

Occorrerà inoltre intervenire a livello regolamentare per adeguare agli *standard* europei alcuni obblighi di informazione al mercato, attualmente previsti dalla normativa italiana o dall'autoregolamentazione (ad esempio quello riferito ai soggetti che esercitano responsabilità di direzione presso un emittente, attualmente previsto da una disposizione regolamentare emanata da Borsa Italiana Spa).

Tra le ulteriori previsioni della Direttiva sugli abusi di mercato si segnala il maggiore coinvolgimento degli attori del mercato, attraverso la definizione delle prassi accettate e l'obbligo di denuncia delle operazioni sospette da parte degli operatori.

A completamento della normativa sopra descritta la Commissione Europea ha manifestato l'intenzione di voler riconsiderare gli orientamenti assunti in materia di agenzie di valutazione del merito di credito (*rating*). La considerazione di alcune criticità, emerse dai recenti casi di crisi societarie in ambito italiano e internazionale, che hanno evidenziato una difficoltà dei giudizi di *rating* ad "anticipare" la segnalazione di tali crisi, ha indotto infatti ad una riflessione in ambito internazionale, che sta portando ad iniziative di riforma dell'attuale quadro regolamentare che appare carente (soprattutto nei paesi europei) o inadeguato (negli Stati Uniti).

In ambito Iosco, sono stati approvati nel 2003 i "Principi per l'attività delle agenzie di *rating*" e, nel 2004, gli "Elementi essenziali per i codici di condotta" che costituiscono rispettivamente norme "di alto livello" e regole di dettaglio che le agenzie di *rating* devono rispettare.

Il Cesr, su mandato della Commissione Europea, ha istituito una *Task Force*, cui la Consob ha partecipato, che ha presentato alla Commissione stessa un parere tecnico sui possibili sviluppi futuri di una regolamentazione in materia.

Il Parlamento ha introdotto, all'interno della Legge comunitaria 2004, un esplicito riferimento alle valutazioni del merito di credito elaborate dalle agenzie di *rating*, affidando alla potestà regolamentare della Consob la fissazione di norme in materia di corretta presentazione delle valutazioni e indicazioni degli eventuali conflitti di interessi delle agenzie di *rating*. Detta normativa secondaria potrà determinare un primo ambito di individuazione di una regolamentazione sul *rating*, che dovrà tenere conto delle affinità ma anche delle differenze esistenti tra le raccomandazioni di investimento e i giudizi di *rating*, come evidenziato anche in sede di definizione della Direttiva sugli abusi di mercato e dei provvedimenti collegati.

3.3 Le priorità dell'attività della Consob sugli intermediari e sui mercati

L'attività di vigilanza sui mercati

Il quadro di riferimento all'interno del quale si svolge l'attività di vigilanza della Consob sull'integrità dei mercati, volta ad evitare asimmetrie informative e fenomeni di abusi di mercato e a garantire un funzionamento corretto e trasparente degli scambi, sta mutando profondamente sulla spinta dell'evoluzione della struttura competitiva e della regolamentazione, soprattutto di matrice europea.

Gli elementi più rilevanti che emergono da tale evoluzione sono:

- la frammentazione dei luoghi e delle modalità di realizzazione degli scambi, che si riflette in una maggiore complessità del meccanismo di formazione dei prezzi;

- la trasformazione del ruolo degli intermediari, che da esecutori di ordini stanno passando ad una funzione sempre più rilevante nell'organizzazione e nella gestione dei sistemi di negoziazione sia nella forma di sistemi aperti (sistemi multilaterali di negoziazione) che nella forma di sistemi interni di incrocio di ordini (internalizzazione);
- la crescente importanza dell'informazione "derivata" (cioè non prodotta direttamente dall'emittente ma da "intermediari professionali dell'informazione", quali analisti e società di *rating*) che appare in grado di influenzare l'opinione prevalente (*sentiment*) del mercato e la cui correttezza può essere condizionata dai conflitti di interessi che possono coinvolgere i soggetti che la producono;
- l'accorciamento degli orizzonti temporali delle strategie di investimento, soprattutto da parte degli intermediari, che hanno accentuato l'operatività in contro proprio, e degli investitori istituzionali, che si riflette in una maggiore volatilità di breve periodo;
- l'aumento dell'importanza degli strumenti derivati, di cui si rileva peraltro una crescente complessità e articolazione.

Nel quadro che si va delineando, l'azione di vigilanza della Consob deve adeguarsi alle nuove condizioni, rafforzando in particolare la capacità di raccolta e di analisi delle informazioni, che si presentano sempre più frammentate, sia per la diversificazione delle modalità e delle forme di negoziazione sia per il moltiplicarsi delle fonti informative. Tale attività è volta ad individuare tempestivamente le asimmetrie informative e le anomalie di mercato, per poter intervenire con immediatezza per ristabilirne la regolarità, e a cogliere con tempestività i segnali riguardo a possibili situazioni di crisi societarie.

In tale ottica, la Consob ha individuato aree di attività sulle quali è emersa la necessità di approfondire il controllo e l'analisi al fine di costruire "sistemi di allerta" che, sulla base della rilevazione di comportamenti o di dati che presentano un determinato grado di "anomalia", consentano di orientare l'attività per ristabilire la simmetria informativa.

In particolare, con specifico riferimento all'attività di sorveglianza sull'integrità dei mercati, la Consob ha sviluppato, a partire dall'anno 2003, un Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sui Mercati (S.A.I.Vi.M) che, in base all'analisi dell'andamento di alcune variabili relative agli scambi sul mercato e all'operatività degli intermediari, genera automaticamente segnali di allerta in merito a potenziali abusi di mercato. Tale sistema è sottoposto ad una continua attività di aggiornamento nell'ambito della quale, nel corso del 2004, è stata rafforzata la capacità di analisi del comportamento degli intermediari, attraverso la predisposizione di appositi indicatori di concentrazione della loro attività. È attualmente allo studio l'ipotesi di integrare i dati analizzati con ulteriori flussi informativi riguardanti le valutazioni dei titoli da parte di analisti e l'operatività dell'emittente e dei soggetti che esercitano responsabilità di direzione nell'emittente stesso.

Un'area che sta assumendo un'importanza crescente nell'ambito dell'attività di vigilanza della Consob riguarda le operazioni realizzate su sistemi di negoziazione, diversi dai mercati regolamentati, spesso aperti alla clientela "non qualificata". Con il venir meno dell'obbligo di concentrazione, conseguente al recepimento della Direttiva MiFID, l'area delle contrattazioni al di fuori dei mercati regolamentati si estenderà anche alle azioni quotate.

Al fine di rafforzare la capacità di monitoraggio su tali transazioni la Consob sta sviluppando un sistema di sorveglianza sul funzionamento dei sistemi di scambi organizzati (SSO), per i quali è stata già avviata dal 2004 un'attività sistematica di raccolta dei dati sulla loro operatività. All'interno di tale sistema, basato sul consolidamento delle informazioni proveniente dai diversi SSO e dal loro incrocio con le altre informazioni a disposizione della Consob sulle caratteristiche dei titoli negoziati, saranno predisposti meccanismi di allerta volti alla identificazione di anomalie e di altri segnali funzionali alle attività istituzionali della Commissione. In particolare, oltre che per la rilevazione di situazioni lesive della tutela degli investitori che possono portare alla sospensione degli scambi, tale sistema potrà fornire utili *input* per la rilevazione di abusi di mercato, per la identificazione di sollecitazioni abusive, per la individuazione di violazioni alle regole di comportamento degli intermediari e di casi di potenziale "instabilità" finanziaria degli emittenti.

La Consob ha inoltre allo studio iniziative per migliorare la trasparenza del funzionamento dei sistemi di scambi organizzati, sia attraverso una maggiore informazione agli investitori sulle caratteristiche di organizzazione e funzionamento dei sistemi stessi, sia attraverso una maggiore trasparenza sulla loro operatività.

Pertanto, la Direttiva MiFID, per assicurare un'adeguata vigilanza sull'integrità dei mercati, obbliga gli intermediari a trasmettere all'Autorità di vigilanza del paese di origine i dati di tutte le transazioni da essi concluse aventi ad oggetto titoli ammessi alle negoziazioni su un qualsiasi mercato regolamentato europeo. L'Autorità di vigilanza del paese di origine dell'intermediario dovrà, a sua volta, trasmettere le informazioni ricevute all'Autorità di vigilanza del mercato più liquido. Una volta recepita la Direttiva la Consob disporrà dei dati di tutte le transazioni avvenute sul territorio dell'Unione Europea e per i quali l'Italia costituisce il mercato più liquido.

L'attività di vigilanza sugli intermediari

L'obiettivo primario della regolamentazione e della vigilanza sulla prestazione di servizi di investimento è di assicurare che il rapporto tra l'investitore, in particolare *retail*, e gli intermediari si svolga in piena trasparenza e nel rispetto di canoni di correttezza, oltrechè di diligenza.

Alla vigilia del recepimento delle disposizioni introdotte dalla Direttiva MiFID, sia l'industria che le Autorità di vigilanza si trovano dinnanzi a innovazioni di non poco momento, che richiederanno una riconsiderazione dei modelli aziendali nella prestazione dei servizi e delle modalità di controllo sulla correttezza, trasparenza e diligenza di tali attività.

L'impianto normativo definito dalla nuova Direttiva introduce importanti innovazioni di carattere sostanziale, tra cui spicca l'introduzione dell'attività di consulenza fra i servizi di investimento. Inoltre, accanto alle tradizionali attività di negoziazione o ricezione e trasmissione degli ordini dei clienti viene prevista una nuova modalità di prestazione di tali servizi (c.d. *execution only services*), per il cui svolgimento non sarà più richiesto all'intermediario di procedere ad una valutazione dell'adeguatezza delle operazioni richieste dalla clientela né di fornire informazioni dettagliate sullo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

L'esercizio dei connessi poteri regolamentari e sanzionatori (*enforcement*) si inquadra in un contesto di forte innovazione finanziaria dal lato dell'offerta, per soddisfare le mutate preferenze degli investitori individuali che appaiono oggi orientati verso strumenti di debito e prodotti strutturati (finanziari e assicurativi) caratterizzati da un profilo di rischio "presuntivamente" non elevato. Le caratteristiche strutturali della domanda di prodotti finanziari in Italia sono state infatti profondamente influenzate dalla crisi dei mercati azionari del 2000-2001 e dai dissesti (*default*) societari e della Repubblica Argentina.

Il crescente bisogno di "sicurezza" da parte dei risparmiatori si è manifestato in un cambiamento della struttura di portafoglio e in un atteggiamento di minore autonomia decisionale, che ha visto il sistema bancario quale principale canale distributivo/informativo.

Le modalità di risposta e di reazione degli intermediari a tale bisogno costituiranno oggetto di attenta vigilanza della Consob. Inoltre, le innovazioni introdotte dal nuovo scenario disegnato dalla Direttiva e dalle misure di attuazione richiederanno un forte impegno all'industria e alle Autorità di vigilanza, al fine di garantire una transizione al nuovo regime che consenta di cogliere le nuove opportunità di offerta di servizi/prodotti finanziari, ma, al pari, preservi gli interessi degli investitori e la fiducia di questi nel sistema finanziario e nel "valore aggiunto" apportato dagli intermediari professionali. In tale contesto, potrà risultare utile indagare la struttura di remunerazione delle reti di vendita per la prestazione del servizio di collocamento, al fine di individuare eventuali meccanismi di incentivo atti a favorire comportamenti non corretti nello svolgimento di tali attività (c.d. *misselling* di prodotti finanziari).

Con particolare riguardo al risparmio gestito, la tutela dell'interesse dei sottoscrittori dei fondi comuni passa attraverso una ricognizione delle procedure, poste in essere dalle società di gestione del risparmio (Sgr), di individuazione, monitoraggio e gestione delle varie situazioni di conflitti di interessi.

Nello specifico, per la Consob sarà prioritario l'accertamento della natura dei rapporti economici tra le Sgr e le c.d. parti correlate e dei meccanismi organizzativi interni (sistema di governo societario e presidi procedurali) volti a garantire il rispetto dell'obbligo di non gravare i patrimoni gestiti da oneri "*altrimenti evitabili*" o di non escluderli dalla "*percezione di utilità ad essi spettanti*". Ciò in quanto la struttura del mercato italiano dei fondi comuni è caratterizzata da un elevato grado di integrazione verticale tra gestore e collocatore, che assume anche la veste di principale negoziatore (*broker*) e di banca depositaria. La predetta soluzione organizzativa, adottata anche in relazione alla caratterizzazione degli assetti proprietari, consente agli intermediari-gestori efficienze di costo ed economie di scala, limitando tuttavia i livelli di concorrenzialità tra i diversi attori di mercato e i potenziali benefici per gli investitori.

In un'ottica più generale gli obiettivi di tutela degli investitori potranno essere perseguiti attraverso l'adozione di un approccio di vigilanza:

- orientato all'osservazione dei comportamenti operativi ed organizzativi degli intermediari vigilati sulla base di un sistema oggettivo di analisi e valutazione;
- flessibile, per cogliere le innovazioni di processo e di prodotto e finalizzato a valutarne l'impatto sul "benessere" dei risparmiatori;
- improntato ad assicurare una progressiva "calibratura" degli *standard* di comportamento, anche mediante una regolazione trasparente ed efficace del flusso informativo da e verso gli attori del mercato;

- utile a supportare le decisioni di regolamentazione per il rispetto sostanziale dei profili di correttezza, trasparenza e diligenza, in un'ottica di economicità dell'intervento amministrativo.

In tal senso, l'azione amministrativa sarà mirata in primo luogo alla verifica dell'idoneità delle procedure interne adottate dagli operatori che consentono alla vigilanza di avere un quadro di sintesi, ma estremamente significativo e caratterizzante, della correttezza del soggetto. Le procedure, infatti, costituendo la formula attraverso la quale l'intermediario si predispone al rispetto delle regole di condotta, individuano il suo "modo d'essere", a prescindere dalla tipologia specifica dello strumento finanziario trattato.

Inoltre, la Commissione intende attuare un'intensa consultazione con i soggetti vigilati al fine di favorire l'adozione degli assetti organizzativi e procedurali più idonei a supportare l'operatività tipica nel nuovo scenario. L'Autorità potrà così rappresentare un valido ausilio, pur nel rispetto dei rispettivi ruoli e competenze, nella fase di pianificazione degli onerosi interventi strutturali che il progressivo ampliamento della competizione e il mutamento delle regole del gioco richiederanno.

L'attività di piena sensibilizzazione degli intermediari sul piano delle procedure da adottare per la prestazione dei servizi di investimento consentirà di orientare l'azione di vigilanza ad obiettivi di prioritaria utilità per il sistema e di focalizzare gli sforzi dell'industria entro un quadro di riferimento certo, garantendo un'analisi equilibrata dei costi/benefici attesi.

4. Il governo societario e l'informazione societaria

4.1 I controlli societari e l'informativa

Dall'esperienza degli ultimi anni è emersa, in Italia come in tutti gli altri principali paesi industrializzati, l'esigenza di un'evoluzione dei modelli di governo societario verso il rafforzamento delle funzioni di controllo interno e della dialettica societaria.

In generale, il problema che si pone all'interno di tutti i principali sistemi è quello di assicurare un ruolo più ampio ed efficace del risparmio diffuso all'interno della dialettica societaria.

Gli strumenti di controllo interno e l'informazione al mercato svolgono una funzione complementare nel definire modelli di governo societario adeguati alle esigenze di sviluppo delle imprese e di tutela degli investitori.

Sul piano degli assetti organizzativi delle funzioni di direzione e controllo la riforma del diritto societario ha offerto alle società quotate italiane una serie di opzioni tra diversi modelli societari. Ciò dovrebbe consentire alle società quotate una maggiore flessibilità nel definire l'articolazione delle funzioni e la combinazione dei diversi interessi, favorendo una maggiore capacità di adattamento alle diverse caratteristiche degli assetti di controllo. Per il momento, però, la facoltà di adottare modelli societari diversi da quello tradizionale è stata utilizzata solo da pochissime società quotate, confermando una scarsa propensione ad utilizzare l'autonomia statutaria, come già dimostrato nei confronti delle possibilità offerte dal Tuf di prevedere misure ulteriori, rispetto a quelle definite a livello legislativo, in materia di poteri degli azionisti di minoranza.

La progressiva estensione nell'adozione del Codice di Autodisciplina delle società quotate adottato dalla Borsa Italiana sta offrendo una maggiore trasparenza dei meccanismi di governo societario e delle modalità di attuazione da parte delle società dei principi definiti nel Codice. Ciò favorisce la possibilità per il mercato di conoscere e valutare l'adequatezza delle scelte organizzative e la "qualità" dei sistemi adottati.

Il processo di "strutturazione" delle funzioni di governo societario, attraverso l'adozione di istituti e di modalità che garantiscano la trasparenza dei meccanismi decisionali e una adeguata dialettica all'interno del consiglio di amministrazione tra le funzioni di gestione e quelle di controllo, procede con una certa lentezza: in particolare, le relazioni sul governo societario di numerose società quotate continuano a presentare informazioni insufficienti su alcuni aspetti chiave dell'articolazione dei poteri e delle responsabilità, quali l'attribuzione delle deleghe operative e la definizione dei criteri per l'identificazione delle operazioni significative e/o con parti correlate. Anche il ruolo dei comitati previsti dal codice di autodisciplina appare sottovalutato da molte società, in quanto essi non sono stati istituiti o hanno avuto una ridotta attività. Infine la funzione di controllo interno, che dovrebbe avere un ruolo fondamentale nel monitorare l'efficienza e l'affidabilità della gestione aziendale, non sempre ha avuto una organizzazione e una valorizzazione adeguata.

Una crescente importanza nel definire sistemi di governo societario efficaci e adeguati alle esigenze di tutela degli investitori è attribuita al ruolo degli amministratori indipendenti che dovrebbero svolgere un ruolo determinante nelle funzioni di controllo dell'operato dei dirigenti esecutivi. In tutti i principali paesi industrializzati, il compito degli amministratori indipendenti è stato enfatizzato dalle varie iniziative di autoregolamentazione, sul modello dei Codici di comportamento degli emittenti, mentre solo in pochi paesi è stato oggetto di interventi normativi. La materia è stata discussa in dettaglio nel rapporto della citata *Task Force* della Iosco sulle frodi internazionali.

Nella realtà italiana, in assenza di specifiche previsioni normative, con la parziale eccezione delle previsioni sul cosiddetto modello monistico, la figura e il ruolo degli amministratori indipendenti sono previste dal Codice di Autodisciplina delle società quotate. L'esperienza di applicazione del Codice mostra che, a fronte di una crescente presenza di amministratori definiti indipendenti dai consigli di amministrazione, i criteri di identificazione della natura di "indipendente" mostrano ancora forti disomogeneità e vaste aree di ambiguità.

In sede europea la Commissione ha emanato due Raccomandazioni in materia di governo societario, di remunerazione degli amministratori e di ruolo degli amministratori non esecutivi e indipendenti, nonché sui comitati che si raccomanda vengano istituiti all'interno dei consigli di amministrazione o di sorveglianza.

Le Raccomandazioni della Commissione Europea, ai sensi del Trattato, non costituiscono atti di natura vincolante. La decisione se adeguarsi o meno a dette Raccomandazioni pertiene ai singoli Stati Membri. Ciò nonostante, la Commissione Europea ha indicato un termine, il 30 giugno 2006, entro il quale gli Stati Membri sono invitati ad aderire a quanto previsto nelle raccomandazioni. Successivamente a tale data la Commissione Europea potrà valutare se sia necessario introdurre misure di natura vincolante o assumere altre iniziative.

La Commissione Europea, peraltro, ha già ritenuto di dover introdurre elementi di riforma del governo societario tramite strumenti normativi di natura vincolante. In particolare, la proposta di riforma dell'ottava Direttiva sui revisori prevede l'introduzione obbligatoria del Comitato di controllo interno (*audit committee*)

mentre la proposta di riforma della quarta Direttiva prefigura l'introduzione di norme in materia di responsabilità degli amministratori per quanto concerne i bilanci e l'informazione non finanziaria c.d. "fondamentale", nonché di regole in materia di transazioni con parti correlate e disposizioni fuori bilancio, e anche l'obbligo per le società di pubblicare una dichiarazione sulle pratiche di governo societario adottate dalla società.

L'armonizzazione dei principi contabili e l'adozione dei principi IAS

Il passaggio ai nuovi principi contabili IAS/IFRS (*International Accounting Standards /International Financial Reporting Standards*) coinvolgerà circa 8.000 imprese europee quotate e comporterà un mutamento radicale dei sistemi contabili attualmente adottati, con la finalità di armonizzarne la regolamentazione, riducendone le differenze e consentendo un più adeguato confronto in ambito comunitario. L'utilizzo dei principi contabili internazionali richiederà comunque un complesso cambiamento delle procedure e dei processi.

I problemi applicativi derivanti dall'introduzione dei principi IAS/IFRS sono molteplici a motivo soprattutto delle nuove finalità assegnate al bilancio, che diviene uno strumento informativo sulle *performance* attuali e future dell'azienda, nella cui valutazione sono inclusi anche gli utili non realizzati, quali ad esempio quelli rivenienti da tecniche di valutazione.

I principi contabili internazionali consentono l'iscrizione in bilancio anche di componenti positive e negative di reddito non realizzate, il cui esempio tipico riguarda la valutazione al "valore equo" (*fair value*). Proprio la valutazione a "*fair value*" comporterà significativi cambiamenti nella determinazione dei risultati delle imprese, il cui andamento sarà conseguentemente più strettamente correlato a quello del mercato.

La complessità degli aspetti innovativi dovuti all'introduzione delle nuove regole contabili ha trovato riflesso nell'intenso dibattito intervenuto in sede internazionale, nel cui ambito soprattutto il settore bancario aveva avanzato critiche in sede di omologazione dei principi relativi alla contabilizzazione degli strumenti finanziari. La Commissione Europea, proprio a seguito delle critiche emerse su tale tematica, ha consentito alle imprese europee di non applicare i principi più controversi.

L'uso di strumenti derivati da parte di società non finanziarie

Il mercato degli strumenti derivati ha conosciuto negli ultimi anni tassi di crescita molto elevati, sia a livello internazionale che nel nostro paese. Le famiglie e i piccoli investitori non sono direttamente coinvolti nel mercato dei derivati, se non in misura modesta, ma sempre più frequentemente negoziano strumenti strutturati, emessi da banche e assicurazioni, che implicano l'assunzione di posizioni in derivati.

Si è invece assistito ad una forte crescita della domanda diretta di derivati da parte delle imprese non finanziarie e di altri soggetti, quali gli enti locali e altri enti pubblici.

Un'indagine svolta dalla Consob ha messo in luce diversi aspetti di rilievo circa l'esposizione di questi soggetti e il comportamento delle banche italiane nell'offerta di strumenti derivati. Il crescente ricorso

all'utilizzo di strumenti derivati sembrerebbe riconducibile ad un'operatività per finalità di copertura di rischi piuttosto che di tipo speculativo.

L'operatività in derivati assume connotati differenti a seconda della qualificazione della controparte dell'intermediario; a ciò concorre sia il dettato normativo (che richiede un diverso grado di tutela a seconda che la controparte sia un investitore qualificato o meno) sia le politiche interne adottate dalle banche.

La crescita dimensionale del fenomeno dell'uso di strumenti finanziari da parte di imprese non finanziarie è indice di una generale e riconosciuta utilità di strumenti che consentano il trasferimento dei rischi a soggetti in grado di gestirli professionalmente. Tuttavia, affinché tali strumenti producano gli effetti desiderati, è necessaria una piena consapevolezza delle loro caratteristiche e dei rischi potenziali impliciti nel loro utilizzo da parte degli intermediari che li offrono e da parte degli investitori.

Tale consapevolezza è frutto sia delle regole generali adottate dal sistema (regolamentazione) sia della libera disciplina contrattuale stabilita tra le parti. Il problema è quindi trovare il giusto bilanciamento tra norme che siano in grado di tutelare efficacemente chi effettivamente ha bisogno di protezione e allo stesso tempo non vincolino troppo chi è in grado di tutelarsi autonomamente.

L'attuale sistema normativo riconosce questi principi e a tal fine differenzia, come prima ricordato, tra operatori qualificati e operatori non qualificati, riconoscendo ai primi la possibilità di una negoziazione coperta da regole più "snelle" a fronte della loro maggior capacità di auto-tutela. Peraltro, anche meccanismi di autodisciplina sono all'opera.

La nuova disciplina introdotta dalla Direttiva MiFID non si discosta da questi principi già presenti nell'attuale ordinamento comunitario e nazionale. Essa tuttavia introduce accanto agli investitori qualificati la categoria delle controparti. Per quanto attiene agli operatori qualificati la Direttiva distingue tra coloro che possono essere considerati come operatori qualificati per definizione e coloro che, in quanto rispettano determinati requisiti, possono anch'essi essere considerati come tali. È in ogni caso da rammentare che sia nella disciplina attualmente in vigore, sia nella nuova, resta ferma la possibilità del cliente dell'intermediario di richiedere l'applicazione del massimo livello di protezione assicurato dall'ordinamento, a prescindere dal fatto che egli ricada per definizione nella categoria degli operatori qualificati.

Dal lato delle imprese, una maggiore consapevolezza dei rischi degli strumenti derivati sarà indotta dall'introduzione dei nuovi *standard* contabili internazionali. Questi, infatti, costringeranno le imprese, qualora soggette a tali regole, ad una valutazione ai prezzi di mercato delle posizioni aperte e, quindi, a una più tempestiva rilevazione degli effetti economico-finanziari dell'operazione e a una esplicitazione degli obiettivi e delle procedure di gestione dei rischi connessi.

4.2 Gli assetti proprietari e di controllo

La crescente importanza dei fenomeni coalizionali

Il limitato sviluppo imprese e di meccanismo allocativo dei diritti di proprietà e di controllo delle società quotate non è stato del mercato mobiliare italiano nella duplice funzione di mercato di finanziamento del capitale di rischio delle sostanzialmente intaccato dai pur importanti mutamenti che sono intervenuti e che hanno modificato profondamente il quadro di riferimento: il processo di privatizzazione che ha avuto

nella metà degli anni '90 la fase di maggiore intensità; la riforma del quadro normativo, che ha gradualmente coinvolto tutti i principali aspetti del funzionamento dei mercati e del governo delle società; la progressiva integrazione dei mercati finanziari europei e internazionali, soprattutto grazie all'unificazione monetaria europea.

Tali fattori hanno comunque influito in maniera significativa sull'evoluzione degli assetti proprietari e di controllo dei gruppi quotati, anche se i loro effetti non sono stati sempre univoci e omogenei.

L'analisi dell'evoluzione degli assetti proprietari e di controllo negli ultimi dieci anni mostra infatti il permanere di alcuni elementi strutturali che hanno storicamente caratterizzato il "modello proprietario italiano", quali l'elevata concentrazione proprietaria e la rilevanza dell'uso della struttura di gruppo per organizzare le attività economiche. Peraltro, entrambi questi aspetti si sono progressivamente attenuati, con un aumento della quota di flottante delle società quotate, soprattutto in quelle di maggiori dimensioni, e una diminuzione della profondità e dell'articolazione dei gruppi quotati che hanno portato ad una riduzione della separazione tra proprietà e controllo realizzata attraverso catene di società quotate.

Si stanno affermando, d'altro canto, alcuni cambiamenti di natura più strutturale riguardanti soprattutto la tipologia dei soggetti proprietari, in particolare con la significativa riduzione del ruolo dello Stato e l'emergere di fenomeni coalizionali come forma di controllo delle società quotate.

Quest'ultimo fenomeno appare particolarmente rilevante in questi ultimi anni, per la concorrenza di diversi fattori: "l'eredità" del processo di privatizzazione, che ha visto, soprattutto per le società privatizzate di maggiore dimensione la cui proprietà è stata ampiamente diffusa sul mercato, un progressivo emergere di coalizioni di azionisti rilevanti; la crisi di alcuni gruppi familiari, che ha portato all'ingresso nella compagine azionaria di altri azionisti rilevanti, tra cui spesso le banche; i processi di espansione societaria attraverso acquisizioni intensamente finanziate con debito, che ha portato all'allargamento degli assetti di controllo a nuovi soci rilevanti, anche qui spesso di natura bancaria.

Al maggior coinvolgimento delle banche nel capitale delle società quotate corrisponde peraltro un parallelo sviluppo del fenomeno opposto, rappresentato dalla crescente presenza di gruppi non finanziari negli assetti proprietari delle banche e, sempre più spesso, nelle coalizioni che le controllano. L'interazione di queste tendenze determina l'emergere di fenomeni di intreccio tra banche e imprese da cui derivano opportunità ma anche rischi. Sono infatti evidenti i rischi derivanti dall'introduzione di elementi di potenziale fragilità sistemica, derivanti dall'accresciuta interdipendenza tra fornitori e prenditori di capitali, e dall'enfatizzazione delle situazioni di conflitti di interessi, che possono influenzare negativamente i meccanismi di allocazione delle risorse finanziarie.

Il minor ruolo svolto dai gruppi piramidali e il maggiore peso delle coalizioni negli assetti di controllo delle società quotate italiane potrebbero indurre a una maggiore instabilità del controllo e quindi potenzialmente a una maggiore contendibilità.

Tuttavia, la formazione di coalizioni, soprattutto informali, ma anche formalizzate in un patto, pone rilevanti problemi di trasparenza: innanzitutto le coalizioni presentano una strutturale opacità sia rispetto ai loro meccanismi di governo societario sia, soprattutto, rispetto ai processi decisionali; inoltre non sempre è agevole assicurare una adeguata informazione al mercato sulla formazione e sull'evoluzione della composizione delle coalizioni, eventi che il mercato sconta in modo rilevante (in genere con un significativo

effetto negativo sul valore di mercato delle azioni all'annuncio della formazione/rinnovo del patto e uno positivo all'annuncio di scioglimento).

La trasparenza dei patti parasociali

La disciplina introdotta in Italia dal Testo Unico della Finanza in materia di pattuizioni parasociali relative a società quotate è in realtà una normativa molto avanzata tenendo conto che quasi nessun paese europeo o al di fuori dell'UE prevede un regime di pubblicità così dettagliato. In particolare, all'estero le norme relative alla pubblicità dei patti hanno per lo più riguardo al fenomeno come strumento per realizzare un'azione di concerto e sono strettamente connesse alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto. In Italia, invece, si prevede:

- la pubblicità del contenuto di tutti i patti parasociali relativi alle quotate e alle loro controllanti (non solo patti di voto, ma anche di mera consultazione, di blocco, di covendita ecc.) a prescindere dalla percentuale di strumenti finanziari vincolati;
- la decorrenza dei termini per la comunicazione alla Consob e al pubblico dalla mera stipula del patto a prescindere dall'efficacia dello stesso, anticipando la pubblicità di patti che, ad esempio, produrranno i loro effetti solo al verificarsi di determinati eventi (acquisti di azioni, fusioni ecc.);
- la previsione di specifici obblighi informativi per ogni variazione del patto, sia con riguardo al contenuto dello stesso sia con riguardo ai soggetti aderenti e agli strumenti finanziari vincolati.

Accanto al regime di pubblicità dei patti, che consente agli investitori di conoscere l'effettiva contendibilità delle società quotate, è prevista, inoltre, una disciplina che stabilisce un limite massimo alla durata degli accordi parasociali che, insieme alla previsione di un diritto di recesso in caso di promozione di un'offerta pubblica di acquisto, cerca di contemperare l'interesse degli azionisti imprenditori ad organizzarsi in maggioranze stabili con l'esigenza di evitare la cristallizzazione di posizioni di potere nella mani di soci che individualmente non detengono la maggioranza del capitale.

La rilevanza che il fenomeno delle coalizioni sta assumendo come strumento di controllo delle società quotate, anche in contesti dinamici dove più coalizioni si contendono il controllo di una società, enfatizza le esigenze di trasparenza da parte del mercato che si riflettono in una richiesta di maggiore completezza e tempestività informativa.

I tempi per la diffusione al pubblico delle informazioni (cinque giorni per la comunicazione del patto alla Consob; dieci giorni per la pubblicazione di un estratto dello stesso sulla stampa quotidiana e quindici giorni per il deposito presso il registro delle imprese) possono rivelarsi eccessivamente lunghi, soprattutto in situazioni in cui gli assetti proprietari sono in continua evoluzione. Al riguardo, la Consob, con riferimento a società oggetto di particolare attenzione dal mercato, ha più volte richiesto, in via di "persuasione morale" (*moral suasion*), agli aderenti ai patti di anticipare la pubblicazione dell'estratto rispetto al termine massimo previsto dalla legge.

Nell'ambito del recepimento in Europa della Direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti quotati (c.d. Direttiva *Transparency*), che disciplina tra l'altro l'informazione in materia di assetti proprietari, si potrebbe prevedere una riduzione del termine per l'informativa al mercato sui patti di sindacato,

allineandolo a quello previsto per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti, pari a 5 giorni di mercato aperto, considerata la forte complementarità delle due tipologie di informazioni. Inoltre, al fine di favorire l'accessibilità degli investitori al contenuto integrale del patto di sindacato, si potrebbero prevedere forme di pubblicità ulteriori rispetto al deposito presso il registro delle imprese.

Un'area particolarmente critica con riferimento alla trasparenza dei patti parasociali riguarda l'eventuale esistenza di patti occulti, per la cui individuazione i poteri attualmente attribuiti alla Consob appaiono insufficienti. Per dimostrare l'esistenza di patti non scritti e non dichiarati occorre, infatti, disporre di penetranti poteri di accertamento per poter acquisire tutti quegli indizi gravi, precisi e concordanti che servono per desumere l'esistenza di un patto in mancanza di dirette prove documentali.

Attualmente la Consob nei confronti degli aderenti a patti di cui all'art. 122 Tuf, come del resto nei confronti degli azionisti rilevanti ai sensi dell'art. 120 Tuf, dispone esclusivamente del potere di richiedere informazioni e documenti e di assumere notizie mediante audizioni. Non sono previsti poteri ispettivi a meno che gli aderenti al patto parasociale o i presunti aderenti ad un patto occulto non siano anche emittenti quotati.

Ove la Consob disponesse di più incisivi poteri di indagine, analoghi a quelli previsti dalla Direttiva sugli abusi di mercato, la sussistenza di patti occulti potrebbe essere meglio perseguita.

Oltre all'esistenza e ai contenuti degli accordi che costituiscono i patti parasociali, che rientrano negli obblighi informativi relativi alla pubblicazione dell'estratto e del patto e i poteri di indagine sull'eventuale esistenza di patti occulti sopra menzionati, ulteriori esigenze di trasparenza si pongono in merito al ruolo che i patti di sindacato svolgono negli assetti di controllo della società. Attualmente la Consob può chiedere informazioni agli aderenti a patti ai sensi dell'art. 115 Tuf, ma non può richiedere la diffusione delle stesse al pubblico. Sarebbe quindi opportuno, come attualmente previsto dal disegno di legge sul risparmio, che la Consob potesse richiedere agli aderenti a patti parasociali di dare direttamente informazioni al mercato, in presenza di determinati eventi, riguardanti ad esempio decisioni assunte dallo stesso patto, particolarmente rilevanti per la vita della società.

La vigilanza in materia di opa obbligatoria

L'introduzione da parte del Testo Unico della Finanza del superamento della soglia fissa del 30 per cento come presupposto per l'applicabilità della disciplina dell'opa obbligatoria aveva l'obiettivo di ridurre i margini di interpretazione sulla sussistenza di tale presupposto, fornendo al mercato un elemento stabile di valutazione in merito agli effetti sugli azionisti dell'evoluzione degli assetti di controllo di una società quotata.

Tuttavia, l'uso sempre più frequente di veicoli societari e di altre forme coalizionali per l'acquisizione di partecipazioni rilevanti nelle società quotate comporta nuovi elementi di complessità nell'attività di vigilanza sull'opa obbligatoria.

In particolare, come previsto in via regolamentare dalla Consob, in presenza di partecipazioni superiori alla soglia del 30 per cento possedute da veicoli societari non quotati, l'obbligo di opa può derivare anche dall'acquisizione del controllo di tale veicolo. Da ciò deriva l'esigenza di monitorare l'evoluzione

degli assetti di controllo di società veicolo, attività complessa soprattutto in presenza di articolate catene partecipative e di organizzazioni non societarie di diritto estero (*trust*, fondazioni di diritto estero) o dell'uso strumentale di fondi di diritto estero.

Anche il diffondersi di patti parasociali sempre più articolati nel controllo delle società quotate ha contribuito a rendere più difficile l'attività di vigilanza sulla disciplina dell'opa obbligatoria. Infatti, in presenza di patti che vincolano partecipazioni superiori alle soglie rilevanti, vi potrebbero essere modifiche sostanziali nella composizione del patto, tali da influire sugli assetti di controllo della quotata, senza che la partecipazione complessivamente vincolata subisca modificazioni. Per questo la Consob è più volte intervenuta in via interpretativa, con specifiche comunicazioni, per estendere l'ambito di applicabilità dell'opa obbligatoria ad alcune di tali situazioni.

D'altra parte, ulteriori elementi di complessità nell'applicazione del principio dell'obbligatorietà dell'opa si presentano nelle situazioni, di natura opposta a quelle prima indicate, nelle quali il mero superamento della soglia porterebbe ad una applicazione della disciplina dell'opa obbligatoria non conforme alla *ratio* della stessa. Il Testo Unico della Finanza ha infatti previsto alcuni casi di esenzione, delegando la Consob ad individuarne gli specifici presupposti.

Tale disciplina - a differenza di quella francese e di quella inglese che attribuiscono all'Autorità di vigilanza del mercato il potere di valutare caso per caso la concessione di un'esenzione in presenza di determinate fattispecie - non attribuisce alla Consob il potere discrezionale di concedere le esenzioni. Infatti, queste ultime si applicano una volta che si siano verificati i presupposti individuati dalla stessa Consob con regolamento.

Anche la Direttiva europea sull'opa recentemente approvata prevede che gli Stati Membri, in sede di recepimento, possano introdurre deroghe all'applicazione delle norme della stessa o inserendo tali deroghe nelle norme nazionali, tenendo conto di circostanze di carattere generale, ovvero attribuendo alle Autorità di vigilanza la facoltà di derogare con riguardo alle situazioni specifiche.

In fase di recepimento della Direttiva sarà opportuno prevedere la normazione più idonea ad evitare abili elusioni. In altre materie, quali quelle relative al prezzo, il recepimento della Direttiva comporterà innovazioni rispetto al sistema vigente, mentre un'attenta valutazione dovrà essere operata da tutte le parti interessate per decidere se, e come, esercitare le opzioni consentite per quanto attiene alle misure difensive e all'uso della clausola di reciprocità.

4.3 Le priorità dell'attività della Consob sugli emittenti

Le crisi societarie che hanno coinvolto il mercato italiano nel corso del 2003 hanno fatto emergere, per il loro impatto significativo, la necessità di rafforzamento degli strumenti preventivi di rilevazione di possibili difficoltà finanziarie delle imprese quotate. La Consob ha reagito anche intensificando l'attività di vigilanza, che ha portato all'impugnazione del bilancio di talune società.

Parallelamente è stata attivata una intensa e proficua collaborazione con l'Autorità Giudiziaria ogni qualvolta sono state rilevate ipotesi di falsità di dati contabili.

Nel corso del 2004 l'attività di vigilanza è stata condotta dalla Consob effettuando ripetuti interventi nei confronti di quelle società che presentavano situazioni di potenziale rischio per la continuità aziendale. Queste hanno riguardato – oltre alle società calcistiche per le quali il permanere tra l'altro di difficoltà di natura finanziaria ha indotto la Consob a ripetuti interventi nell'ambito dei controlli sulla trasparenza dell'informazione finanziaria resa al mercato – anche emittenti caratterizzati da operazioni di riassetto societario, che sono stati assoggettati a obblighi di aggiornamento mensile sulla situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria.

All'aggiornamento mensile al mercato circa l'evoluzione della situazione societaria e del gruppo di appartenenza vengono assoggettati emittenti quotati che versano in un conclamato stato di crisi aziendale. L'impossibilità ad esprimere un giudizio sulla continuità aziendale da parte delle società di revisione o una situazione di deficit patrimoniale costituiscono i presupposti per l'accesso ad una specifica lista, i cui appartenenti sono sottoposti ad una costante attività di controllo da parte della Consob.

Nel corso del 2004, la Consob ha inoltre selezionato un ulteriore gruppo di emittenti quotati che presentavano una situazione economico-finanziaria tale da suggerire un'analisi particolarmente approfondita della documentazione societaria, soprattutto laddove vi fosse stato un significativo ricorso ai mercati finanziari per il collocamento di obbligazioni o titoli simili. Su tali società è stato ritenuto opportuno acquisire dagli organi sociali e dai revisori ulteriori elementi per comprendere la portata di tali profili di criticità emersi nell'analisi dell'informativa resa al mercato. A seguito degli approfondimenti effettuati, la Consob ha valutato di richiedere alle stesse società di fornire al mercato integrazioni e chiarimenti nella documentazione contabile anche in via di predisposizione.

Coerentemente con le linee di sviluppo strategiche dell'attività di vigilanza delineate per il 2004, che evidenziavano l'importanza di creare tutte le condizioni necessarie per un miglioramento complessivo della qualità dell'attività di revisione, sono stati effettuati i primi controlli presso alcune società di revisione mirati a verificare le modalità operative in essere all'interno di tali realtà, proprio per garantire un adeguato livello di qualità dell'attività svolta. In particolare, è stato oggetto di verifica il sistema procedurale esistente presso tali soggetti, quale strumento per la gestione di fenomeni delicati come quello dell'accettazione e del mantenimento della clientela, quello dell'assegnazione degli incarichi di revisione a personale con adeguata preparazione, nonché quello della direzione, della supervisione e del riesame dei lavori. Di particolare utilità ed interesse a fini di vigilanza è risultato essere l'analisi dell'adeguatezza e dell'efficacia operativa delle procedure di verifica di alcuni lavori di revisione scelti a campione.

È proseguita l'attività di acquisizione di dati gestionali delle società di revisione – afferenti sia il portafoglio clienti sia alcuni aspetti organizzativi – che potranno costituire nel tempo una fonte utile per la programmazione e lo svolgimento di controlli sistematici sulle società di revisione.

Dall'esperienza degli ultimi anni è emersa, in Italia come in altri paesi, l'esigenza di un'evoluzione dei modelli di vigilanza tenendo conto dell'aumento contestuale della numerosità dei soggetti vigilati, della complessità delle operazioni societarie, del cambiamento dei principi contabili. Non a caso nei principi emanati dal Cesr nel 2003 e nell'aprile 2004 si fa esplicito riferimento alle modalità atte a garantire il rispetto delle norme relative all'informazione finanziaria, quale elemento essenziale per il perseguimento di adeguati *standard* di efficienza del mercato. In particolare, tra le modalità di vigilanza sui soggetti emittenti,

l'applicazione di un approccio basato essenzialmente su parametri di rischio e su criteri di rotazione dovrebbe consentire il perseguimento di idonei risultati, soprattutto a livello di vigilanza preventiva.

La Consob procederà ad un affinamento del modello di vigilanza attualmente seguito, fondamentalmente già basato su parametri di rischio, al fine di ricondurlo alle linee armonizzate dei principi stabiliti dal Cesr.

L'acquisizione delle informazioni dovrebbe avvenire sia attraverso la valorizzazione dell'informativa periodica prodotta dalle società, opportunamente riclassificata, sia attraverso l'attività di quei soggetti ai quali è attribuito il compito di verificare la solidità dei sistemi di controllo e gestione, nonché di quelli ai quali è assegnata la responsabilità di emettere un giudizio sulla correttezza e sulla completezza dell'informativa contabile.

LE RIFORME DEL QUADRO NORMATIVO E IL RUOLO DELLA CONSOB

5. La riforma del risparmio e il recepimento delle Direttive europee

La riforma del risparmio

Il disegno di legge unificato per la tutela del risparmio, recentemente approvato dalla Camera dei Deputati ed approdato all'esame dell'altro ramo del Parlamento, costituisce il punto di sintesi e di arrivo di un ampio dibattito, non solo parlamentare, che ha preso avvio agli inizi del 2004 con l'indagine conoscitiva delle Commissioni riunite di Camera e Senato sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio. Esso traduce in norme legislative una grande parte delle conclusioni dell'indagine e realizza alcune ipotesi di intervento normativo intensamente caldeggiate dalla stessa Consob.

La nuova disciplina, di cui si auspica la più pronta definizione, intende corrispondere alle istanze di rafforzamento della fiducia dei risparmiatori e dei mercati finanziari e individua forme di intervento nei settori che maggiormente hanno evidenziato carenze o inadeguatezze.

Nel campo del diritto societario sono da valutarsi positivamente le modifiche legislative intese a rafforzare i controlli interni sulla gestione delle imprese e la sorveglianza sulla corretta rappresentazione della loro situazione finanziaria. Le nuove norme puntano, in particolare, a valorizzare il ruolo delle minoranze, prevedendo una loro rappresentanza nel consiglio di amministrazione e nell'organo di controllo; è disposto inoltre l'ampliamento delle competenze e dei poteri degli organi di controllo, introducendo forme di pubblicità e limiti al cumulo degli incarichi in società che fanno ricorso al capitale di rischio. Una specifica responsabilità personale è prevista a carico dei dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili per l'incompletezza ovvero la falsità dei documenti prodotti o utilizzati per predisporre il bilancio e per il caso di scorretta tenuta delle scritture contabili.

Di rilievo risultano anche le modifiche apportate alla disciplina della revisione contabile e, in particolare, quelle volte a limitare i conflitti di interessi. Le nuove norme in materia di incompatibilità dettano misure che incidono sia sulle società di revisione e sui soggetti a queste collegati, sia sulle persone fisiche in esse operanti. Interventi emendativi sul settore della revisione potrebbero prevedere l'introduzione di poteri della Consob di natura cautelare e concentrare i controlli della Consob sui soggetti di maggior rilievo.

Le vicende Cirio e Parmalat, impennate su una articolazione multinazionale dei gruppi e sull'utilizzo di veicoli esteri, hanno altresì indotto il legislatore ad introdurre norme finalizzate a garantire la trasparenza delle società estere situate nei c.d. "paradisi legali", laddove queste siano collegabili ad una società nazionale che ricorre al capitale di rischio ovvero al suo gruppo. L'esercizio dei nuovi poteri potrebbe però risultare particolarmente impegnativo nel caso di società non quotate né diffuse tra il pubblico o non legate a tali società da rapporti di controllo.

Ricollegabili alle crisi societarie sono anche le disposizioni in materia di circolazione presso il pubblico di strumenti finanziari collocati presso investitori professionali; con esse si estendono limiti previsti dall'art. 2412 del codice civile alle garanzie assunte da emittenti italiani per obbligazioni emesse da altre società, anche estere, e si impongono obblighi di informazione, oltre che la garanzia di solvenza per un anno,

nel caso in cui tali strumenti finanziari vengano successivamente diffusi presso il pubblico. Tali disposizioni andrebbero anche coordinate con le norme contenute in materia nel d.lgs. n. 310/04 di modificazione ed integrazione della disciplina di riforma del diritto societario.

Un intero titolo del disegno di legge è dedicato al rafforzamento dei presidi in materia di conflitti di interessi. Oltre a disposizioni volte a rendere più vincolante la disciplina dei conflitti nei rapporti tra banche ed imprese, è stata prevista una delega al Governo per l'emanazione di norme sui conflitti di interessi nelle gestioni individuali e collettive nonché nella gestione di prodotti assicurativi e di previdenza complementare, con attribuzione alla Consob di poteri di vigilanza, anche regolamentare, e sanzionatori. Tale disposizione, apprezzabile nelle sue finalità, suscita tuttavia qualche perplessità se comparata a quanto previsto in sede europea dalle Direttive di settore.

La disposizione relativa all'ammissione alla quotazione di titoli emessi dalle società di gestione dei mercati regolamentati consente di superare gli ostacoli legislativi al perseguimento, da parte di tali società, di strategie di crescita e di governo societario basate sull'apertura del capitale al risparmio diffuso. Non trascurabili difficoltà applicative potrebbe comportare invece la norma secondo cui la società di gestione comunica alla Consob ogni decisione di ammissione, sospensione o esclusione dalle negoziazioni di strumenti finanziari. Infatti, risulterebbe estremamente difficile per la Consob, successivamente alla complessa istruttoria svolta dalla società di gestione, valutare nel termine previsto di cinque giorni l'eventuale contrarietà alle finalità di legge. In forza della vigente disciplina, la Consob può comunque, in caso di necessità e urgenza, adottare in materia i provvedimenti necessari, anche di natura sostitutiva.

La disciplina di riforma interviene sulla ripartizione delle competenze delle Autorità di vigilanza sui diversi settori del mercato finanziario, con notevole impatto sulle funzioni istituzionali della Consob. Il modello di riorganizzazione dei controlli per finalità perseguito dal disegno di legge rafforza il ruolo della Consob quale Autorità competente in materia di trasparenza delle informazioni e di correttezza dei comportamenti nei confronti di tutti i comparti del mercato finanziario.

In tal senso, sono estremamente positivi quegli interventi che hanno rimosso talune carenze del Tuf, in molteplici occasioni e sedi istituzionali lamentate, che attualmente non attribuiscono alla Consob la vigilanza di trasparenza e correttezza su taluni prodotti bancari e assicurativi aventi connotazione prettamente finanziaria.

È da osservare peraltro che la riforma proposta non porta ancora a compimento il modello di vigilanza per finalità introdotto dal Tuf: le competenze in materia di ripartizione dei rischi e di regolamento di gestione degli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) non sono attribuite alla Consob, benché attinenti a profili di trasparenza e correttezza.

Al contrario, l'ambito delle attribuzioni della Consob, in qualche caso, viene esteso a settori non strettamente coerenti con il suo ruolo (prodotti bancari puri e assicurativi puri).

Il disegno di legge sul risparmio integra e rafforza il potere della Consob di richiedere la diffusione al pubblico di informazioni, estendendolo ai componenti gli organi di amministrazione e di controllo e ai dirigenti di società quotate e delle controllanti, nonché agli azionisti rilevanti e agli aderenti ad un patto parasociale. Qualche limitata estensione è riscontrabile anche con riguardo ai poteri di richiesta e di ispezione esercitabili nei confronti degli emittenti ai sensi dell'art. 115 del Tuf. In relazione alla circostanza