di consentire il libero esplicarsi della competizione tra i diversi sistemi di negoziazione, un maggior controllo della *governance* delle strutture di *post-trading*, rendendola più aperta alle diverse componenti del mercato e favorendo una maggiore trasparenza dei costi e degli oneri tariffari praticati.

### ***L'adeguamento del quadro normativo***

L'adeguamento del quadro normativo, che si rende necessario per rispondere alla crisi di fiducia e per adeguare il nostro sistema all'evoluzione del contesto internazionale, richiede una strategia di intervento articolata, capace di incidere sull'architettura del sistema di vigilanza, sulla definizione di nuove regole specifiche atte a modificare comportamenti e funzioni per i quali sono emerse le principali criticità, sulla disponibilità e sull'efficacia dei poteri di accertamento e degli

strumenti sanzionatori.

Per quanto riguarda l'architettura del sistema di vigilanza, l'attuale legislazione non ha ancora definito in modo chiaro e netto una ripartizione delle competenze per finalità. Prodotti analoghi beneficiano di trattamenti diversi e l'esperienza dell'Autorità competente in materia di trasparenza non è compiutamente impiegata mancandole aree che sono invece affidate a istituzioni specializzate in materia di vigilanza prudenziale.

Elementi di non coerenza e non completezza persistono con riferimento alla sollecitazione del pubblico risparmio, a causa dell'esclusione delle obbligazioni bancarie e di altri prodotti di natura bancaria o assicurativa dalla disciplina degli obblighi di prospetto, e con riferimento ai controlli sui fondi comuni di investimento e sui fondi pensione, per i quali profili di trasparenza e correttezza delle gestioni sono attualmente assorbiti nell'orbita della vigilanza di tipo prudenziale.

La completa attuazione del modello di vigilanza per finalità rappresenta un obiettivo cui dovrebbe tendere il processo riformatore per garantire in pieno la coerenza e l'efficacia dell'azione di vigilanza, considerato soprattutto il venir meno delle tradizionali differenze settoriali dell'intermediazione finanziaria, sia per quanto riguarda le attività dei soggetti che vi operano sia per quanto riguarda i prodotti finanziari oggetto dell'attività.

Detto approccio sembra, altresì, essere coerente con quanto previsto in ambito comunitario dove non sono più consentite esenzioni dall'obbligo di prospetto per i titoli emessi dagli enti creditizi, ma semplicemente la possibilità di ricorrere a schemi di prospetto semplificati la cui approvazione dovrà rientrare nella competenza dell'Autorità amministrativa designata ai sensi della direttiva e, quindi, dell'Autorità competente a livello nazionale in materia di trasparenza.

#### *Cooperazione tra Autorità competenti*

La progressiva integrazione dei diversi comparti e delle diverse attività del mercato finanziario richiede anche che, indipendentemente dall'attribuzione delle competenze, si rafforzi la collaborazione e il coordinamento tra le diverse Autorità che svolgono funzioni di vigilanza sul mercato finanziario. Tale esigenza suggerisce, da un lato, l'estensione dei doveri di collaborazione, attualmente previsti dall'art. 4 del Tuf solo per Consob e Banca d'Italia, anche alle altre Autorità del mercato finanziario, dall'altro, la previsione di forme sistematiche e tempestive di condivisione delle informazioni, di cui le diverse Autorità vengono in possesso in virtù delle proprie funzioni di vigilanza (*unsolicited assistance*). Si tratta di materie delle quali si discute anche in ambito Cesr cui la Commissione Europea ha chiesto, nell'ambito dell'elaborazione delle misure di Livello 2 per la nuova direttiva sui servizi di investimento, di analizzare i casi nei quali un'informazione deve essere obbligatoriamente trasmessa all'Autorità di un altro Stato membro senza che questa ne faccia espressa richiesta.

L'esperienza maturata dalla Consob in questi anni, e in particolar modo nel recente periodo

caratterizzato da crisi societarie di dimensione internazionale, consente di individuare nella collaborazione e nella cooperazione internazionale uno strumento sempre più importante di vigilanza.

Per poter utilizzare efficacemente tale strumento è necessario, tuttavia, che l'Autorità di vigilanza risponda a determinati requisiti, stabiliti a livello internazionale, relativi all'organizzazione e ai poteri di cui dispone.

In particolare, tra i requisiti definiti dalla Iosco e dalle direttive di settore, assume rilevanza la possibilità per le Autorità di assicurare la confidenzialità delle informazioni riservate ricevute dalle altre Autorità nell'ambito di attività di cooperazione.

Più in generale, la disciplina internazionale stabilisce che le Autorità, nell'esercizio dei propri poteri e funzioni, devono essere operativamente indipendenti e responsabili (*accountable*). La definizione di un adeguato equilibrio tra indipendenza e responsabilità viene indicata come condizione fondamentale per assicurare l'efficacia dell'azione di vigilanza, da un lato, e l'autorevolezza del ruolo dell'Autorità, dall'altro, intesa soprattutto come capacità di esercitare una funzione i cui principi siano condivisi dal mercato.

Si pone quindi l'esigenza che la definizione delle caratteristiche istituzionali dell'Autorità di vigilanza sia in linea con gli *standard* internazionali: a tal fine è necessario che siano salvaguardate le caratteristiche di indipendenza operativa e che sia definita una regolamentazione del segreto d'ufficio che tuteli il principio di confidenzialità e che consenta di mantenere riservate, così come previsto peraltro dalle direttive di settore, le informazioni ricevute da un'Autorità estera.

#### *Riforma dei controlli sugli emittenti e sui mercati*

A fronte della sostanziale inadeguatezza delle iniziative di autodisciplina a consentire un generalizzato miglioramento dei livelli di tutela interni al sistema, la necessità di riformare l'attuale quadro legislativo si manifesta anche per alcuni aspetti specifici relativi, come si è detto, all'efficacia dei controlli interni ed esterni alle società e ai conflitti di interessi degli intermediari.

Per quanto riguarda la *governance* delle società quotate, la riforma del diritto societario e le norme di coordinamento con il Tuf hanno ridisegnato l'attribuzione delle funzioni degli organi deputati al controllo, favorendo una proficua dialettica con le Autorità di vigilanza. Tali innovazioni legislative, pur in assenza di una organica disciplina dei gruppi, hanno anche introdotto nuove forme di responsabilità per l'attività di direzione e coordinamento. Si tratta di interventi importanti, che però non risolvono tutti i problemi emersi riguardanti il controllo sugli emittenti.

Rispetto a questi temi, così come su quelli relativi alla disciplina dei mercati e degli intermediari, dall'ampio dibattito che si è articolato in questi ultimi mesi, soprattutto nell'ambito dell'indagine conoscitiva condotta dal Parlamento, ma anche per iniziativa di importanti associazioni

di categoria rappresentanti i principali attori del mercato, sono emerse indicazioni importanti e sostanzialmente concordanti nel perseguimento degli obiettivi generali, pur nella varietà dialettica dei punti di vista e di specifiche articolate proposte.

La Consob intende portare il proprio contributo di cultura e di esperienza istituzionale alla definizione di un intervento riformatore incentrato su alcune linee-guida che appaiono coerenti con le esigenze manifestatesi in conseguenza delle crisi societarie e con l'evoluzione recente del mercato finanziario.

Tali linee si possono così sintetizzare:

- Favorire una maggiore dialettica tra le funzioni esecutive e quelle di controllo

All'interno degli organi di amministrazione e controllo previsti dai diversi modelli societari introdotti dalla riforma del diritto societario, si dovrebbe rafforzare l'indipendenza delle funzioni di controllo da quelle esecutive e dai soggetti che possono esercitare influenze rilevanti sulla gestione, soprattutto in virtù del loro ruolo di azionisti di riferimento. L'indipendenza può essere rafforzata, da un lato, come caratteristica soggettiva delle persone fisiche che svolgono le funzioni di controllo (amministratori non esecutivi e sindaci), dall'altro, favorendo un maggiore ruolo degli azionisti di minoranza nella loro designazione ed elezione.

- Rafforzare i poteri e le responsabilità dei soggetti incaricati delle funzioni di controllo

Dovrebbe essere potenziato l'uso di efficaci strumenti di indagine, dei poteri di segnalazione di eventuali irregolarità e di iniziativa, anche su base individuale, nei confronti degli organi di amministrazione e gestione. Inoltre, i soggetti incaricati delle funzioni di controllo dovrebbero avere una maggiore responsabilità nei confronti dell'attività della società di revisione, sia nella fase dell'affidamento dell'incarico di revisione sia nello svolgimento di tale funzione. In questo senso è orientata anche la normativa comunitaria che prefigura la presenza obbligatoria di un *audit committee* presso le società che fanno appello al risparmio diffuso (proposta di direttiva in materia di revisione).

- Migliorare gli standard di qualità e garantire la terzietà dell'attività di revisione

Si dovrebbe rafforzare la vigilanza sulle società di revisione al fine di assicurare su base continuativa il rispetto dei requisiti di indipendenza e di correttezza, anche attraverso il ripristino della facoltà di revoca dell'incarico.

Le ipotesi di incompatibilità dovrebbero essere estese con riferimento anche alla rete di imprese cui appartengono le società di revisione. Particolare attenzione dovrebbe essere rivolta anche alle responsabilità della revisione nell'ambito di gruppi di imprese complessi e articolati, assicurando l'unitarietà della responsabilità.

Pari attenzione dovrebbe essere posta alle indicazioni che provengono dalla proposta di direttiva in materia, recentemente presentata dalla Commissione Europea, che prevede, in particolare, la responsabilità del revisore per la revisione dell'intero gruppo.

**Rafforzare i controlli e la trasparenza sulle operazioni con parti correlate e sull'uso di società domiciliate nei cosiddetti paradisi fiscali e legali**

Si dovrebbe rafforzare la responsabilità sia degli amministratori che dei soggetti che svolgono funzioni di controllo in merito a operazioni che, in ragione della natura dei soggetti coinvolti, in quanto parti correlate (per le quali esistono situazioni di potenziali conflitti di interessi) o società *off-shore* (caratterizzate da una strutturale opacità), possono risultare critiche con riguardo agli interessi degli investitori.

Su tali operazioni dovrebbe inoltre essere garantita una adeguata trasparenza al fine di offrire al mercato informazioni sufficienti per una valutazione dei loro effetti.

**Prevedere adeguati standard di correttezza di comportamento per i fornitori della cosiddetta informazione derivata**

Si dovrebbe definire una regolamentazione delle attività degli analisti e delle società di *rating*, in linea con l'evoluzione normativa dei principali paesi e con i principi stabiliti dagli organismi internazionali, prevedendo adeguati requisiti in termini di qualità professionale, di regole di comportamento e di trasparenza delle situazioni di conflitto di interessi.

Con riferimento alle agenzie di *rating*, nel prossimo futuro le iniziative in ambito internazionale dovrebbero portare a una definizione più dettagliata dei principi che al momento sono soltanto di carattere generale, traducendoli in esplicite indicazioni di implementazione a livello normativo. Tali indicazioni dovrebbero riguardare aspetti quali l'indipendenza di giudizio e la correttezza comportamentale delle agenzie di *rating*, la *disclosure* dei conflitti di interessi, la trasparenza e la tempestività di divulgazione dei giudizi e il trattamento delle informazioni non pubbliche di cui le agenzie entrano in possesso.

**Rendere più efficaci i limiti all'emissione di obbligazioni**

Si dovrebbe dare rilievo, nella definizione dei limiti quantitativi previsti dall'art. 2412 del c.c., ai debiti derivanti da titoli obbligazionari consolidati a livello di gruppo e alle garanzie fornite dalla capogruppo.

In proposito, si deve, tuttavia, rilevare che non si potranno introdurre limiti alla libera circolazione dei titoli sull'intero territorio comunitario sulla base di un prospetto approvato dall'Autorità competente del paese di origine. Tale principio è stato introdotto dalla direttiva in materia di prospetti. Proprio per tali considerazioni era stato proposto, in sede Cesr e presso la Commissione Europea, di prevedere che negli schemi di prospetto per gli emittenti titoli obbligazionari venisse richiesto almeno di fornire informazioni sullo stato dell'indebitamento netto consolidato dell'emittente all'atto dell'emissione. Detta proposta non è stata recepita negli schemi *standard* di prospetto.

**Limitare la cessione al pubblico di titoli oggetto di collocamento privato**

Si dovrebbe evitare che gli strumenti finanziari collocati a investitori istituzionali al di fuori delle

norme sulla sollecitazione del pubblico risparmio diventino oggetto di diffuso investimento da parte del pubblico, prevedendo un divieto, per un determinato periodo, di vendita al pubblico di tali strumenti da parte degli investitori istituzionali (il cosiddetto *holding period*) o prevedendo altre forme di garanzia. Sarebbe, tuttavia, auspicabile raggiungere un approccio comune a livello europeo a questo proposito, per evitare di imporre oneri sugli intermediari nazionali mentre gli intermediari esteri che operano sulla base delle regole vigenti nel paese di origine potrebbero prestare servizi agli investitori italiani senza essere soggetti a detti vincoli. Infatti, a livello comunitario l'unico vincolo previsto è quello di pubblicare un prospetto nel caso in cui i titoli acquistati nel corso di un collocamento privato vengano successivamente offerti al pubblico.

Per quanto riguarda la disciplina dei mercati, le necessità di adeguamento del quadro normativo derivano soprattutto dall'evoluzione della legislazione europea.

Il nuovo scenario che si va delineando, caratterizzato da una maggiore competizione tra mercati regolamentati, gestori di piattaforme di *trading* e soggetti internalizzatori e da una più accentuata differenziazione tra le funzioni di ammissione a quotazione e ammissione alle negoziazioni, rende opportuna una riflessione sull'opportunità di modificare l'assetto vigente riconducendo, così come avvenuto nel Regno Unito, il cosiddetto potere di "*listing*" all'Autorità pubblica di vigilanza.

Inoltre, l'ordinamento dovrà essere adeguato per consentire ai mercati regolamentati nazionali, così come previsto dalla direttiva, di trattare titoli esteri già ammessi alle negoziazioni su altri mercati europei o per i quali sono stati, in ogni caso, assolti gli obblighi minimi di trasparenza. Le recenti crisi suggeriscono anzi di accelerare tale processo, prevedendo la possibilità per i mercati di ammettere a negoziazione strumenti finanziari, quali ad esempio i *bond*, già quotati in altri mercati europei, in modo da consentire una maggiore liquidità e una maggiore trasparenza del processo di formazione dei prezzi.

Si segnala di nuovo l'esigenza, più volte rappresentata e già segnalata in occasione della presentazione della Relazione Annuale della Consob per l'anno 2002, di recepire urgentemente la normativa europea sugli abusi di mercato (direttiva 2003/6/CE). Si rammenta, in particolare, la necessità di un adeguamento della definizione delle fattispecie di *insider trading* e manipolazione dei mercati, nonché dei poteri di indagine dell'Autorità di vigilanza e del sistema sanzionatorio, aspetti, questi ultimi, trattati nel successivo paragrafo.

Anche l'istituzione presso i Tribunali di sezioni specializzate in discipline attinenti ai mercati finanziari potrebbe contribuire a fornire risposte più rapide e univoche alle complesse e mutevoli problematiche sottostanti le controversie in materia economica.

#### *Rafforzamento dei poteri dell'Autorità di vigilanza e del sistema sanzionatorio*

È necessario che il rafforzamento del quadro legislativo investa l'intero sistema di



*enforcement*, inteso sia come capacità di accertamento dei fatti e di acquisizione delle informazioni sia come apparato sanzionatorio vero e proprio. Tale adeguamento per essere efficace dovrà considerare i diversi momenti in cui si articola l'azione di *enforcement* della Consob.

Si rammenta che la configurazione attuale del sistema di *enforcement* riflette solo in parte il disegno originario che era stato concepito nella riforma del quadro normativo realizzata con il Tuf. I poteri di indagine della Consob e l'entità delle sanzioni amministrative che erano previste nell'originario schema di decreto legislativo predisposto dal Governo, sulla base delle indicazioni della Commissione incaricata presso il Ministero del Tesoro (la cosiddetta Commissione Draghi), furono infatti modificati nella versione finale del decreto, su esplicita indicazione delle Commissioni Parlamentari incaricate di fornire il parere.

La situazione oggi esistente richiede, in primo luogo, l'ampliamento delle capacità ispettive. Attualmente, infatti, l'acquisizione di documentazione e informazioni presso i soggetti ispezionati è spesso correlata con l'atteggiamento collaborativo o meno degli stessi; l'esperienza mostra come, soprattutto nei casi di particolare gravità, tale atteggiamento non sempre corrisponde alle aspettative. È necessario che i poteri attribuiti agli ispettori della Consob corrispondano agli *standard* internazionali e siano in linea con la normativa comunitaria.

Allo stesso modo, è necessaria anche un'estensione dei poteri ispettivi e di richiesta di dati e notizie. Infatti, per lo svolgimento dei suoi compiti istituzionali la Consob esercita poteri ispettivi nei confronti dei soggetti vigilati e poteri di richiesta di dati e notizie nei confronti dei soggetti vigilati e dei loro esponenti. Tali poteri appaiono limitati specie in situazioni di particolare gravità in cui è necessario accertare tempestivamente irregolarità o violazioni di norme rilevanti per la tutela del pubblico risparmio. I poteri conoscitivi necessitano di essere ampliati: occorre estenderne l'esercizio nei confronti di tutti i soggetti in possesso di informazioni utili e per le ipotesi di inottemperanza alle richieste della Consob deve essere previsto un adeguato regime sanzionatorio. Occorre inoltre superare le disomogeneità esistenti nella disciplina di questi poteri con riferimento agli intermediari piuttosto che agli emittenti.

Si dovrebbe, altresì, prevedere l'introduzione della facoltà per la Consob di adottare, eventualmente mediante ricorso all'Autorità Giudiziaria, misure cautelari quali il sequestro di beni (*freezing of the assets*), così come previsto sia dalla direttiva sugli abusi di mercati sia dalla nuova direttiva in materia di servizi di investimento e mercati regolamentati. Anche in questo caso, così come per i poteri di indagine, la misura dovrebbe poter essere adottata nei confronti di chiunque (e non soltanto nei confronti dei soggetti vigilati). Si tratta di misura di particolare importanza che consentirebbe di conservare i beni a protezione degli interessi dei risparmiatori, soprattutto in casi di prestazione abusiva di servizi di investimento, e anche di evitare che i proventi di abusi di mercato possano essere espatriati. Si tratta di misure di cui si avvalgono già da tempo sia le Autorità americane che alcune Autorità europee come l'Amf francese o la Fsa inglese. Una norma che introduca detti poteri, oltre a consentire il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, sarebbe

in linea anche con i principi Iosco.

Necessita infine di adeguamento il vigente regime sanzionatorio per essere reso maggiormente dissuasivo, incidendo sull'entità delle pene, troppo spesso esigue se commisurate alla gravità delle condotte cui sono associate, e prevedendo la conoscenza, da parte del mercato, dell'irrogazione delle stesse. In particolare, detta conoscibilità deve essere consentita anche nel caso in cui i soggetti sanzionati si avvalgano della facoltà di oblazione. Infatti, sebbene l'istituto dell'oblazione possa essere assimilato a quello conosciuto negli ordinamenti anglosassoni come "*settlement*", il cui utilizzo da parte dell'Autorità di vigilanza è previsto nei principi Iosco, ed è quindi considerato ammissibile, è importante che sia consentito all'Autorità di vigilanza rendere di pubblico dominio l'intervenuta oblazione. Anche le sanzioni accessorie di tipo interdittivo necessitano di opportuni incrementi.

In più occasioni la Consob ha lamentato l'inidoneità del regime sanzionatorio previsto dal Tuf a svolgere un'efficace azione deterrente di condotte contrarie agli interessi tutelati. Tale regime è imperniato, per la maggior parte, su sanzioni amministrative, di importo contenuto, irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze su proposta della Consob. Le sanzioni sono applicate agli esponenti aziendali responsabili ed è stabilita la responsabilità solidale delle società di appartenenza, con obbligo di rivalsa nei confronti delle persone fisiche.

Anche la procedura per l'irrogazione delle sanzioni potrebbe utilmente essere rivista per renderla meno complessa e onerosa. Oggi, infatti, a causa della responsabilità posta in capo alle persone fisiche, occorre procedere, di volta in volta, all'individuazione dei soggetti responsabili nell'ambito dell'organizzazione aziendale e a ognuno di questi soggetti devono essere effettuate distinte notificazioni degli addebiti contestati.

In conformità delle indicazioni provenienti dalla normativa europea, per le sanzioni di tipo amministrativo occorre quindi procedere a un adeguamento del sistema per giungere a una maggiore certezza e rapidità nell'applicazione delle stesse.

Gli aggiornamenti dovrebbero riguardare:

- Soggetti responsabili. Le sanzioni dovrebbero essere applicate direttamente in capo ai soggetti-persone giuridiche a cui sono riferite le violazioni, con obbligo di rivalsa nei confronti degli esponenti aziendali alla cui condotta sono imputabili. Farebbero eccezione a tale principio le sanzioni conseguenti a violazioni di obblighi e di doveri posti direttamente in capo a soggetti determinati (sindaci e preposti al controllo interno), per le quali non appare giustificato far gravare, neppure in prima istanza, sulle società (e quindi, nel caso di società quotate, anche sui risparmiatori) gli oneri relativi.
- Entità delle sanzioni. La misura delle sanzioni, oggi ragguagliata a un importo massimo di circa 100.000 euro, dovrebbe essere adeguata in relazione al tipo di violazione riscontrata. Occorrerebbe inoltre rendere effettivo, sanzionandolo in misura multipla della sanzione originaria

in caso di omissione, il suindicato obbligo di rivalsa, in modo da accrescere l'efficacia delle misure in quanto sopportate dalle persone fisiche; correlativamente, occorrerebbe prevedere l'obbligo di riferire all'Autorità e al pubblico circa il corretto esercizio della rivalsa stessa. L'inasprimento della sanzione massima applicabile dovrebbe essere accompagnato anche dalla possibilità di graduare meglio l'entità della sanzione in relazione ai comportamenti posti in essere e alla loro offensività: le sanzioni dovrebbero andare dalla censura (pubblica) all'interdizione permanente.

Il problema del livello delle sanzioni e della loro modalità di determinazione assume particolare rilievo nel recepimento delle direttive sugli abusi di mercato. Per soddisfare la richiesta della direttiva di sanzioni e misure amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive, è auspicabile che il tetto massimo per questi tipi di violazioni non sia fisso ma parametrato a elementi variabili, quali il profitto, e che inoltre sia possibile individuare anche altri parametri. Diversamente, il calcolo dei costi e dei benefici derivanti da una condotta illecita renderebbe non dissuasiva la sanzione qualora i benefici superassero il tetto stabilito in misura fissa. Occorre inoltre tenere presente che per diverse gravi condotte di manipolazione informativa o operativa non è possibile individuare o calcolare il profitto. Se l'abuso è posto in essere da una società, la sanzione potrebbe essere commisurata al fatturato della stessa, come è già previsto per le violazioni delle norme antitrust.

- Procedimento sanzionatorio. Le attuali modalità di applicazione delle sanzioni, caratterizzate dall'intervento di più organi, possono essere rese più rapide ed efficaci, evitando accertamenti successivi e duplicazioni di adempimenti, concentrando presso la Consob l'intera procedura. In tale ipotesi, le inderogabili esigenze di distinzione fra le funzioni di accertamento delle violazioni e quelle di irrogazione delle sanzioni potrebbero essere soddisfatte attraverso una rigorosa ripartizione delle competenze nell'ambito dell'Istituto.
- Pubblicità delle violazioni accertate. L'effetto sul piano reputazionale dell'accertamento di condotte illecite dovrebbe essere dilatato, prevedendo, come già detto, la divulgazione da parte della Consob della sussistenza di violazioni anche nell'ipotesi in cui il procedimento sanzionatorio non giunga a conclusione a seguito di oblazione o eliminando tale possibilità almeno nelle ipotesi di maggior gravità.
- Introduzione di nuovi tipi di sanzioni. L'attuale ordinamento, come accennato, fa un uso molto limitato di sanzioni interdittive, che, per gli effetti concreti prodotti e per le conseguenze reputazionali che ne discendono, presentano invece un alto grado di deterrenza. Sanzioni di questo tipo dovrebbero, ad esempio, essere previste a carico di esponenti societari ai quali, in presenza di violazioni caratterizzate da un maggior grado di offensività, dovrebbe essere comminata la perdita, temporanea o definitiva, della capacità di assumere determinati incarichi.

***Il rafforzamento dell'attività di vigilanza e il potenziamento delle risorse della Consob***

Complementare all'adeguamento del quadro normativo e al rafforzamento degli strumenti di indagine e sanzionatori appare l'esigenza di una evoluzione del "modello di vigilanza" attuato dalle diverse Autorità che sono chiamate a operare sul mercato finanziario.

La crescente complessità dei prodotti e dei servizi finanziari, l'internazionalizzazione dei mercati e delle strategie, l'integrazione dei diversi comparti del mercato finanziario, le trasformazioni in atto nella struttura degli scambi e nel ruolo degli intermediari sono fattori che mutano progressivamente il contesto di riferimento e che richiedono una costante capacità da parte delle funzioni di vigilanza di interpretare i fenomeni e di anticipare, quanto più possibile, le potenziali criticità.

Per quanto riguarda la Consob, la cui funzione ha come obiettivo fondamentale la trasparenza del mercato e la correttezza dei comportamenti, lo sforzo è diretto in particolare ad aumentare la capacità di cogliere tempestivamente i segnali che si manifestano sul mercato riguardo a situazioni anomale o critiche sotto il profilo della completezza e simmetria informativa e sotto il profilo dell'integrità dei mercati e dell'offerta di servizi di intermediazione.

Ciò comporta un ampliamento dell'area e della tipologia dei fenomeni che devono essere posti sotto osservazione a fronte di una maggiore possibilità di integrazione di flussi complessi e diversificati di informazioni, al fine di costruire modelli di analisi adeguati a supportare una attività di efficace vigilanza. In tale ottica, la Consob sta accentuando la vigilanza su alcuni fenomeni che stanno assumendo una importanza crescente nell'influenzare il funzionamento del mercato e le aspettative degli investitori.

Tra questi, alcuni dei quali derivano da elementi innovativi della struttura e del funzionamento dei mercati, assumono particolare rilevanza le attività di negoziazione realizzate fuori dai mercati regolamentati nell'area dei sistemi alternativi di negoziazione (rappresentati in Italia dagli scambi organizzati)<sup>16</sup> nonché gli scambi e i meccanismi di formazione del prezzo di strumenti, soprattutto derivati, trattati *over the counter* (cioè tra investitori qualificati in mercati non regolamentati né organizzati stabilmente), quali ad esempio i *credit default swaps*<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Le attività di negoziazione fuori mercato possono infatti fornire indicazioni in merito, ad esempio, a possibili trasferimenti di rischio dagli intermediari agli investitori *retail*, tramite la vendita a questi ultimi di titoli, soprattutto obbligazionari, detenuti dagli intermediari a seguito di collocamenti sull'euromercato.

<sup>17</sup> Il *credit default swap* è un contratto derivato sul credito, con il quale un creditore può "assicurare" il suo rischio di credito, pagando a una controparte un ammontare fisso periodico (il premio dell'assicurazione) in cambio del ricevimento al verificarsi dell'evento di *default* di una somma di denaro normalmente pari al valore nominale del credito. Considerando la frequenza elevata con cui tali contratti vengono definiti, soprattutto per i debitori di un certo rilievo, le condizioni di determinazione del contratto, e in particolare l'importo del premio richiesto per assicurare il rischio di credito, possono fornire un'indicazione "continua" della valutazione del mercato del rischio di credito, che invece viene valutato dalle società di *rating* con sequenze temporali di solito meno ravvicinate.

Un altro fenomeno rilevante riguarda l'allargamento delle fonti informative in grado di influenzare il mercato, quali gli studi prodotti dagli analisti e i giudizi delle società di *rating*, e la presenza di nuovi canali di diffusione e amplificazione delle informazioni vere o presunte (i cosiddetti *rumors*) basati soprattutto sugli strumenti telematici, quali i giornali informatici, le *chat-line* dedicate, etc.

Una terza area di fenomeni su cui si sta concentrando l'attività della Consob riguarda l'attività di negoziazione e le strategie di gestione del portafoglio realizzate da particolari categorie di soggetti: i cosiddetti *insider* (amministratori, azionisti di controllo e dirigenti chiave) e gli investitori istituzionali, che possono da un lato influenzare il mercato e dall'altro fornire segnali aggiuntivi rispetto all'informazione presente sul mercato.

Sul complesso di questi fenomeni la Consob, oltre ad ampliare la propria attività di conoscenza e di analisi, sta operando per favorirne la trasparenza nei confronti del pubblico, nella convinzione che da una maggiore conoscenza diffusa dei segnali provenienti da tutte le possibili fonti possa conseguire la costruzione di un quadro informativo il più possibile coerente e completo. Ciò dovrebbe consentire una migliore capacità del mercato di valutare le diverse situazioni, pur nella legittima e fisiologica diversità delle aspettative.

In particolare la Consob si è impegnata nell'ultimo anno a migliorare la trasparenza degli scambi organizzati, che rappresentano uno strumento di crescente importanza nella diffusione di strumenti finanziari tra il pubblico, e delle operazioni compiute sulle azioni quotate dai soggetti appartenenti al gruppo e dalle società stesse (cosiddetto *buy-back*), che costituiscono un'area di particolare delicatezza considerata la strutturale situazione di privilegio informativo che caratterizza tali soggetti.

I fenomeni di diffusione al pubblico di strumenti finanziari caratterizzati da complesse combinazioni rischio/rendimento, emersi sia con riferimento alle obbligazioni societarie di società in situazioni difficili, sia con riferimento a prodotti finanziari e a operazioni variamente strutturate, hanno inoltre portato la Consob a intervenire sulla attuale regolamentazione in materia di comportamento degli intermediari. Dopo una consultazione pubblica, verranno adottate alcune modifiche regolamentari intese a rendere più stringenti i vincoli operativi degli intermediari a tutela dei risparmiatori.

Le modifiche hanno tratto origine, oltre che dalle citate recenti esperienze di vigilanza, dal recepimento in Italia dei principi elaborati dal *Committee of European Securities Regulators* (Cesr) nel 2002 in materia di regole di condotta degli intermediari.

Il Cesr sta, tuttavia, già lavorando su richiesta della Commissione Europea per predisporre misure di Livello 2 in materia di regole di comportamento in attuazione della nuova direttiva sui servizi di investimento. Detta materia, pertanto, è destinata a subire modifiche derivanti dalla necessità di adeguamento al mutato scenario comunitario.

L'obiettivo delle modifiche avviate dalla Consob è soprattutto quello di garantire una maggiore efficacia nel rispetto sostanziale degli obiettivi di tutela degli interessi degli investitori e di integrità del mercato, attraverso il rafforzamento del sistema di procedure che gli intermediari devono adottare e della sua coerenza con gli obiettivi indicati nonché attraverso una più stringente definizione di regole con riguardo alla effettività della disciplina del conflitto di interessi, alla comprensibilità e alla coerenza delle informazioni da fornire agli investitori e all'effettività dell'obbligo di acquisire comunque le informazioni sul cliente (*know you customer rule*).

Inoltre, per quanto riguarda l'area della revisione, si è ormai consolidato, soprattutto nelle sedi internazionali, il convincimento che per ristabilire la fiducia del pubblico dei risparmiatori sull'attendibilità dell'informazione finanziaria sia necessario agire anche attraverso l'attuazione di controlli sui revisori ampi e organici, tali da porre le condizioni per un miglioramento complessivo della qualità dell'attività di revisione. Alla luce di tale impostazione non appare quindi più sufficiente focalizzare i controlli sulle gravi irregolarità riscontrate nello svolgimento di specifici incarichi di revisione, venute alla luce in quanto manifestazione di fenomeni estremi legati a situazioni patologiche.

Occorre infatti poter svolgere controlli in maniera mirata ed efficace acquisendo preventivamente un adeguato livello di conoscenza delle modalità di organizzazione e funzionamento delle società di revisione.

Per raggiungere tale obiettivo è necessario estendere la sfera dei controlli rispetto a quanto fatto finora, ad esempio effettuando l'analisi del portafoglio clienti e della connessa evoluzione della struttura organizzativa, così come analizzando le procedure interne adottate dalle società di revisione per il controllo di qualità dell'attività svolta, attività il cui svolgimento richiede ovviamente la disponibilità di risorse adeguate sotto il duplice profilo quali-quantitativo.

#### *Il potenziamento delle risorse della Consob*

L'evoluzione del modello di vigilanza della Consob, in modo coerente con l'evoluzione delle dinamiche competitive del mercato e con le criticità emerse dagli eventi e dalle crisi che si sono manifestati recentemente, richiede un'intensificazione delle attività sia per realizzare le più complesse attività di monitoraggio conseguenti all'allargamento dell'area dei fenomeni considerati sia per realizzare efficaci controlli sull'adempimento delle innovazioni regolamentari, tra le quali quelle in materia di intermediari. Rispetto a tali esigenze le risorse attualmente a disposizione non appaiono sufficienti. A rendere ancora più rilevante la scarsità di risorse si aggiungono le attività "straordinarie" che la gestione delle situazioni di crisi, senza precedenti per numero e intensità, ha reso e rende ancora necessarie, nonché i compiti aggiuntivi che derivano per la Consob da una serie di innovazioni normative che stanno per entrare in vigore soprattutto in base all'evoluzione della legislazione comunitaria e delle altre iniziative di coordinamento internazionale.

Le recenti vicende riguardanti le crisi di società quotate, tra le quali spiccano Parmalat, Cirio e fanno da contorno altri casi richiamati, stanno sottoponendo la Consob a uno sforzo eccezionale, stante, da un lato, il rilievo e la complessità delle stesse vicende e, dall'altro, la mole di documenti da esaminare e gestire nonché i rapporti da tenere con numerose istituzioni pubbliche e private, italiane ed estere. Tale sforzo non accenna minimamente a diminuire, ma aumenta di giorno in giorno. Sono ormai più di 50 le Procure della Repubblica con cui la Consob intrattiene rapporti di collaborazione che, tra l'altro, appaiono destinati a intensificarsi e a protrarsi nel tempo. Solo in relazione alla vicenda Parmalat, dall'inizio della crisi a oggi, gli atti che la Consob ha predisposto e scambiato con i diversi soggetti, italiani ed esteri, coinvolti nella vicenda, ammontano a oltre 300.

I rapporti internazionali con le Autorità di vigilanza dei vari paesi che si stanno occupando di quest'ultima vicenda stanno divenendo sempre più complessi e delicati considerato che, da un lato, è stato necessario attivare specifiche e complesse procedure di collaborazione internazionale regolate da appositi accordi e, dall'altro, è stato necessario entrare in contatto con paesi le cui legislazioni non prevedono forme di collaborazione in materia finanziaria.

Da tale situazione discende una forte pressione operativa sulla Consob i cui uffici di vigilanza hanno da tempo evidenziato la concreta difficoltà a far fronte alle attività di competenza, paventando altresì il pericolo che si verificino situazioni omissive, malgrado la profusione di ogni possibile impegno.

Non appare più ulteriormente procrastinabile l'adeguamento della normativa e il rafforzamento dei poteri e delle risorse a disposizione della Consob, al fine di assicurare una più adeguata, efficiente e incisiva tutela del risparmio. Esigenza che è stata più volte, anche pressantemente, rappresentata al Governo oltre che al Parlamento nel corso delle avvenute audizioni.

Il problema del rafforzamento normativo e strutturale della Consob è stato altresì riproposto in occasione della riunione del Cicer del 16 ottobre 2003 trovando positiva, concorde convergenza da parte di tutti i componenti del Comitato.

PAGINA BIANCA