

LA STRATEGIA REGOLAMENTARE E DI VIGILANZA DELLA CONSOB

La gravità della crisi in atto sollecita tutti a mettere in discussione modelli consolidati di comportamento e ad adottare strategie innovative. L'intero sistema della vigilanza sui mercati finanziari è chiamato ad un processo di riforma senza precedenti per ripristinare la fiducia dei risparmiatori e per incoraggiare le forze positive del mercato verso un percorso di crescita.

La Consob ha avviato un processo di pianificazione strategica per la definizione di politiche di regolamentazione e di vigilanza più idonee a fronteggiare i fattori di rischio e ad assicurare livelli omogenei di tutela degli investitori. Tale processo sarà aperto al confronto con il mercato.

È stata approvata, e sarà a breve posta in consultazione, una comunicazione che estende all'offerta al pubblico di obbligazioni bancarie e societarie i principi di trasparenza già introdotti per i prodotti finanziario-assicurativi e del risparmio gestito.

L'inserimento nei documenti informativi di indicatori relativi agli scenari probabilistici di rendimento, al grado di rischio, ai costi e all'orizzonte d'investimento consigliato consentirebbe ai risparmiatori di valutare e comparare gli investimenti sulla base di criteri omogenei.

Si tratta di un approccio innovativo nel panorama internazionale che risponde alle esigenze di un mercato, come quello italiano, dove l'elevata capacità di risparmio tende a privilegiare forme di investimento diretto.

L'impegno per migliorare l'informazione destinata agli investitori trova tuttavia dei limiti. Il principio del passaporto europeo consente che vengano commercializzati in Italia prodotti soggetti a regimi di trasparenza meno incisivi. È necessario che l'Europa consideri prospettive di ulteriore armonizzazione che accolgano approcci alla trasparenza più focalizzati sull'esposizione, non meramente descrittiva, dei rischi per gli investitori.

La Consob sta collaborando con il Ministero dell'Economia per lo sviluppo di analoghe metodologie di rappresentazione dei rischi per gli strumenti di finanza derivata sottoscritti dagli enti locali.

In quest'area è infatti emerso, anche grazie a indagini svolte sin dal 2004, che molti enti locali e imprese non finanziarie, classificati quali "operatori qualificati", assumevano rischi non proporzionati alle loro reali esigenze, senza le tutele previste per gli investitori al dettaglio. In occasione dell'audizione del 18 marzo 2009 presso la VI Commissione del Senato, la Consob ha sottolineato l'utilità di un potenziamento dell'assetto dei controlli pubblici sul fenomeno.

In materia di emittenti, l'obiettivo strategico della Consob è lo sviluppo di sistemi di analisi, anche dei meccanismi di governo societario, che rafforzino la capacità di individuare, soprattutto nei periodi di crisi, non corrette rappresentazioni contabili delle reali situazioni economico-finanziarie.

L'attività di vigilanza svolta prefigura un aumento del numero degli emittenti soggetti a più stringenti obblighi informativi. La Consob ha deciso di richiedere un'integrazione dell'informazione periodica trimestrale alle società per le quali i revisori hanno segnalato rilevanti dubbi sulla continuità aziendale. La stessa integrazione verrà richiesta alle società sottoposte ad obblighi di informazione mensile, in conseguenza di conclamati stati di crisi gestionale.

L'aumento del numero di società con rilevanti tensioni finanziarie o acclarato stato di crisi si riflette nelle richieste di esenzione dagli obblighi di opa conseguenti a operazioni di salvataggio. Le esenzioni sono state concesse (4 nei primi sei mesi del 2009) in presenza di progetti di risanamento aziendale.

Nuovi strumenti di tutela diretta dei risparmiatori sono in via di realizzazione. E' prossima l'operatività della Camera di conciliazione e di arbitrato, di cui la Consob ha approvato la disciplina attuativa e ha in corso la nomina dei componenti. I risparmiatori avranno uno strumento di risoluzione

stragiudiziale delle controversie con gli intermediari, attraverso procedure rapide, economiche e di agevole fruibilità.

È in programma la sistematizzazione e la semplificazione dei regolamenti Consob, a partire da quello relativo agli emittenti, che sono stati oggetto di diverse rivisitazioni dovute ai doveri di attuazione della disciplina comunitaria e nazionale. Obiettivo primario, pur se non unico, sarà la riduzione degli oneri di adempimento, anche differenziando le regole in funzione di parametri dimensionali e di rischio.

Si tratta di un impegno difficile che dovrà trovare un equilibrio tra i diversi interessi coinvolti e i vincoli della legislazione comunitaria.

L'attuazione della direttiva europea in materia di obblighi di trasparenza degli emittenti ha posto il problema di individuare i canali più efficaci di diffusione delle informazioni al pubblico. Le modifiche regolamentari adottate dalla Consob il 1° aprile 2009 hanno previsto una progressiva sostituzione dell'utilizzo della stampa come canale di diffusione delle informazioni a favore di sistemi telematici soggetti a autorizzazione e vigilanza. Tale decisione è stata oggetto di un ricorso presso il TAR da parte della Federazione Italiana Editori Giornali e di alcune società editoriali. Nel contempo, le Commissioni competenti di Camera e Senato hanno invitato all'unanimità il Governo, fermo restando l'utilizzo dei sistemi telematici, a reintrodurre gli obblighi di pubblicazione sulla stampa quotidiana. Il Governo ha recepito tali indicazioni con il decreto legislativo approvato il 26 giugno. La Consob dovrà quindi adeguare le norme regolamentari, modificando le deliberazioni assunte nell'aprile scorso.

Complementare alla definizione di un quadro di regole efficaci e condivise è il massimo rigore nell'attività di repressione dei comportamenti

scorretti.

La sanzione dei reati finanziari ha efficacia dissuasiva e di salvaguardia dell'integrità e della fiducia dei mercati se avviene in tempi ragionevolmente brevi, che oltre ad assicurare certezza della pena evitino reiterazioni ed emulazioni. La recente esemplare condanna del finanziere Madoff negli Stati Uniti è avvenuta dopo un processo durato solo pochi mesi.

La Consob applica i propri poteri sanzionatori con determinazione, nei limiti di un quadro normativo che sempre più necessita di essere migliorato al fine di favorire selettività e proporzionalità. Nella razionalizzazione del sistema sanzionatorio occorrerà tenere conto dell'esigenza di una tendenziale e progressiva armonizzazione a livello comunitario, così come raccomandato anche dal Rapporto de Larosière.

Negli ultimi 18 mesi la Commissione ha assunto 226 decisioni in esito a procedimenti sanzionatori; di queste 196 hanno previsto l'applicazione di sanzioni. Le sanzioni pecuniarie applicate ammontano a 17,4 milioni di euro.

La fondatezza dell'impianto accusatorio ha ricevuto pressoché totale conferma da parte delle Corti d'Appello, che solo in circoscritti casi hanno proceduto ad una rideterminazione del *quantum*.

Frequenti e intensi continuano ad essere i rapporti di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, in particolare nella vigilanza sugli abusi di mercato, non solo per la repressione delle fattispecie penali, ma anche per l'accertamento delle violazioni di natura amministrativa.

Indagini relative a vicende di vasta risonanza, tra le quali "Bnl/Unipol", "Alitalia" e società calcistiche quotate, hanno impegnato e stanno tuttora impegnando gli uffici della Commissione in un'intensa attività di indagine e di scambio di informazioni con le Procure competenti.

L'esperienza della quotazione delle società di calcio conferma le preoccupazioni più volte espresse dalla Consob in merito alla possibilità di assicurare il buon funzionamento del mercato in un settore strutturalmente

interessato dalla diffusione di voci e indiscrezioni, spesso amplificate da una sensibilità esasperata.

Per quanto riguarda l'Alitalia, si prende atto dei recenti interventi pubblici di ristoro volti a rispondere alle fondate attese degli obbligazionisti e ai disagi degli azionisti. Si era più volte segnalato nelle sedi istituzionali competenti la necessità di iniziative a tutela degli investitori. L'evoluzione della vicenda Alitalia è stata caratterizzata da una straordinaria complessità e da misure eccezionali, tra le quali la sospensione dagli obblighi di informazione al mercato disposta con decreto-legge⁹, che aveva determinato il venir meno dei presupposti per un regolare svolgimento degli scambi sul mercato.

Negli ultimi 18 mesi, la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 81 segnalazioni per ipotesi di violazioni sanzionate penalmente; 8 hanno riguardato ipotesi di abusi di mercato; in 9 nuovi procedimenti penali, la Consob si è

⁹ Decreto-legge 3 giugno 2008, n. 97.

costituita parte civile per ipotesi di manipolazione del mercato e di ostacolo alla vigilanza.

Nello stesso periodo sono stati definiti in primo grado 11 procedimenti penali con il riconoscimento, nella maggior parte dei casi, della responsabilità degli imputati e con la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob. Da ultimo, di particolare rilievo è la sentenza di condanna di uno degli imputati dei reati di agiotaggio ed ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità di vigilanza nella vicenda "Parmalat", emessa dal Tribunale di Milano il 18 dicembre 2008.

Le decisioni che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi in numero crescente nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza sono state, in massima parte, favorevoli all'Istituto.

In particolare, 143 sentenze hanno definito giudizi promossi da investitori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina". Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono state sempre respinte.

In 4 sentenze la Consob è stata condannata, in riferimento a fatti accaduti negli anni '90, al risarcimento dei danni nei confronti di investitori; è stato promosso appello contro le decisioni avverse.

La Consob è impegnata a rafforzare la vigilanza anche attraverso un piano di completamento e riorganizzazione dell'organico – aumentato recentemente a 715 unità -che assegni le risorse alle funzioni più strategiche. È intendimento di realizzare le assunzioni in tempi brevi, compatibilmente con una più adeguata e funzionale sistemazione logistica delle sedi dell'Istituto, attualmente in fase di definizione, e con la selezione di personale dotato della necessaria qualificazione.

La Consob peraltro deve anche fronteggiare un consistente esodo volontario di risorse, la cui esperienza, pur nell'attuale momento, è apprezzata e ricercata sul mercato del lavoro, come è dimostrato da alcuni casi riguardanti dirigenti di elevata specializzazione. Tale fenomeno rappresenta un fattore critico, soprattutto in un momento di crescita delle competenze e della complessità gestionale, considerata l'oggettiva difficoltà di reperire in tempi brevi idonee sostituzioni.

L'Istituto sta sviluppando un ambizioso piano formativo e sta considerando di procedere ad una sostanziale riforma dei sistemi di valutazione e incentivazione del personale, per migliorare la qualità delle prestazioni lavorative.

Allo stesso obiettivo è mirato il processo di informatizzazione volto a supportare le attività ispettive e di vigilanza e le relazioni con i soggetti vigilati e con il pubblico.

Nonostante l'ampliamento delle funzioni istituzionali e dell'organico, il fabbisogno finanziario per il 2009 è stato ridotto di oltre 9 milioni di euro

rispetto all'anno precedente.

La Consob assolve ai propri compiti in questo difficile periodo con il grande impegno del Direttore Generale, dei dirigenti e dei dipendenti tutti, ai quali va un vivo e sentito ringraziamento.

Anche alle Organizzazioni Sindacali si rivolge un ringraziamento sincero per il contributo offerto al processo di miglioramento della vita dell'Istituto.

La Commissione da parte sua assolve i compiti d'Istituto con particolare dedizione e, anche nei casi di dialettica interna, intende perseguire sempre nella sua attività collegiale l'interesse del mercato e di coloro che in esso operano, primi fra questi i risparmiatori, parte più debole del sistema ma nel contempo essenziale centro motore dello stesso.

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

è trascorso un anno da quando, intervenendo in questa sede, la Commissione ebbe a segnalare l'esigenza di "un sistema di regole certe e chiare, che potessero essere ampiamente condivise e da tutti rispettate".

Oggi si è alla ricerca di regole e strumenti che consentano di riprendere un percorso virtuoso e di ristabilire la fiducia.

Il nostro Paese – pur se gravato da un debito pubblico che ne condiziona l'agire – ha dimostrato una tenuta di sistema che costituisce motivo di conforto, dando prova di tempestività negli interventi e di sostanziale stabilità delle sue banche, peraltro in alcuni casi protagoniste di tormentate vicende negli ultimi anni.

E' necessario concorrere con impegno corale a ristabilire il corretto operare dei mercati, con accordi tra tutti i paesi europei e – per quanto possibile – condivisi su scala globale.

Occorre anche un orizzonte non di breve periodo né condizionato dall'utile immediato. Esempi negativi sono da ricercarsi in normative non

equivalenti dalle quali sono derivati comportamenti che hanno spesso sacrificato gli interessi degli investitori.

I compromessi raggiunti in esito ai difficili negoziati per l'approvazione di importanti direttive europee (MiFID e OPA) si sono rivelati non adeguati ad un contesto di crescente integrazione economica, ma anche di forte innovazione e di elevata frammentazione di strumenti e mercati.

La massima apertura alla concorrenza dei sistemi di negoziazione e di intermediazione ha comportato problemi, che la Consob aveva segnalato più volte nelle sedi europee, legati agli effetti di riduzione del livello complessivo di trasparenza degli scambi e dell'ambito di applicazione delle regole di condotta. Ugualmente la minimale armonizzazione dei meccanismi di funzionamento del mercato del controllo societario ha lasciato troppi spazi a disuguaglianze sostanziali nel grado di apertura delle società.

Tali problemi sono divenuti evidenti a tutti con la crisi. Può essere -anzi deve essere -l'occasione per ampliare le basi di consenso nei confronti di una revisione delle regole europee, in particolar modo in materia di mercati e intermediari, che riassegni la dovuta centralità all'obiettivo di tutela del risparmio.

La Consob ha operato e continuerà a operare avendo ben presente che regole di trasparenza e regole di condotta devono andare di pari passo ed essere applicate secondo un approccio orizzontale, indipendentemente dalla qualificazione giuridica dei prodotti e dai canali di distribuzione, assicurando un adeguato controllo dei rischi. Rispondono a questo obiettivo le proposte di regolamentazione che il gruppo del CESR sulle gestioni collettive presieduto dalla Consob ha elaborato per la Commissione Europea.

La vigilanza sulle modalità concrete di attuazione delle regole di trasparenza e condotta sarà particolarmente severa e rigorosa e si concentrerà sui fenomeni, come quello dell'offerta di obbligazioni non quotate, dove più a rischio sono gli interessi dei risparmiatori.

La strategia per uscire dalla crisi richiede un'azione congiunta anche per colmare vuoti normativi e di vigilanza in segmenti che hanno giocato un ruolo importante nel contagio dei mercati.

Le iniziative di regolamentazione europee e internazionali delle agenzie di *rating* e degli *hedge fund* forniscono una prima risposta, cui è d'uopo seguano ulteriori convergenti determinazioni.

Nuove regole possono non essere sufficienti se non si accompagnano allo sviluppo di nuovi modelli e pratiche di vigilanza, coerenti con la dimensione sopranazionale, spesso globale, dei soggetti coinvolti.

La riforma degli assetti istituzionali di vigilanza a livello europeo, avviata con la proposta del gruppo de Larosière, sta raccogliendo consenso crescente. Si profila la trasformazione del CESR in "autorità europea" dotata di poteri vincolanti, il cui *status* istituzionale, si auspica in un futuro non lontano, possa trovare riconoscimento nel Trattato dell'Unione.

La crisi che ha colpito il sistema finanziario internazionale può trasformarsi in un'opportunità. Lo slancio riformatore non deve affievolirsi ai primi segnali di ripresa. Serve una volontà politica forte e condivisa per evitare che riemergano atteggiamenti conservativi o che un'armonizzazione limitata al contenuto tecnico delle regole possa fornire un alibi per continuare di fatto a perseguire interessi di parte. E' un impegno da assumere verso noi stessi e le generazioni future. Segnali incoraggianti in questo senso sono giunti, da ultimo, dalle Dichiarazioni approvate dal G8 a L'Aquila.

La realizzazione degli impegni politici che i governi dei principali paesi stanno condividendo è fondamentale per dare una più profonda base di legittimità democratica e una cornice di solidità e credibilità al processo di riforma e alle attività di chi amministra le regole.

Regole globali devono concorrere alla circolazione delle risorse, anche finanziarie, sulla base di principi di equità e di tutela dei soggetti più deboli,

contribuendo a realizzare un nuovo equilibrio.

La trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la consapevolezza dei risparmiatori – missione del quotidiano operare della Consob – hanno per loro natura una valenza etica, senza la quale la sfera economica perde la sua funzione fondamentale di supporto allo sviluppo della comunità umana.

La legittima ricerca di risultati economici e di benessere individuale non può e non deve mai essere disgiunta da principi di comportamento ispirati a più alti valori etici e sociali.