“CRISI DEI MERCATI E TUTELA DEL RISPARMIO”

Relazione al Convegno Synergia Formazione

“La Legge sul Risparmio (L. 262/05) e le recenti novità normative: la tutela delle imprese e dei risparmiatori coinvolti nella crisi dei mercati finanziari”

Milano, 17 febbraio 2009

Avv. Francesco Gianni

Gianni, Origoni, Grippo & Partners

Premessa.

- 1. Evoluzione del quadro normativo.*
- 2. Obblighi di trasparenza e correttezza: confine fra autodisciplina e norme imperative.*
- 3. Il ruolo delle istituzioni atte a svolgere attività di vigilanza.*
- 4. Sanzioni e altri strumenti di tutela diretta delle imprese e dei risparmiatori.*

Premessa

La recente crisi che ha colpito il mercato finanziario ha determinato pesanti ripercussioni sulla struttura economica del nostro paese, generando gravi perdite per i risparmiatori e producendo conseguenze sull'intero assetto istituzionale.

La crisi di liquidità dei mercati, originata dai problemi del segmento del mercato nord-americano relativo ai mutui *subprime*, ha messo in luce con ancora maggiore evidenza l'importanza che il risparmio investe nell'ambito dell'economia nazionale. E' proprio il risparmio, mezzo di propulsione necessario all'avviamento globale del sistema finanziario ed industriale, ad essere stato maggiormente colpito dalla crisi che ha di fatto prodotto una diffusa perdita di fiducia degli investitori sia italiani che stranieri.

In un'economia di mercato basata prevalentemente sull'attività d'impresa e sul profitto, è doveroso tenere ben presente la sussistenza di un rischio del quale l'investitore deve essere correttamente informato ed è per questo motivo che risulta particolarmente importante creare un'efficace tutela del mercato, garantendo quanto più possibile la trasparenza circa il comportamento delle imprese ed assicurando il corretto operare degli intermediari sul fronte dell'applicazione e del rispetto delle norme.

L'impatto del fallimento della Lehman Brothers e le perduranti incertezze sul destino di altre grandi banche d'affari USA hanno fatto sì che l'andamento dei corsi azionari, dall'inizio del 2008 fino ai primi di ottobre, sia stato fortemente negativo in tutte le principali aree geografiche. Complessivamente, in tale arco temporale, il mercato statunitense ha perso circa il 40%, mentre i mercati europei e quello italiano hanno perso, rispettivamente, il 43% ed il 47%¹. Rispetto agli altri mercati azionari, la borsa italiana ha sofferto di ribassi più accentuati, prevalentemente in ragione del peso più elevato dei titoli finanziari sul listino. Nonostante la gravità di tali dati, l'andamento negativo delle borse non deve distogliere l'attenzione da un'accurata analisi dei fattori strutturali posti all'origine della crisi.

Come correttamente riportato da tutti gli organi di stampa, quella che si sta vivendo è, prima di tutto, una crisi di stabilità che colpisce in particolar modo gli intermediari bancari nella loro capacità di concessione delle linee di credito. La crisi dei prestiti interbancari, che normalmente garantiscono i flussi di liquidità necessari all'operatività delle banche, trova le sue ragioni nell'incapacità del mercato di prevenire il contagio del sistema ed è l'aspetto centrale che i governi mondiali stanno cercando di affrontare per risolvere la crisi e non solo per curare i suoi sintomi ed i suoi effetti degenerativi.

Se, da un lato, i governi e le istituzioni internazionali sono stati costretti ad adottare misure di effetto immediato, quanto meno per tentare di limitare gli effetti negativi perpetratisi a livello di sistema, dall'altro, la crisi finanziaria ha fornito un determinante impulso per compiere riflessioni di più lungo periodo sull'architettura dei controlli e sulla validità dell'attuale sistema di regolamentazione dei mercati finanziari.

¹ Dati riportati dal Presidente della CONSOB Lamberto Cardia nel corso dell'Audizione del 14 ottobre 2008 presso la VI Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica. L'effetto dell'insolvenza del gruppo Lehman Brothers sulle borse si può valutare tenendo presente che quasi un terzo delle perdite dei listini azionari in Italia e in Europa e quasi un quarto della perdita del mercato USA dall'inizio del 2008 fino al 15 settembre è imputabile alla dinamica dei corsi nei giorni a partire dall'8 settembre, data in cui sono incominciati a divenire più insistenti i *rumors* sulle difficoltà del gruppo Lehman Brothers.

Ad esempio, è stato riportato all'attenzione dei regolatori il tema delle agenzie di *rating*, alle quali è stata contestata, come peraltro accaduto già in passato, una mancanza di tempestività nella revisione dei giudizi e di trasparenza dei criteri di valutazione adottati e degli eventuali cambiamenti apportati. In aggiunta, è stato sottolineato il rischio di una possibile mancanza di indipendenza e di imparzialità nei giudizi, con particolare riferimento ai prodotti di finanza strutturata legati ad operazioni di cartolarizzazione di crediti, dal momento che il rilascio di un *rating* molto elevato è condizione indispensabile per il loro collocamento, dal quale - come noto - le agenzie stesse ricavano commissioni che rappresentano una buona fetta dei loro introiti.

Da segnalare, inoltre, che proprio in virtù di questa crescente diffidenza, le agenzie di *rating* hanno in verità messo in atto alcune iniziative sostanzialmente tese a migliorare la comprensione, da parte degli investitori, del significato dei giudizi rilasciati e dei criteri di valutazione impiegati, ma purtroppo il livello di incertezza e confusione che regna fra gli operatori e gli investitori rimane ancora piuttosto elevato.

1. Evoluzione del quadro normativo

Verso la fine degli anni '90 si è assistito, in Europa, ad un intenso processo di riflessione riguardante gli assetti della disciplina dei mercati mobiliari che, va riconosciuto, risultava essere inadeguata rispetto alle profonde trasformazioni verificatesi a seguito dell'introduzione della moneta unica, dell'affermarsi dei programmi di privatizzazione e correzione degli squilibri della finanza pubblica e, più in generale, dello sviluppo della globalizzazione ed integrazione dei mercati complessivamente considerati.

L'esigenza di un adeguamento del panorama legislativo alle dinamiche ed alle evoluzioni del mercato ha portato il nostro Paese, da un lato, ad adottare provvedimenti volti alla ristrutturazione degli apparati di vertice del settore (in tal senso, si veda la legge n. 262 del 2005, la c.d. "Legge sul Risparmio"), dall'altro, a ricercare nuove possibili frontiere dell'efficienza operativa.

Negli ultimi anni, anche a seguito dei grandi scandali Cirio e Parmalat, si è assistito alla crescita esponenziale dei poteri di *enforcement* attribuiti alla CONSOB ed al deciso inasprimento delle sanzioni applicabili ad emittenti ed intermediari, nonché agli autori (persone fisiche e giuridiche) di abusi di mercato. La Legge sul Risparmio ha, di fatto, ampliato ulteriormente i poteri di intervento della CONSOB: si pensi, ad esempio, alla possibilità di determinare i limiti al cumulo degli incarichi dei componenti degli organi di

controllo delle società quotate e le regole che garantiscono l'accesso a tali organi di un componente espresso dalle minoranze o, ancora, al potere di determinare i requisiti di possesso azionario necessari per la presentazione di liste di minoranza per l'elezione di un componente del consiglio di amministrazione.

In particolare, con la Legge sul Risparmio si è assistito al definitivo superamento della tesi che affidava alla maggioranza l'assunzione delle decisioni e ad un *management*, che di quella è espressione, la relativa attività gestionale, con la conseguenza che i poteri della minoranza venivano circoscritti in uno spazio residuale, riconducibile alla mera azione di opposizione alle deliberazioni del gruppo di comando. La rinnovata attenzione del legislatore alle situazioni di c.d. azionariato diffuso ha portato a riconoscere alla "larga maggioranza senza voce", propria della realtà disciplinata, una posizione di maggior rilievo rispetto a quella riconosciuta con il Testo Unico della Finanza.

Il 2007 è stato l'anno del consolidamento del quadro legislativo europeo dei mercati finanziari, attraverso la quasi completa trasposizione delle direttive negli ordinamenti nazionali degli Stati membri. L'Italia ha provveduto al recepimento delle direttive sui mercati di strumenti finanziari (Direttiva 2004/39/CE), sulle offerte pubbliche di acquisto e scambio (Direttiva 2004/25/CE), sugli obblighi informativi degli emittenti (c.d. Direttiva "*transparency*" 2004/109/CE) e sul prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (Direttiva 2003/71/CE). Da ultimo, il recepimento della direttiva in materia di revisione contabile (Direttiva 2006/43/CE), avvenuto grazie al decreto legislativo 3 novembre 2008 n. 173, ha sostanzialmente completato l'adeguamento al "Piano d'Azione" per i servizi finanziari previsto dall'Unione Europea.

L'implementazione delle direttive del Piano d'Azione e l'attuazione della Legge sul Risparmio hanno prodotto un cambiamento del quadro normativo nazionale che ha interessato sostanzialmente tutti gli aspetti della disciplina dei valori mobiliari. L'armonizzazione dei sistemi legislativi nazionali non ha, tuttavia, eliminato gli spazi per la competizione fra ordinamenti ed Autorità di vigilanza nazionali, non garantendo la piena eliminazione del rischio di arbitraggi regolamentari per imprese ed emittenti. Alcune direttive comunitarie dettano, infatti, una disciplina di armonizzazione minima, lasciando ai singoli Stati membri ampi margini di discrezionalità in fase di recepimento. In aggiunta, va sottolineato che all'armonizzazione normativa non ha ancora fatto seguito una completa armonizzazione delle prassi e degli *standard* di vigilanza da parte delle

Autorità dei singoli Stati membri, in grado di assicurare una effettiva uniformità con riferimento alle modalità di applicazione della disciplina comunitaria e dei relativi regimi sanzionatori.

Negli ultimi mesi, il Governo italiano ha ritenuto opportuno procedere ad una nuova riflessione circa le modalità con le quali è stata data attuazione in Italia alle disposizioni contenute nella Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto e scambio.

A tal riguardo, il legislatore del 2007 aveva sostanzialmente confermato, sia pure apportando alcune modificazioni, la disposizione contenuta nell'art. 104 del TUF che prevedeva il divieto per gli amministratori di una società quotata, successivamente alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto, di intraprendere, senza la relativa autorizzazione assembleare, le misure difensive (c.d. *passivity rule*) ed aveva altresì introdotto l'art. 104-*bis* del TUF, che prevedeva, in corso di offerta e successivamente al completamento della stessa, la neutralizzazione delle previsioni statutarie o degli accordi fra soci che avessero comportato limiti al diritto di voto ovvero diritti speciali in materia di nomina o revoca degli amministratori (c.d. regola di neutralizzazione).

Dal momento che tale disciplina assicurava un grado di contendibilità del controllo decisamente superiore a quello degli altri Paesi europei (la maggior parte dei quali aveva, invece, preferito fare uso della possibilità, offerta dalla direttiva, di rendere opzionali le disposizioni in esame, consentendo alle singole società quotate di prevederle nei loro statuti), il Governo ha recentemente inteso garantire maggiore protezione per le imprese nazionali contro possibili scalate ostili, ricorrendo all'emanazione del decreto legge 29 novembre 2008 n. 185 (convertito nella legge 28 gennaio 2009, n. 2) che ha, di fatto, allineato l'ordinamento italiano a quello degli altri Paesi europei, rendendo non obbligatorie le disposizioni di cui agli articoli 104 e 104-*bis* del TUF e consentendo viceversa alle società quotate di adottarle per via statutaria.

Sempre in tema di misure volte a fronteggiare, o quanto meno a limitare, gli effetti negativi della crisi finanziaria, va menzionato che la CONSOB ha adottato diverse iniziative, intervenendo con provvedimenti progressivamente sempre più restrittivi, culminati col divieto di vendite allo scoperto di tutti i titoli quotati. Nell'ambito di questi suoi interventi, l'Autorità ha recentemente ritenuto opportuno segnalare al mercato la possibilità di introdurre nuovi strumenti che consentano di conoscere tempestivamente eventuali modifiche

intercorse nella composizione dell'azionariato delle società quotate, ad esempio abbassando sino all'1% la soglia di rilevanza per la comunicazione di partecipazioni rilevanti, attualmente stabilito per legge al 2%.

Con riferimento ai criteri sulla base dei quali individuare le società che potrebbero essere oggetto del citato obbligo di comunicazione in corrispondenza del superamento della nuova soglia, la CONSOB ha proposto anzitutto un criterio dimensionale, attraverso il quale identificare le società con capitalizzazione di borsa superiore ad una certa percentuale, affiancato ad un criterio basato sul livello di contendibilità del controllo della società, in modo da escludere dai maggiori obblighi di trasparenza le società con bassa contendibilità, ovvero quelle nelle quali un singolo azionista detenga più di una certa percentuale del relativo capitale sociale.

Va segnalato, infine, che, sempre al fine di garantire una più completa informativa ed una maggiore trasparenza dei mercati, è stata avanzata da più parti l'ipotesi di adottare nel nostro ordinamento ulteriori soluzioni, già peraltro ampiamente diffuse in altri paesi. E' il caso della c.d. "*shareholder identification*", strumento che consente alla singola società quotata di conoscere in ogni momento la composizione del suo azionariato, anche con riferimento ai possessori di quote inferiori al 2% del capitale votante.

L'introduzione nel nostro ordinamento del meccanismo della *shareholder identification* è stato, fra l'altro, auspicato recentemente anche da Borsa Italiana. La società di gestione del mercato, intervenuta al riguardo nell'ambito delle consultazioni con la CONSOB per il recepimento della direttiva europea in materia di *transparency*, ha sottolineato però la necessità che la *shareholder identification* sia raggiunta attraverso un aggiornamento costante del libro soci, ad esempio per il tramite della società di gestione accentrata, in modo che le informazioni risultino accessibili a tutti gli operatori. Operando diversamente, ossia garantendo un mero diritto della società di conoscere l'identità di determinati azionisti, il mercato nel suo complesso non beneficerebbe di tale informazione se non, indirettamente, nella misura in cui si acceda al libro soci aggiornato dall'emittente, con il concreto rischio di incorrere in possibili disparità informative.

2. Obblighi di trasparenza e correttezza: confine fra autodisciplina e norme imperative

L'appartenenza dell'Italia all'economia globale ed al mercato interno europeo rende la realizzazione degli obiettivi di tutela dei risparmiatori strettamente collegata alla capacità di elaborare misure coordinate a livello

internazionale e, soprattutto, a livello comunitario. Le istituzioni europee che hanno perseguito in maniera efficace l'integrazione e la liberalizzazione del mercato nelle fasi positive dell'economia, stanno operando con difficoltà nel tentativo di trovare una linea comune nella gestione della crisi, anche se, a onor del vero, troppo spesso sembrano prevalere interessi e soluzioni visti in un'ottica nazionale.

A tali difficoltà deve aggiungersi la considerazione che il mercato finanziario, così come si è evoluto nel tempo, non può più essere inteso nell'accezione tradizionale e consolidata fatta propria dalla dottrina giuridico - economica, che individuava in esso una suddivisione in tre distinti segmenti: quello bancario, quello assicurativo e quello mobiliare. Tale ripartizione non ha infatti più un significato assoluto, ove si consideri che le attività dei singoli segmenti sono oramai esercitate anche da soggetti diversi ed ulteriori rispetto a quelli compresi tradizionalmente nello specifico segmento: ad esempio, le banche operano non solo nel segmento bancario, ma anche nel segmento mobiliare; le imprese di assicurazione vengono ad operare, oltre che nel proprio settore, sia nel segmento bancario sia nel segmento mobiliare; i soggetti tipici del mercato mobiliare accedono, relativamente ai servizi ed alle attività, ad operazioni caratteristiche del segmento bancario.

La principale conseguenza che deriva da tale osservazione è che il mercato finanziario, sebbene ancora possa essere suddiviso in segmenti formalmente diversi, costituisce oramai un'area comune, dal punto di vista soggettivo, per la presenza al suo interno di operatori differenti e, da un punto di vista oggettivo, per l'esercizio di attività non tradizionali ai vari segmenti. Da ciò la necessità di una regolamentazione il più possibile rispondente alle nuove esigenze, con riguardo all'accesso degli operatori, alle regole di comportamento da osservare nell'esercizio delle attività e dei servizi finanziari offerti, alle forme di vigilanza e controllo, prescindendo da quale sia il soggetto che si trova concretamente ad operare sul singolo mercato di riferimento².

In questo contesto in continua e rapida evoluzione, l'ordinamento fatica ad adeguarsi alla realtà economica del mercato, e troppo spesso la normativa in materia finanziaria non risponde alle concrete esigenze di tutela degli investitori e degli operatori.

² Per la verità, vi è anche chi sostiene che l'odierna crisi finanziaria potrebbe determinare una sorta di ritorno al passato. In un'intervista pubblicata sul "Sole 24 Ore" del 6 febbraio u.s., il responsabile del settore vita di Zurich, Mario Greco, sosteneva che "è finita l'epoca delle grandi assicurazioni tuttofare; probabilmente non rivedremo più un modello di business in cui le compagnie facevano tutto, dalla copertura dei rischi all'asset management, alla fornitura dei servizi finanziari più disparati. L'industria rimarrà globale, ma con una forte specializzazione".

E' per tali ragioni che si spiega il sempre più frequente ricorso all'autoregolamentazione da parte dei soggetti che operano sul mercato. Come noto, sulla scorta delle varie esperienze straniere³, anche in Italia da diversi anni ha trovato concreta applicazione pratica il c.d. Codice di Autodisciplina redatto dalla Borsa Italiana. In linea generale, all'interno di tale codice sono contenute regole puntuali, non meramente esplicative, di principi già esistenti nell'ordinamento che costituiscono un prezioso stimolo per rivitalizzare il ruolo dei consigli di amministrazione e definire in maniera più puntuale i relativi poteri e responsabilità.

Sotto il profilo del contenuto delle regole, il codice di autodisciplina recepisce i principali nodi critici in materia di amministrazione, dalla più chiara ripartizione delle funzioni amministrative, di gestione diretta e di controllo, alla previsione di flussi informativi obbligatori e procedimentalizzati, alla introduzione di amministratori indipendenti, anche nella prospettiva della creazione di *nomination, remuneration e audit committees*.

Nell'ultima versione del marzo 2006, è stata particolarmente sviluppata la materia del trattamento delle informazioni societarie. Viene richiesto, ad esempio, agli amministratori delle società emittenti di adottare e rispettare specifiche procedure per la gestione interna e la comunicazione all'esterno di documenti e informazioni e, in tema di rapporti tra organo gestionale ed azionisti, sono state promosse iniziative volte ad agevolare la conoscenza da parte di questi ultimi delle informazioni societarie e favorirne la partecipazione alle assemblee e l'esercizio dei diritti sociali. A tali fini, vengono tra l'altro raccomandate agli emittenti l'istituzione di un'apposita sezione dedicata agli investitori nell'ambito del proprio sito internet, la nomina di un *investor relator* e l'approvazione di un regolamento assembleare.

Vengono, inoltre, dettate indicazioni di ordine generale in merito all'istituzione ed al funzionamento (composizione, poteri, modalità di svolgimento dell'incarico) dei comitati consultivi, costituiti in seno ai consigli di amministrazione degli emittenti e viene affermato il principio della necessaria trasparenza della procedura di nomina degli amministratori, raccomandando che le liste dei candidati, complete delle necessarie informazioni, siano messe tempestivamente a disposizione del mercato.

³ Si pensi, ad esempio, ai *Cadbury e Geenbury Codes* ed al rapporto *Higgs* del 2003, per quanto riguarda il diritto inglese, al *Rapport Viénot* ed alle regole relative agli *administrateurs indépendants*, nell'esperienza francese, oppure ai *Principles of Corporate Governance* dell'*American Law Institute* ed ai principi ivi contenuti in tema di poteri degli amministratori, di *fiduciary duties*, di *disinterested directors*, di rapporti tra *board e authorized committees* che presentano spunti di grande interesse anche nella prospettiva italiana.

Verso la fine del 2006, i mercati regolamentati, le *clearing houses* e i sistemi di *settlement*, hanno formalmente aderito allo *European Code of Conduct for clearing and settlement*. In buona sostanza, il codice di condotta sul *clearing* e *settlement* rappresenta un importante risultato di autoregolamentazione dell'industria finanziaria ed è il prodotto dell'impegno delle organizzazioni verso una sempre maggiore trasparenza dei servizi e verso la costruzione di un mercato finanziario europeo integrato. Il codice individua una serie di misure volte a facilitare le scelte degli operatori nella individuazione delle organizzazioni di *post-trading* a cui aderire e, attraverso lo sviluppo dell'interoperabilità dei sistemi, a consentire agli operatori stessi di concentrare la loro operatività esclusivamente presso l'organizzazione scelta.

Le misure introdotte con il codice dovrebbero contribuire a migliorare la trasparenza dei prezzi per la partecipazione alle negoziazioni sui mercati, per la partecipazione ai sistemi di compensazione e garanzia (*clearing house*) e per la partecipazione ai servizi di liquidazione dei contratti (sistemi di *settlement*), mettendo in condizione gli operatori di compiere scelte informate.

Al di là dei dubbi e delle perplessità legate all'efficacia dei codici di condotta, basati sul principio della *comply or explain rule* e, quindi, non contenenti norme e principi di carattere imperativo⁴, bisogna sottolineare che il ricorso all'autoregolamentazione ha quanto meno il pregio di cercare di indurre comportamenti virtuosi attraverso l'adozione spontanea di regole, anziché mediante la rigidità dell'imposizione normativa. Ciò può consentire un adeguamento progressivo, condiviso e non imposto che, specialmente nel medio - lungo periodo, potrebbe a nostro giudizio garantire risultati positivi.

I limiti strutturali del nostro sistema, riconducibili in particolare alla presenza di strutture piramidali, alle minoranze di blocco (rappresentate dalle banche, dai gruppi familiari e dallo Stato, nelle società solo parzialmente privatizzate), al frequente ricorso a patti parasociali, trasparenti quanto alla loro esistenza, ma non riguardo alle decisioni adottate, costituiscono sicuramente un terreno sul quale si deve ancora intervenire con decisione, specialmente alla luce degli ultimi eventi, ma non giustificano un eccessivo scetticismo nei confronti dei codici di *best practice*.

⁴ L'adesione al codice di autodisciplina è infatti volontaria. La società con azioni quotate che aderisce, in tutto o in parte, al codice ne deve dare annualmente informazione al mercato, con termini e modalità stabilite, precisando quali raccomandazioni del codice siano state effettivamente applicate dall'emittente e con quali modalità. In alcuni casi, il codice stesso chiarisce il contenuto delle informazioni da fornire al mercato.

Guardando alla convivenza fra regolamentazione pubblica - che rischia spesso di essere eccessivamente invasiva nei confronti dell'autonomia imprenditoriale - e le varie forme di *self regulation*, è stato osservato che si sta realizzando una sorta di "policentrismo normativo" alla costante ricerca di un equilibrio fra intervento (e controllo) pubblico e spazio lasciato all'autonomia dei privati, i quali si dotano di propri sistemi di autodisciplina controllati dai supervisori *ex ante*, ovvero *ex post*, al momento della verifica del rispetto dei criteri generali individuati dalla normativa primaria⁵.

Si tratta di un equilibrio non facilmente raggiungibile, come testimoniano le vicende legate alla Legge sul Risparmio, criticata da alcuni perché, se da un lato valorizza i codici di autodisciplina, nel contempo è "*dominata dalla pervicace fiducia nella regolazione pubblica e nelle norme imperative calate dall'alto*"⁶.

Va detto che è stata comunque proprio la Legge sul Risparmio ad aver tentato un passo in avanti su questo terreno, delineando un sistema che si poneva l'obiettivo di superare le tradizionali barriere poste fra *regulation* e *self regulation* e cercando di creare una interrelazione fra i due insiemi. In tale ottica, era stato infatti affidato alla CONSOB il compito di verificare la veridicità delle informazioni diffuse in aderenza alle norme di autodisciplina, sanzionando altresì le relative violazioni. Grazie a tale potere attribuito all'organo incaricato della vigilanza dei mercati si cercava in qualche modo di superare il problema dell'*enforcement* dell'autodisciplina e di garantire un più efficace monitoraggio del mercato sulla reale applicazione dei principi contenuti nel codice.

Tale impostazione, sicuramente innovativa, è stata oggetto di diverse critiche e pareri sfavorevoli, tanto da essere stata rivista, soltanto pochi mesi dopo la sua entrata in vigore, con il decreto correttivo della Legge sul Risparmio (d. lgs. 29 dicembre 2006, n. 303), che ha provveduto ad eliminare il citato potere di vigilanza originariamente attribuito alla CONSOB. Va detto che il ridimensionamento del ruolo della CONSOB è stato giudicato positivamente dalla stessa Autorità, secondo la quale non risulta opportuno intervenire "*in valutazioni di merito riconducibili più propriamente a scelte gestionali sottoposte alla vigilanza degli organi di*

⁵ In dottrina si è messo in evidenza come si imponga una rilettura dei confini fra *regulation* e *self regulation* in quanto la "*regolazione pubblica assume sempre più di frequente l'interesse dei regolati alla base dei propri interventi, e, simmetricamente, l'autoregolamentazione considera sempre più spesso l'interesse generale e quello dei terzi come parte integrante del sistema di tutela da predisporre*": cfr., F. CAFAGGI, *Un diritto privato europeo della regolazione? Coordinamento fra pubblico e privato nei nuovi modelli regolativi*, in *Politica del diritto*, 2004, pag. 219.

⁶ Così FERRARINI G. e GIUDICI P., *La legge sul risparmio, ovvero un pout-pourri della corporate governance*, in *Rivista delle società*, 2006, pag. 630.

controllo interno". Sempre secondo l'Autorità, inoltre, lo stesso risultato potrebbe diversamente essere ottenuto, seppur indirettamente, tramite un efficace sistema di "*controllo sul controllo interno*"⁷.

3. Il ruolo delle istituzioni atte a svolgere attività di vigilanza

Come accennato, al fine di ampliare l'area di tutela per gli investitori, la Legge sul Risparmio e gli ulteriori e successivi interventi normativi hanno inciso profondamente sui poteri delle Autorità indipendenti cui sono assegnate attribuzioni di vigilanza sui mercati finanziari, rafforzando alcune funzioni esistenti e introducendone di nuove.

Le misure introdotte con le numerose leggi a tutela del risparmio hanno, infatti, quale finalità principale quella di scoraggiare pratiche scorrette da parte degli operatori di mercato allo scopo di influire positivamente sui loro comportamenti, indirizzandoli verso modelli di sviluppo e di integrità dei mercati finanziari. Le riforme normative, dunque, si impernano su principi di trasparenza e correttezza dei comportamenti; e ciò, innanzitutto, al fine di tentare di contrastare una fase dei mercati finanziari assai delicata e di restituire credibilità e fiducia nel mercato.

Alla luce di ciò, una delle modalità scelte dal legislatore per fronteggiare le attuali difficoltà è stata di modificare i poteri alle Autorità di vigilanza del mercato. Infatti, a seguito delle recenti vicende, la normativa nazionale, internazionale e comunitaria ha attribuito alle Autorità indipendenti un crescendo di compiti e di responsabilità.

In particolare, come è stato da più parti ben rilevato⁸, la Legge sul Risparmio ha perpetrato un percorso già intrapreso con il Testo Unico della Finanza e con la legge Vietti (che ha delegato alla CONSOB il potere di disciplinare, sia pure per principi generali, attraverso la disciplina delle operazioni con parti correlate, uno dei temi cardine del diritto societario) di "amministrativizzazione" del diritto societario. In altri termini, si è assistito ad una crescita della *regulation* pubblicistica dell'assetto e del funzionamento delle strutture societarie, in nome dell'interesse pubblico della tutela del risparmio degli investitori nei confronti della c.d. "industria dei

⁷ In questo senso si è espresso il Presidente della CONSOB, Lamberto Cardia, nel corso dell'Audizione presso la VI Commissione Parlamentare (Finanze e Tesoro) del Senato della Repubblica del 27 settembre 2006.

⁸ Si veda in proposito, tra gli altri, l'intervento di Luca Enriques preparato per il convegno "Dieci anni di Testo unico della Finanza: bilanci e prospettive", Università di Roma Tor Vergata, 29 ottobre 2008, nonché Paolo Montalenti, "*Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*", in Riv. soc., 2006, p. 976.

servizi finanziari”, con ciò facendo vacillare il principio, che ormai sembrava pian piano radicarsi nella realtà economica nazionale, della completa liberalizzazione e della globalizzazione del mercato.

Tale profilo viene ancor più in evidenza se si considera che il legislatore italiano non ha compiuto una scelta isolata, ma, al contrario, ha deciso di aderire ad un modello già utilizzato in alcuni tra i paesi da sempre ritenuti i più liberali da un punto di vista economico e nei quali l’Autorità di vigilanza è considerata la più moderna e *market-friendly*, quali gli Stati Uniti e il Regno Unito. In quest’ultimo paese, ad esempio, la FSA (*Financial Services Authority*) ha poteri che le consentono di incidere su alcuni aspetti centrali della disciplina societaria (incluse le operazioni con parti correlate); negli Stati Uniti, poi, oltre, come noto, ad essere stata attuata una significativa riforma di ordine economico e finanziario attraverso l’emanazione nel 2002 del *Sarbanes-Oxely Act* a seguito delle vicende che hanno coinvolto importanti aziende (quali, ad esempio, la Enron), si considerino i recenti interventi del Governo, attraverso gli aiuti di stato a favore delle banche in crisi, nonché l’estensione dei poteri della SEC (*Securities and Exchange Commission*) che, seppure tradizionalmente abbia sempre limitato il proprio campo d’azione sugli emittenti alle regole di trasparenza, sta ampliando la propria sfera d’intervento anche ad alcuni aspetti particolarmente rilevanti della *corporate governance*.

In Italia, la Legge sul Risparmio ha come detto certamente legittimato la potestà regolamentare delle Autorità, valorizzandone, in particolare, la capacità regolatoria (attraverso numerosi rinvii alla normativa secondaria) e l’autonomia decisionale, e accrescendone, nel contempo, ambito di competenza e poteri di sorveglianza.

Entrando più nel particolare delle funzioni esercitate dalle Autorità di vigilanza del mercato, si nota come alle stesse, e con maggiore attenzione alla CONSOB ed alla Banca d’Italia, siano stati attribuiti non solo poteri regolamentari, ma anche l’esercizio dei poteri di vigilanza ai fini del contenimento del rischio, della stabilità patrimoniale e di una sana e prudente gestione degli intermediari (Banca d’Italia), nonché di trasparenza e correttezza dei comportamenti degli stessi (CONSOB). Tali poteri di vigilanza si realizzano principalmente in poteri informativi e ispettivi.

La prima di tali funzioni viene esercitata attraverso la richiesta ai soggetti abilitati di dati e notizie, nonché la trasmissione di atti e documenti sulla loro attività. In tale ambito sono stati attribuiti alla CONSOB poteri più

intensi come, ad esempio, la possibilità di richiedere registrazioni telefoniche, di procedere ad audizioni personali, ovvero ad ispezioni e sequestri, tutte misure che sono state largamente utilizzate dall'Autorità con risultati efficaci e certamente confortevoli.

L'incremento di tale funzione ha rilievo anche nell'ambito dei destinatari dei poteri. Infatti, la CONSOB ha ora la possibilità di richiedere informazioni anche a società di revisione incaricate dai soggetti abilitati. Inoltre, sia il collegio sindacale che dette società di revisione hanno, a loro volta, un obbligo di comunicare senza indugio alla Banca d'Italia e alla CONSOB qualsiasi irregolarità che dovessero riscontrare nella gestione, nonché ogni violazione di cui dovessero venire a conoscenza nello svolgimento del loro incarico.

La vigilanza ispettiva si concreta, invece, nell'effettuazione di ispezioni, nella richiesta di esibizione di documenti e in ogni altro atto ritenuto necessario presso i soggetti abilitati. Le ispezioni possono essere disposte sia dalla Banca d'Italia che dalla CONSOB, le quali, nell'ottica della collaborazione e della reciproca integrazione, devono comunicare l'ispezione all'altra Autorità. Inoltre, alla luce della trasformazione del mercato in "mercato europeo", le Autorità possono richiedere all'Autorità competente di uno Stato comunitario di procedere ad accertamenti presso succursali di SIM, SGR e banche italiane localizzate sul territorio di tale Stato. Inoltre, al fine di rendere più effettivo e incisivo il potere di intervento, la Legge sul Risparmio ha esteso la collaborazione della Guardia di Finanza, già prevista per la materia degli abusi di mercato e della vigilanza sugli emittenti, a tutti gli ambiti di competenza della CONSOB, con finalità di accertamento sia per quanto riguarda la vigilanza informativa che ispettiva.

La vigilanza si realizza sul *mercato nella sua globalità*, un mercato in cui, come si è accennato, non è più possibile rintracciare la tradizionale segmentazione nel settore bancario, assicurativo e mobiliare. In esso sono inevitabilmente presenti vari soggetti e varie Autorità di vigilanza che si intrecciano e si trovano a dover operare fianco a fianco. Da ciò discende una imprescindibile esigenza di coordinamento tra i vari soggetti e amministrazioni, ancor di più se si considera quanto sia complesso delineare in capo ad ogni soggetto che opera e vigila sul mercato delle competenze nette e specifiche.

In un simile contesto, si è scelto di rivisitare il sistema di attribuzioni delle funzioni alle Autorità, con l'obiettivo di realizzare un'effettiva integrazione reciproca delle competenze ed una riorganizzazione delle funzioni, in modo tale da ridefinire gli equilibri interni dell'ordinamento finanziario. Alla luce di tali considerazioni, infatti,

la riforma sul risparmio si ispira al principio di ripartizione efficiente delle competenze in base alle finalità che sono espressamente assegnate alle rispettive Autorità di vigilanza. Tutto ciò, in una logica di rispetto del principio costituzionale del buon andamento dell'azione amministrativa e, conseguentemente, nell'ottica di evitare il sovrapporsi degli ambiti di competenza di due o più Autorità operanti sullo stesso settore.

Si inscrivono in tale orientamento il trasferimento delle funzioni antitrust in materia di intese e di abuso di posizione dominante nel settore bancario (nel passato, di competenza della Banca d'Italia) all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, l'attribuzione alla CONSOB di nuove competenze di regolamentazione e controllo sui prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni e la definizione delle regole di trasparenza in caso di emissione di obbligazioni bancarie, nonché quelle devolute alla Banca d'Italia sugli OICR.

Proprio perché il mercato raccoglie tanti operatori e soggetti preposti alla vigilanza, si è reso necessario fissare principi di organizzazione che consentano adeguate forme di coordinamento tra le amministrazioni di controllo del sistema finanziario. A conferma di tale logica di ripartizione delle competenze "per finalità", la Legge sul Risparmio ha previsto quale fattore indispensabile per l'efficacia stessa dell'azione delle singole Autorità, spesso sul confine dei rispettivi territori di competenza, il meccanismo dell'intesa tra di esse, sollecitando opportune e tempestive forme di dialogo e di cooperazione.

Il coordinamento e la cooperazione diventano presupposti per l'eliminazione di possibili anomalie e contrasti e hanno, quale fondamento imprescindibile, l'interazione informativa tra le Autorità indipendenti (CONSOB, Banca d'Italia, ISVAP, Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, COVIP), che si realizza attraverso lo scambio di ogni notizia ritenuta funzionale all'esercizio dell'attività di vigilanza, nel tentativo, per quanto possibile, di eliminare possibili asimmetrie informative.

Le forme di coordinamento dell'attività delle Autorità si possono realizzare attraverso varie modalità, quali, ad esempio, la stipula di protocolli d'intesa aventi ad oggetto non soltanto i compiti di ciascuna Autorità, ma anche lo scambio di informazioni, con particolare riguardo alle irregolarità rilevate e ai relativi provvedimenti attuativi assunti da ciascuna Autorità di vigilanza. Sono stati previsti, inoltre, Comitati di coordinamento, con forme di riunioni almeno annuali, nonché scambi di informazioni, anche attraverso il ricorso ad "archivi" gestiti congiuntamente, senza che l'una Autorità possa opporre il segreto d'ufficio all'altra, ma con il solo

obbligo di segretezza di documenti ed atti nei confronti di terzi, secondo le disposizioni di legge previste con riferimento all'Autorità che tali documenti ha prodotto o acquisito per prima. In tal modo, si è realizzato un sistema di controllo integrato, finalizzato ad agevolare l'esercizio delle rispettive funzioni delle Autorità di vigilanza ed a riaffermare il valore della trasparenza.

Gli interventi normativi tentano, quindi, di rafforzare e ridisegnare la complessa articolazione delle Autorità, la loro organizzazione, le loro funzioni, cercando di eliminare sovrapposizioni di competenze, ma valorizzando nel contempo forme di coordinamento delle funzioni e di cooperazione.

Nell'ambito del rafforzamento della collaborazione tra Autorità operato dalle riforme sul risparmio, merita, infine, di essere menzionato il rapporto oggi esistente tra la CONSOB e l'Autorità giudiziaria. E' previsto, infatti, che il Presidente della CONSOB possa inoltrare all'Autorità giudiziaria competente una "segnalazione", unitamente alla documentazione di supporto, qualora dalle evidenze istruttorie emergano fattispecie penalmente rilevanti. Tale attività di segnalazione ha ad oggetto sia reati di tipo comune (quali, ad esempio, quelli contro il patrimonio), sia reati che riguardano da vicino i settori delle attività monitorate dalla CONSOB. L'attività di supporto alla magistratura si concreta anche in una collaborazione nel corso delle indagini penali, durante le quali alla CONSOB possono essere richiesti sia l'acquisizione di dati relativi ai soggetti vigilati, sia documenti, informazioni o chiarimenti su istruttorie svolte o in corso di svolgimento.

Un'ulteriore principio al quale il legislatore ha attribuito grande rilevanza nella disciplina a tutela del risparmio è costituito dal principio di trasparenza; trasparenza che si spiega sia sulla funzione regolamentare che su quella di controllo. Ne deriva, ad esempio, la normativizzazione di una prassi già parzialmente in uso in Italia: l'art. 23 della Legge sul Risparmio, infatti, reca norme relative ai "*procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali*" da parte delle Autorità. A seguito dell'implementazione di tale norma, la CONSOB, la Banca d'Italia e l'ISVAP hanno procedimentalizzato l'adozione dei propri provvedimenti aventi natura regolamentare o contenuto generale, istituendo anche specifiche e articolate procedure di consultazione con gli organismi interessati, quali i rappresentanti dei soggetti vigilati, dei prestatori dei servizi finanziari e dei consumatori. Sorge, inoltre, un obbligo giuridico a motivare le scelte di regolazione e di vigilanza effettuate nell'ambito dei propri poteri: in buona sostanza, i provvedimenti devono, pertanto, essere accompagnati da una relazione che illustra le conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e risparmiatori.

La Legge sul Risparmio, inoltre, ha stabilito l'applicazione ai procedimenti da svolgersi innanzi alle menzionate Autorità e volti all'emanazione di provvedimenti individuali a carattere sanzionatorio, dei principi previsti dalla legge 7 agosto 1990 n. 241, tra cui l'obbligo di fornire un'adeguata motivazione. Tale previsione, senza dubbio volta a favorire una maggior trasparenza delle decisioni regolatorie e dei comportamenti delle imprese, è di estrema importanza non soltanto perché consente ai soggetti coinvolti di difendersi di fronte al giudice, introducendo inequivocabilmente il principio del contraddittorio, ma soprattutto perché tutti gli operatori di mercato potranno così meglio comprendere i criteri decisionali delle Autorità, adottando comportamenti coerenti.

4. Sanzioni e altri strumenti di tutela diretta delle imprese e dei risparmiatori

A seguito dell'attribuzione dei maggiori poteri di vigilanza, l'azione di *enforcement* delle Autorità indipendenti, e, in particolare della CONSOB, si è intensificata anche sotto il profilo dell'applicazione delle sanzioni.

Il sistema sanzionatorio previsto dal Testo Unico della Finanza e dal codice civile è, infatti, profondamente mutato a seguito degli interventi normativi del 2005 e 2006, sia da un punto di vista sostanziale che da un punto di vista procedurale. Nel contesto di una tutela effettiva nel campo del risparmio e degli investitori, il legislatore ha provveduto ad adeguare l'apparato sanzionatorio penale ed amministrativo, introducendo nuove fattispecie di illecito rilevanti ed inasprendo le sanzioni per quelle già originariamente tipizzate dall'ordinamento.

Le disposizioni introdotte intervengono efficacemente sia sul piano dell'*enforcement* privato da parte della CONSOB, sia in materia penale, attribuendo maggiore efficacia dissuasiva alle sanzioni applicabili a emittenti e intermediari.

Con riferimento alle sanzioni amministrative, un primo significativo ampliamento dei poteri sanzionatori della CONSOB si è avuto con la legge 18 aprile 2005 n. 62, legge di recepimento della direttiva 2003/6/CE in materia di *market abuse*, a seguito della quale la CONSOB può oggi direttamente infliggere sanzioni di natura amministrativa. Come noto, fulcro centrale di tale disciplina consiste nell'obbligo di *disclosure*, posto a carico degli emittenti strumenti finanziari quotati e dei loro soggetti controllanti, delle cosiddette informazioni

privilegiate, allo specifico scopo di evitare che coloro che posseggono tali informazioni possano trarne un ingiusto vantaggio competitivo rispetto al pubblico dei risparmiatori.

In un'ottica di armonizzazione in sede europea delle varie discipline normative e regolamentari, la legge 62/2005 ha anche ampliato la gamma degli strumenti finanziari ai quali si applica la normativa di specie. In particolare, il Testo Unico della Finanza fa oggi riferimento ai mercati regolamentati di ogni Paese dell'Unione Europea ed agli strumenti ivi negoziati. Tale affermazione, come menzionato, prende atto del processo di "europeizzazione" dei mercati finanziari ormai da tempo principio cardine dell'economia, conferendo dunque rilevanza unitaria al "mercato europeo".

In ambito penale, invece, gli interventi normativi hanno fortemente inasprito le sanzioni applicabili, introducendo nuovi reati in ambito bancario (quale, il reato di mendacio bancario), finanziario (si veda, ad esempio, il reato di falso in prospetto) e societario (tra gli altri, il delitto di omessa comunicazione del conflitto di interessi), e rafforzando – anche attraverso un incremento quantitativo delle sanzioni pecuniarie – la disciplina a tutela della correttezza e trasparenza nelle comunicazioni societarie, nonché la repressione dei comportamenti che concretano gli abusi di mercato, ovvero di quei comportamenti che più possano arrecare nocimento alla trasparenza e alla integrità dei mercati e che finiscono per minare la fiducia degli investitori e la stessa credibilità del sistema finanziario.

Oltre alle sanzioni principali penali ed amministrative, di grande interesse è l'applicazione delle cosiddette sanzioni accessorie, quali quelle della sospensione, decadenza o interdizione dalle cariche o dagli uffici direttivi ricoperti presso banche o altri soggetti operanti nel settore finanziario, ovvero presso società; nonché della confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo, ovvero dei beni equivalenti. In particolare, la sospensione e l'interdizione dalle cariche, a nostro giudizio molto efficaci sotto il profilo della prevenzione, sono state largamente utilizzate dalle Autorità per sanzionare e disincentivare comportamenti scorretti.

Da ultimo, merita un breve accenno la procedura di conciliazione e arbitrato presso la CONSOB in materia di servizi di investimento. Nell'ambito della riforma della tutela del risparmio, il legislatore italiano ha, infatti, introdotto specifiche norme dedicate agli strumenti alternativi di risoluzione delle controversie, allo scopo di facilitare la tutela dei diritti dei risparmiatori e degli investitori nei confronti delle banche e degli altri

intermediari finanziari ed a disciplinare le eventuali controversie insorte tra questi stessi soggetti. Tale camera di conciliazione e arbitrato, istituita dal Governo con un decreto legislativo del 2007, è oggi disciplinata con un regolamento della CONSOB approvato il 29 dicembre scorso ed ha quale ambito di operatività la risoluzione di controversie insorte tra investitori – esclusi gli investitori professionali – e intermediari che hanno violato gli obblighi di informazione, correttezza e trasparenza previsti nei rapporti contrattuali con la clientela.

Poiché, come è evidente, un coinvolgimento diretto della Commissione avrebbe sollevato difficoltà di carattere sia pratico che concettuale - dal momento che sarebbe quanto meno discutibile affidare al medesimo soggetto cui spetta il compito pubblicistico di esercitare i poteri sanzionatori previsti dal Testo Unico della Finanza - il ruolo, ben diverso, di conciliatore o arbitro nelle controversie bilaterali insorte tra risparmiatori e intermediari è stato opportunamente affidato ad un organo terzo⁹. In particolare, anche in considerazione della circostanza che il legislatore non ha ritenuto di chiarire quali debbano essere i rapporti tra la camera di conciliazione e arbitrato e la CONSOB, quest'ultima ha, nel proprio regolamento, più saggiamente effettuato la scelta di istituire un autonomo organismo (in ossequio alle parole "*dinanzi alla CONSOB*", contenute nell'art. 27 della Legge sul Risparmio), allo scopo di evitare un diretto coinvolgimento dell'Autorità nelle relative procedure e di concentrarsi, unicamente, sull'aspetto della gestione delle stesse.

⁹ Tale disfunzione è stata altresì messa in luce anche dall'Assonime nelle proprie "*Osservazioni allo schema di decreto legislativo di attuazione della delega all'art. 27, commi 1 e 2 della legge 28 dicembre 2005, n. 262*" del 7 settembre 2007, nel corpo delle quali si evidenzia come un simile scenario sia stato opportunamente evitato dal decreto legislativo.