

essere rese pubbliche a condizioni commerciali ragionevoli e in modo da essere facilmente accessibili; definisce tempi e canali di pubblicazione; prevede la facoltà per le società di gestione di dare accesso, a condizioni commerciali ragionevoli e in modo non discriminatorio, ai dispositivi utilizzati per divulgare le informazioni ai soggetti tenuti a rispettare gli obblighi di trasparenza. La Consob ha poi emanato una comunicazione che recepisce le indicazioni di livello 3 del Cesr sugli standard qualitativi e tecnici dei dati e delle modalità di pubblicazione⁽²⁹⁾.

1.3. L'attuazione della legge sul risparmio

La riforma del risparmio ha avuto una gestazione lunga e complessa che ha impegnato il legislatore per quasi due anni. All'intervento legislativo varato nel 2005 (legge 28 dicembre 2005, n. 262) ha fatto seguito, con il decreto legislativo 29 dicembre 2006, n. 303, un intervento di coordinamento della disciplina con il Testo Unico Bancario, il Testo Unico della Finanza e altre leggi speciali, oltre che di integrazione e modifica su alcuni temi specifici (piani di *stock option*, adesione a codici di comportamento, disciplina della circolazione dei prodotti finanziari originariamente offerti agli investitori professionali).

Gli interventi di adeguamento e coordinamento sono stati finalizzati, in alcuni casi, ad assicurare compatibilità tra la normativa nazionale e quella comunitaria, ovvero, in altri casi, a restituire coerenza al sistema rispetto ai principi fondanti della riforma del 2005, con riferimento, in particolare, a quello della ripartizione per finalità delle competenze delle Autorità di vigilanza.

Nella generalità dei casi l'attuazione delle norme di legge è stata demandata direttamente alla potestà regolamentare della Consob, che è stata quindi chiamata, nel corso del 2007, a un gravoso impegno su numerose aree tematiche, tra le quali spiccano quelle relative al collocamento di prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni, alla disciplina della revisione contabile e della *governance* degli emittenti quotati. La complessità dei compiti attribuiti alla Consob è stata amplificata dal fatto che la normativa primaria, soprattutto in materia di governo societario e di controlli interni agli emittenti quotati, è intervenuta su aspetti di dettaglio, fissando principi che spesso non hanno riscontro negli altri ordinamenti dei paesi comunitari.

In materia di collocamento e sottoscrizione di prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni il principale intervento ha riguardato l'armonizzazione della disciplina sulle regole di condotta nella fase della "distribuzione" alle regole dettate dalla MiFID per la prestazione di attività e servizi di investimento.

La nuova disciplina riguarda le banche, le Sim e i relativi promotori finanziari in qualità di "distributori di prodotti di terzi" (cioè di compagnie di assicurazione)⁽³⁰⁾ e le compagnie di assicurazione stesse per la fase della "vendita diretta" dei propri prodotti

(attraverso le cosiddette “agenzie in economia”), mentre rimane escluso dall’ambito di applicazione della disciplina il collocamento attraverso *broker* e agenti assicurativi. Alle imprese di assicurazione si applicano anche le norme sull’adeguatezza delle procedure per la corretta e trasparente prestazione del servizio di distribuzione previste per gli altri soggetti abilitati.

Numerosi e articolati sono stati gli interventi operati dal legislatore sulla disciplina della revisione contabile, finalizzati a neutralizzare i conflitti di interesse e a rafforzare i controlli di qualità. In tale ambito alla Consob è stato attribuito un ampio potere di dettare norme di attuazione, che investe la pressoché totalità delle materie attinenti alla revisione: disciplina del conferimento e della revoca degli incarichi; individuazione dei criteri per la determinazione dei corrispettivi dell’incarico; disciplina dell’indipendenza dei revisori; disciplina della revisione contabile delle società controllanti le società quotate e delle società sottoposte con queste a comune controllo; disciplina delle situazioni di incompatibilità.

Per ciò che riguarda l’incompatibilità, che assume particolare delicatezza ai fini della prevenzione dei conflitti di interesse, in sede di emanazione della disciplina regolamentare la Consob ha tenuto conto dei più recenti orientamenti europei⁽³¹⁾ stabilendo sia divieti sia meccanismi di informazione reciproca tra società di revisione e società sottoposta alla revisione.

In materia di disciplina degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate, la riforma del risparmio ha affidato alla Consob il compito di dare attuazione a principi fortemente innovativi, ampliandone significativamente i poteri e i doveri di vigilanza. In particolare, la Consob ha dettato la disciplina sulle modalità di elezione dei rappresentanti delle minoranze azionarie negli organi di amministrazione e controllo, sul limite al cumulo di incarichi per i membri degli organi di controllo, sulla trasparenza sui piani di remunerazione basati su strumenti finanziari e sulla trasparenza sull’adesione degli emittenti a codici di comportamento in materia di governo societario.

Con riferimento all’elezione dei rappresentanti delle minoranze negli organi sociali, la Consob si è posta come obiettivo quello di disegnare un sistema regolamentare che tenesse conto della dimensione e delle struttura proprietaria delle società al fine di calibrare le condizioni di esercizio dei diritti delle minoranze alle reali opportunità ed esigenze che si determinano nelle diverse situazioni.

La definizione della disciplina sui limiti al cumulo degli incarichi ha rappresentato un intervento particolarmente delicato e complesso. Le nuove disposizioni del Testo unico della finanza stabiliscono infatti che tali limiti devono essere determinati avendo riguardo all’onerosità e alla complessità di ciascun tipo di incarico, anche in rapporto alla dimensione delle società, al numero e alla dimensione delle imprese incluse nel perimetro di consolidamento, nonché all’estensione e all’articolazione della sua struttura organizzativa.

Le norme regolamentari definite dalla Consob prevedono un'adeguata disponibilità in termini temporali per l'espletamento dell'incarico da parte dei componenti degli organi di controllo, tenendo conto dell'impegno richiesto anche da altri incarichi di amministrazione e controllo in società, anche non quotate.

La soluzione prescelta è stata di individuare un modello che tenesse conto delle possibili combinazioni tra diverse tipologie di incarico (sindaco, amministratore, etc.). Tale soluzione è apparsa più aderente alla *ratio* della norma, tenendo conto dell'onerosità e complessità di ciascun tipo di incarico per ciascuna categoria di società, e maggiormente equa rispetto a una soluzione basata esclusivamente sulla determinazione di un numero fisso di incarichi di amministrazione e controllo per ciascuna categoria di società.

Altra area rilevante, su cui la riforma del risparmio ha aperto spazi per interventi di trasparenza e di vigilanza, riguarda i piani di compenso basati su azioni o altri strumenti finanziari. L'introduzione dell'obbligo dell'approvazione assembleare per l'adozione di tali piani e la previsione di dettagliati obblighi di trasparenza sulle loro motivazioni e caratteristiche trovano fondamento nell'opportunità di prevedere forme di tutela degli azionisti nei confronti di possibili patologie.

L'esperienza ha mostrato come tali forme di remunerazione possano, da un lato, consentire fenomeni di espropriazione di risorse della società, dall'altro, costituire incentivo per effettuare politiche gestionali non favorevoli agli interessi degli azionisti ovvero abusi riguardo all'informazione societaria e all'integrità dei mercati finanziari.

Le scelte regolamentari effettuate dalla Consob attribuiscono importanza centrale alla consapevolezza dei soci, che decidono tramite la delibera assembleare, e alla presenza di adeguate informazioni da diffondere al pubblico in tutte le fasi su cui può articolarsi la concreta determinazione delle condizioni dei piani e la loro attuazione.

L'esigenza di rafforzare la trasparenza sui sistemi di governo societario delle società quotate, valorizzando la complementarità tra forme di autoregolamentazione e vigilanza pubblica, è alla base delle nuove norme introdotte dalla riforma del risparmio sulla trasparenza in merito all'adesione degli emittenti quotati a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori, secondo modalità e termini stabiliti con regolamento dalla Consob.

Nel disciplinare l'informazione relativa all'adesione ai codici di comportamento e all'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, la Consob ha inteso privilegiare l'esigenza di confrontabilità delle relazioni sull'adesione ai codici di comportamento pubblicate dagli emittenti, assicurando margini di flessibilità nell'elaborazione dei criteri per la loro compilazione che resta demandata al soggetto che promuove il codice.

Altri interventi regolamentari in materia di informazione societaria attengono: alla definizione delle modalità e dei termini per il controllo periodico delle informazioni comunicate al pubblico dagli emittenti quotati (in tal modo viene richiesto all'Istituto di

dare trasparenza ai criteri che presiedono alla propria attività di vigilanza); al rafforzamento della disciplina di trasparenza per le operazioni di fusione per incorporazione in una società quotata di una società non quotata i cui attivi siano significativamente superiori a quelli della quotata; alla definizione del contenuto dell'attestazione che il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili deve rilasciare circa l'applicazione delle procedure per la formazione del bilancio di esercizio e la corrispondenza dei documenti contabili ai libri e alle scritture contabili.

Inoltre, sono stati individuati i criteri di trasparenza contabile, di adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema di controlli interni che società estere extraeuropee devono rispettare affinché le azioni della società controllante possano essere quotate in Italia. Si tratta di requisiti essenziali per evitare che la società estera possa essere utilizzata quale veicolo per operazioni non trasparenti e potenzialmente lesive degli interessi degli azionisti, dei creditori e del mercato.

Sono state, inoltre, delineate le condizioni che inibiscono la quotazione di emittenti sottoposti alla direzione e al coordinamento di un'altra società. Sulla base dell'esperienza maturata, le problematiche connesse alla quotazione di siffatti emittenti sono da ricondurre essenzialmente alla possibile mancanza di autonomia sia commerciale e finanziaria, sia degli organi di gestione e di controllo della società quotanda.

Relativamente alle "società finanziarie", considerate le diverse configurazioni che in concreto può assumere la loro attività, dalle *holdings* di partecipazioni fino alle sempre più diffuse tecniche di investimento e gestione di portafogli azionari (ad esempio strategie di *private equity* o di *venture capital*), la Consob ha ritenuto di adottare una regolamentazione per principi piuttosto che prevedere stringenti e dettagliati requisiti, ritenendo elemento chiave della nuova disciplina l'individuazione di criteri di trasparenza circa le modalità di gestione degli investimenti, con particolare riferimento alla diversificazione del rischio.

2. L'evoluzione del quadro economico e finanziario

2.1. Lo scenario macro-economico e l'impatto della crisi dei *subprime*

La crisi innescata dai mutui *subprime* ha reso incerte le prospettive di crescita nei principali paesi industrializzati. Per l'area dell'euro, e ancora più per l'Italia, è prevista una forte decelerazione della crescita nel 2008, mentre negli Usa crescono i timori di una vera e propria recessione.

Le preoccupazioni per l'evoluzione sfavorevole del quadro congiunturale e il perdurare di tensioni sui mercati finanziari hanno spinto la Fed e la Banca Centrale Europea ad atteggiamenti molto prudenti, nonostante aumentino i segnali di pressioni inflazionistiche. Le massicce iniezioni di liquidità e l'atteggiamento tendenzialmente

accomodante delle banche centrali hanno comunque contribuito ad attenuare gli effetti della crisi dei sui mercati monetari.

L'accentuarsi delle flessioni sui mercati azionari nei primi mesi del 2008 e l'acuirsi dei timori sulla situazione di liquidità e solvibilità di alcune banche di investimento hanno alimentato le preoccupazioni circa i costi complessivi e l'impatto di lungo periodo della crisi. Si sono ravvivate le tensioni sui mercati interbancari e su quelli dei contratti per la protezione sul rischio di credito.

Ulteriori aumenti dei tassi sul mercato monetario potrebbero ripercuotersi sul costo dei mutui e dei prestiti al settore privato indicizzati ai tassi a breve termine (cosiddetto effetto *pass through*), creando un effetto di retroazione che potrebbe esacerbare gli effetti della crisi dei *subprime* e incidere negativamente sui bilanci delle famiglie e sul livello dei consumi. D'altro canto, le banche sperimentano un significativo aumento del costo della provvista sul fronte della raccolta interbancaria e obbligazionaria e una minore capacità di ricorrere a operazioni di cartolarizzazione. Ciò potrebbe ripercuotersi negativamente sia sul costo che sulla quantità di credito disponibile per le famiglie e il settore delle imprese.

Le indagini condotte dalla Banca Centrale Europea e dalle banche centrali dell'area dell'euro segnalano un aumento della quota delle banche che ha reso più restrittivi i criteri per la concessione dei crediti alle imprese e alle famiglie. Segnali analoghi provengono dalle indagini promosse dalla Fed e dalla Banca d'Inghilterra.

La dinamica del valore degli immobili rappresenta un altro fattore di rischio di rilievo collegato agli sviluppi della crisi dei *subprime*. Nel terzo trimestre 2007 i prezzi delle abitazioni negli Usa si sono ridotti di quasi il 5% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, mentre in Europa si registrano tassi di crescita positivi anche se molto più contenuti (soprattutto in Italia) rispetto a fine 2006. È quindi prevedibile che gli sviluppi della crisi dei *subprime* saranno più gravi negli Usa mentre in Europa l'impatto della crisi sui bilanci delle famiglie potrebbe essere più contenuto, anche per l'elevata incidenza dei mutui a tasso fisso in diversi paesi dell'area euro. In Italia, invece, le stime dei principali centri di ricerca indicano in oltre 3 milioni le famiglie con mutui a tasso variabile e in circa 2 miliardi di euro la spesa aggiuntiva per interessi; un ulteriore irrigidimento delle condizioni sui mercati monetari potrebbe quindi avere significativi effetti negativi sulla spesa per consumi e sul tasso di crescita del nostro paese.

Oltre ai timori di una stretta creditizia e di una flessione nel valore degli immobili, l'elevato livello del prezzo del petrolio e delle materie prime rappresenta un terzo importante fattore di rischio per la crescita economica. Esso potrebbe generare pressioni inflazionistiche tali da indurre le banche centrali ad assumere atteggiamenti meno accomodanti e da imprimere una decisa spinta al rialzo dei tassi d'interesse. In questo scenario vi sarebbero inevitabilmente ulteriori flessioni dei corsi azionari e un peggioramento delle prospettive di redditività delle imprese.

Le attese degli analisti sulla crescita degli utili delle principali società quotate rimangono tuttavia positive e non sembrano scontare scenari negativi di particolare gravità. Con riferimento specifico alle società quotate italiane, le previsioni sui tassi di crescita degli utili su 12 mesi premiano il settore petrolifero e quello delle *public utilities*, scontando probabilmente la forte rigidità della domanda interna e i ritardi nell'avvio del processo di liberalizzazione del settore dell'energia; per il settore manifatturiero l'incremento dei costi di produzione si riflette in una maggiore dispersione delle attese sul tasso di crescita degli utili.

2.2. Le prospettive per i mercati finanziari

Le tensioni legate alla crisi dei *subprime* hanno portato a forti correzioni sui mercati azionari che si sono in parte attenuate nella seconda metà di novembre; a fine dicembre sia il mercato nordamericano che i principali mercati europei si sono riportati su valori superiori a quelli rilevati all'inizio dell'anno; il mercato italiano ha invece segnato una flessione dell'8% circa. Ulteriori correzioni al ribasso di significativa entità si sono registrate nel primo trimestre del 2008.

I fattori di rischio prima evidenziati (aumento del prezzo del petrolio, rallentamento del mercato immobiliare e timori di restrizioni nell'offerta del credito) rappresentano le determinanti fondamentali della debolezza dei mercati azionari. Per il settore finanziario pesano ancora le incertezze sull'entità delle svalutazioni sul portafoglio dei prodotti di finanzia strutturata e quelle sulla reale esposizione verso le società-veicolo fuori bilancio coinvolte nelle operazioni di cartolarizzazione.

La crisi dei mutui *subprime* ha determinato un forte aumento dell'avversione al rischio degli investitori e, rispetto al periodo precedente la crisi, è aumentato il livello di dispersione delle previsioni implicite nei prezzi dei derivati azionari.

Prima che emergessero i segnali di turbolenza legati al settore dei mutui *subprime*, il basso livello degli *spread* sulle obbligazioni e sui prestiti societari, unitamente a un rapporto fra prezzi azionari e utili societari relativamente basso, aveva reso convenienti operazioni volte ad acquisire società quotate tramite debito (operazioni cosiddette di *leverage buy out* o Lbo), determinando una forte espansione delle operazioni di *private equity*. Questo fenomeno aveva causato un significativo processo di *delisting* di società quotate, oltre a stimolare la crescita dei dividendi e delle operazioni di riacquisto di azioni proprie volte a sostenere i prezzi azionari. Tali tendenze avevano interessato anche il mercato azionario italiano, dove a partire dalla fine degli anni novanta le risorse restituite agli azionisti tramite Opa, dividendi e riacquisti di azioni proprie hanno sempre largamente superato i mezzi freschi raccolti tramite aumenti di capitale dalle imprese.

L'incremento del costo della raccolta obbligazionaria indotto dalla crisi dei *subprime* potrebbe fare venire meno gli incentivi a operazioni di acquisizione e di *delisting*

finanziate con debito, frenando la crescita delle operazioni di Lbo e *private equity*. Le difficoltà principali per questo tipo di operazioni sembrano però derivare principalmente da possibili restrizioni nell'offerta di credito collegate alle difficoltà delle banche nel coprire il rischio dei finanziamenti attraverso derivati creditizi e operazioni di cartolarizzazione.

Per ciò che riguarda in particolare il mercato italiano, le prospettive rimangono complessivamente incerte. La distribuzione dei rendimenti implicita nelle quotazioni dei derivati azionari indica che la probabilità di un'ulteriore correzione al ribasso è superiore a quella di un rialzo dei corsi; il basso rapporto prezzo/utigli potrebbe rendere ancora convenienti operazioni di *delisting*, che hanno portato alla cancellazione dal listino di 16 società nel 2007.

Indicatori desunti da modelli di valutazione del rischio di insolvenza segnalano che prima della crisi circa il 75% delle banche italiane quotate aveva una probabilità di insolvenza equivalente al *rating investment grade*, mentre a dicembre 2007 solo poco più del 50% delle banche quotate aveva una probabilità di insolvenza equivalente a un *rating investment grade*. Le probabilità di insolvenza delle imprese non finanziarie quotate sono mediamente aumentate ma in misura meno marcata rispetto al settore bancario.

L'aumento delle probabilità di insolvenza segnalato dai modelli di valutazione del rischio di credito è rilevabile anche dalle quotazioni dei *credit default swap* (CDS) relative a un campione di *blue chip* quotate su mercato azionario domestico. Per le società non finanziarie si è registrata una forte salita delle quotazioni in coincidenza con le fasi iniziali più intense della crisi dei *subprime*, più accentuata per le imprese con *rating* speculativo, mentre per le banche si è registrata una salita generalizzata delle quotazioni per la copertura del rischio di credito di circa 40 punti base.

Le incertezze collegate alla crisi dei *subprime* hanno fatto sì il bilancio del mercato azionario italiano per il 2007 risulti complessivamente non positivo.

La raccolta di nuovo capitale di rischio da parte delle imprese italiane nel 2007, pari a circa 5,4 miliardi di euro (di cui 1,4 derivanti da operazioni di Ipo), è risultata in calo rispetto a quella dell'anno precedente (6,2 miliardi di euro), sebbene si sia registrato un marcato aumento del numero di società di nuova quotazione; le Opa hanno restituito al mercato risorse per circa 5,6 miliardi di euro.

La capitalizzazione delle società domestiche quotate sui mercati azionari principali gestiti da Borsa Italiana (Mta/MTax) è diminuita rispetto al 2006 (da 768 a 723 miliardi di euro; -6%; in rapporto al PIL dal 52 al 49%) e il numero di società domestiche quotate è cresciuto di sole 4 unità (da 258 a 262, a fronte di 18 nuove quotazioni, dovute esclusivamente a Ipo, e 14 cancellazioni). Il Mib storico ha subito una variazione negativa (-8%; +19% nel 2006). L'aumento della volatilità e dell'incertezza hanno però favorito un forte incremento del volume degli scambi (da 1,1 a 1,5 miliardi di euro circa; +36%; il rapporto fra valore degli scambi e capitalizzazione è passato da 1,4 a 2,0; +43%).

Sul mercato Mta International, nato nel 2006 e riservato alle società di diritto estero già quotate su altri mercati regolamentati europei da più di 18 mesi, ci sono state 16 nuove quotazioni che hanno portato a 37 il numero delle società ammesse alla negoziazione.

La capitalizzazione del mercato Expandi (riservato alle piccole e medie imprese) è aumentata da 10 a 11 miliardi di euro e il numero delle società quotate è cresciuto di 9 unità (da 26 nel 2006 a 35 nel 2007, grazie a 11 nuove ammissioni a fronte di 2 cancellazioni). Il volume degli scambi è quasi raddoppiato (da 2 a 4 miliardi di euro circa).

Nel 2007 è stato introdotto il Mac (Mercato alternativo dei capitali), un sistema di scambi organizzato di azioni gestito da Borsa Italiana nato con l'obiettivo di creare un nuovo canale per il rafforzamento patrimoniale delle piccole e medie imprese. Nel corso dell'anno sono state ammesse alle negoziazioni sul Mac tre società.

2.3. L'integrazione fra la Borsa Italiana e il *London Stock Exchange*

Un elemento di centrale importanza per le prospettive di sviluppo del mercato finanziario italiano è legato agli effetti dell'integrazione fra la Borsa Italiana e il *London Stock Exchange*.

L'integrazione fra le due borse è stata perfezionata nell'ottobre 2007, attraverso la costituzione di una *holding* (Lse Group Plc), quotata sul mercato londinese, che detiene la proprietà delle due società-mercato.

L'azionariato della holding, al momento della costituzione, era composto dalle banche italiane precedentemente azioniste di Borsa Italiana per il 28%, dalla Borsa di Dubai per il 20,2%⁽³²⁾, dalla *Qatar Investment Authority* per il 14,4%, dalla *Kinetic Horizon* per l'8,9%, da Credit Suisse per il 5%, da Abn Ambro per il 4,4% e dal Nasdaq per il 2,5%; la restante parte del capitale era diffusa sul mercato.

Nell'accordo pre-fusione tra Lse e Borsa Italiana sulla *governance* del gruppo, predisposto antecedentemente all'ingresso nell'azionariato della Borsa di Dubai, si prevede che, dei 12 membri del consiglio di amministrazione della nuova holding, 5 vengano indicati dalle banche italiane e 7 dai restanti soci. È stabilito, inoltre, che le banche italiane indichino un candidato per le posizioni di vice-presidente e *vice-Chief Executive Officer*, mentre i precedenti azionisti della borsa londinese (quindi a esclusione della Borsa di Dubai) possono indicare candidati per le posizioni di Presidente, Ceo e direttore finanziario.

Tale assetto di *governance* non induce a ritenere che gli azionisti italiani possano avere un ruolo determinante nel condizionare le future scelte imprenditoriali della società capogruppo che controlla le due borse. Peraltro, la debolezza della piazza finanziaria italiana potrebbe amplificare i possibili effetti negativi per il nostro sistema derivanti dall'integrazione fra Borsa Italiana e Lse.

Da questo punto di vista, vi sono differenti scenari che possono caratterizzare gli sviluppi dell'integrazione fra le due borse e che possono essere esaminati sotto il profilo delle implicazioni sull'attività di *trading* da parte degli intermediari e sulla propensione alla quotazione (*listing*) da parte delle imprese.

Un primo scenario (coerente con le intenzioni espresse pubblicamente e forse più realistico nel breve periodo) prevede che la sede legale dei mercati regolamentati gestiti dalle due società non cambi e che i mercati continuino a essere sottoposti al regime regolamentare attuale, adottando però la stessa piattaforma di *trading* e dunque la stessa disciplina in termini di regole di micro-struttura, organizzazione e funzionamento dei mercati. Da questo punto di vista, è certo che verrà adottata la piattaforma attualmente in uso presso il Lse. Essa, anche a detta degli intermediari italiani, è molto più avanzata e veloce di quella attualmente utilizzata da Borsa Italiana. Il passaggio alla nuova piattaforma avrà naturalmente dei costi per gli intermediari italiani, in termini di investimenti informatici e di adeguamento delle procedure, e potrebbe portare a un parallelo aumento delle tariffe per gli investitori finali. Inoltre, la piattaforma del Lse è stata progettata per soddisfare al meglio le esigenze degli intermediari più orientati all'attività di *market making*, mentre gli intermediari italiani hanno una maggiore vocazione verso l'attività in conto terzi. Non è nemmeno scontato che la piattaforma unica porti a un aumento della liquidità sulle azioni italiane, poiché molte grandi banche di investimento inglesi erano anche in passato membri remoti del sistema di Borsa Italiana; tuttavia, una competizione più diretta fra intermediari inglesi e italiani potrebbe portare a una riduzione dei costi di transazione.

Sul fronte dell'offerta di servizi di investimento, l'unificazione della piattaforma di negoziazione potrebbe determinare un aumento della pressione competitiva sugli intermediari domestici, che potrebbero perdere significative quote di mercato nel *trading* su azioni italiane; tuttavia, la forte integrazione che caratterizza molti gruppi bancari domestici sul fronte della gestione del risparmio continuerebbe ad assicurare ai principali negozianti un significativo flusso di operazioni *captive*.

In questo scenario, gli intermediari italiani si troveranno probabilmente di fronte a due scelte estreme. Una prima possibilità (valida soprattutto per i grandi gruppi bancari) potrebbe essere quella di potenziare e investire molto sull'attività di *trading* e sulle attività di ricerca e analisi sugli emittenti azionari, per fronteggiare la forte concorrenza delle grandi banche d'affari con sede a Londra. Attualmente, infatti, uno dei maggiori punti di debolezza degli intermediari italiani è rappresentato dalla scarsa capacità di utilizzare lo strumento della ricerca, soprattutto sugli emittenti medio-piccoli, per supportare e promuovere i servizi di *trading*. Di conseguenza, il nostro mercato azionario è caratterizzato da una copertura inadeguata o assente, in termini di studi e analisi, sugli emittenti con capitalizzazione media o piccola, che in termini numerici rappresentano una quota significativa del listino.

La scelta di potenziare le attività di *investment banking* probabilmente potrebbe condurre, anche solo per motivi di immagine, allo spostamento delle strutture societarie preposte a tale attività sulla piazza londinese (come hanno fatto le principali banche europee), strutture che sarebbero quindi soggette alla vigilanza della Fsa. Una seconda opzione, che appare più realistica soprattutto per i gruppi bancari di minori dimensioni, potrebbe essere invece quella di depotenziare progressivamente l'attività di negoziazione — limitandosi alla semplice attività di raccolta ordini — per focalizzarsi prevalentemente sul rapporto relazionale e di consulenza alla clientela, investendo sulle reti di vendita e sulle strutture distributive.

In ogni caso, se è ormai chiaro che Borsa Italiana utilizzerà la stessa piattaforma elettronica di *trading* attualmente utilizzata da Lse, è possibile che in conseguenza della fusione vengano valorizzati i mercati e le attività di Borsa Italiana che presentano complementarità con quelle del Lse, quali il mercato dei derivati (Idem), quello all'ingrosso dei titoli di stato (Mts⁽³³⁾) e le strutture di *post-trading*⁽³⁴⁾. Tuttavia, per il mercato italiano dei derivati le possibilità di sviluppo sono limitate dalla posizione dominante del mercato inglese Liffe, di proprietà del gruppo Euronext.

Un altro scenario (più probabile nel lungo periodo) potrebbe portare, invece, allo spostamento del mercato azionario, o almeno di alcuni comparti, nel Regno Unito, mantenendo in Italia uno "sportello di assistenza" per gli emittenti italiani. In questo scenario si avrebbero le conseguenze più negative per la piazza finanziaria italiana, che finirebbe per perdere almeno in parte l'attività di *listing*, che rappresenta uno dei segmenti dell'industria dei servizi di investimento a più elevato valore aggiunto e con maggiori esternalità positive su una serie di segmenti collegati (consulenza, revisione contabile, servizi di *corporate finance*, etc.). Non è detto, tuttavia, che gli intermediari italiani perderebbero il proprio ruolo nella fase distributiva sul mercato primario, poiché l'offerta di quotazione potrebbe continuare a essere indirizzata in prevalenza a risparmiatori *retail* italiani (mentre per ciò che riguarda l'offerta riservata agli istituzionali si è già consolidata una supremazia degli intermediari esteri).

Uno dei punti di forza del mercato inglese è rappresentato, infatti, oltre che dalle sue dimensioni e dalla presenza di numerose imprese estere, dalla capacità di attrarre le imprese di piccole dimensioni, grazie al successo dell'*Alternative Investment Market* (Aim)⁽³⁵⁾. Tale mercato, strutturato come sistema multilaterale di negoziazione aperto agli investitori *retail*, è caratterizzato da una disciplina quasi interamente incentrata sull'autoregolamentazione e che vede una forte responsabilizzazione dell'intermediario che accompagna l'impresa sul mercato (*nominated advisor* o Nomad). Gli emittenti che si quotano sull'Aim redigono un documento di quotazione non sottoposto al vaglio della Fsa e sono sottoposti agli obblighi di informativa continua previsti dal regolamento del mercato, piuttosto che dalla disciplina pubblica dettata dalla direttiva *Transparency*⁽³⁶⁾.

Uno dei rischi collegati a una eventuale delocalizzazione dei mercati regolamentati (ad esempio un accentramento sull’Aim inglese del mercato per le piccole e medie imprese) potrebbe essere quello di disincentivare la quotazione da parte delle imprese italiane, sebbene sia possibile che le strutture di Borsa Italiana offrano un’interfaccia di supporto per la gestione dell’istruttoria di *listing* e dell’interazione con le strutture del mercato londinese.

Gli scenari sul fronte del *listing* non sono tuttavia scontati. Da un lato, la scelta del gruppo Lse di chiudere alcuni mercati italiani e/o di crearne di nuovi a Londra espone il gruppo al rischio di allontanare dalla borsa le piccole e medie imprese italiane, già assai restie alla quotazione per una serie di fattori strutturali; l’evidenza empirica suggerisce, inoltre, che vi è un forte elemento di inerzia legato alla preferenza delle imprese a scegliere il mercato del paese in cui hanno la sede legale e in cui vengono “prodotte” le informazioni sull’impresa stessa (*home bias*). Dall’altro lato, a parità di altri fattori, i differenziali in termini di costi della regolamentazione e diversità nelle prassi di vigilanza fra Consob e Fsa potrebbero giocare un ruolo importante nella scelta della localizzazione dei mercati e, al margine, potrebbero rivelarsi decisivi.

La fusione fra le due borse può infatti esasperare l’impatto delle differenze regolamentari e nelle prassi di vigilanza fra il nostro ordinamento e quello inglese.

Da questo punto di vista, un tema molto importante potrebbe riguardare le differenze nelle modalità di *enforcement* della disciplina sugli abusi di mercato e di graduazione delle relative sanzioni, fattore che potrebbe creare forti incentivi ad arbitraggi fra diverse giurisdizioni nella scelta della localizzazione dei mercati, così come il tema del diverso approccio dell’*enforcement* sugli obblighi di informativa continua (area sulla quale la Fsa sembra avere un approccio tendenzialmente poco “interventista”). Un altro aspetto di rilievo riguarda la diversa disciplina degli obblighi di informativa iniziale e continua per gli emittenti con strumenti negoziati (esclusivamente) sui sistemi di scambi multilaterali, alla luce del fatto che la disciplina italiana sui titoli diffusi può determinare una estensione a tali emittenti di alcuni obblighi informativi previsti per le società con strumenti negoziati su mercati regolamentati.

Il menzionato memorandum d’intesa sottoscritto dalla Consob e dalla Fsa è volto a favorire una progressiva convergenza degli standard regolamentari e delle prassi di vigilanza, attraverso una costante cooperazione e consultazione sulle problematiche di interesse regolamentare.

La Consob sta seguendo con attenzione l’evoluzione del processo di integrazione tra i due mercati, anche attraverso l’esercizio dei poteri di vigilanza sulla società di gestione del mercato italiano. L’obiettivo è di assicurare che la definizione degli obiettivi strategici e della struttura organizzativa della società di gestione del mercato italiano restino compatibili le funzioni di interesse pubblico da essa svolte riguardo alla trasparenza, l’ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. Particolare rilevanza

assume l'adeguatezza delle misure adottate, nell'ambito dell'integrazione, per identificare e gestire eventuali conflitti tra gli interessi del mercato regolamentato, dei suoi proprietari o del suo gestore e il suo buon funzionamento.

L'avvenuto processo di integrazione e i suoi effetti, non tutti prevedibili, meritano costante, particolare attenzione.

2.4. Le tendenze nell'allocazione e gestione del risparmio in Italia

I dati recenti sulla raccolta dei principali prodotti finanziari collocati in Italia evidenziano come il risparmio delle famiglie stia confluendo prevalentemente verso prodotti strutturati, in particolare fondi flessibili e *hedge* e obbligazioni bancarie strutturate. Per le tipologie di prodotti più semplici si registra, invece, una compensazione fra i flussi in "in uscita" dai fondi comuni tradizionali (cioè diversi da quelli flessibili e *hedge*) e quello "in entrata" verso le obbligazioni bancarie ordinarie (cosiddette *plain vanilla*).

Il deflusso di risorse dai fondi comuni ordinari commercializzati in Italia ha assunto ormai proporzioni notevoli e interessa quasi esclusivamente i prodotti gestiti da intermediari domestici. Il fenomeno sembra dipendere sia dal regime fiscale (e regolamentare) di sfavore per i fondi domiciliati in Italia sia da performance inferiori e costi superiori rispetto ai fondi gestiti da intermediari esteri. È possibile, inoltre, che l'apertura internazionale degli assetti proprietari di alcune grandi banche italiane abbia favorito una maggiore penetrazione di prodotti esteri, ovvero un processo di sostituzione fra prodotti esteri e prodotti italiani.

Per ciò che riguarda i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazioni, dopo una fase di forte crescita della raccolta avviatasi verso la fine degli anni novanta, il mercato attraversa adesso una fase di forte difficoltà, che interessa soprattutto i prodotti più simili ai fondi comuni, quali le polizze *unit linked* e i prodotti a capitalizzazione. Nonostante la raccolta netta sia in forte calo, il mercato delle polizze a contenuto finanziario attrae un numero di nuovi sottoscrittori molto elevato e complessivamente stabile negli anni.

Le emissioni nette di obbligazioni bancarie strutturate continuano a essere di importo rilevante in valore assoluto, sebbene in sensibile diminuzione rispetto al 2006 (5 miliardi di euro circa nei primi 6 mesi del 2007, contro 30 miliardi nell'intero 2006). Le ragioni del rallentamento del mercato delle obbligazioni bancarie strutturate non sono facilmente individuabili. La maggiore trasparenza imposta dalla loro piena assoggettazione alla disciplina sulla sollecitazione, da un lato, può avere reso evidenti e pienamente trasparenti gli elevati costi impliciti di tali prodotti e, dall'altro, può avere indotto le banche a preferire le emissioni di obbligazioni ordinarie.

Le obbligazioni strutturate rimangono comunque uno strumento largamente diffuso e che attrae elevati flussi di risparmio da parte delle famiglie; i dati di confronto

internazionale indicano che l'Italia è praticamente l'unico paese europeo con una larga diffusione di obbligazioni bancarie strutturate fra la clientela al dettaglio.

La larga diffusione delle obbligazioni e di altri prodotti strutturati dipende in parte dalle politiche distributive e commerciali dei maggiori gruppi bancari, che assicurano alla reti distributive commissioni cosiddette *up front* molto elevate su questo tipo di prodotti. Questa politica di remunerazione della rete di vendita genera forti incentivi alla distribuzione dei prodotti strutturati poiché filiali e promotori possono più facilmente raggiungere nel breve periodo i propri obiettivi di *budget* (e ottenere i *bonus* collegati), e disincentiva il collocamento di altri prodotti tradizionali del risparmio gestito (che invece generano commissioni annue per la rete inizialmente più contenute, ma continuative negli anni). Il collocamento di obbligazioni strutturate e polizze *index* consente quindi alle reti di vendita di monetizzare immediatamente il flusso commissionale che altrimenti sarebbe "spalmato" sull'intera vita del prodotto.

La logica che spinge i gruppi bancari ad adottare simili politiche commerciali è legata al fatto che i prodotti strutturati vengono visti come strumenti che determinano un forte legame di "fidelizzazione" con la clientela (anche perché l'uscita anticipata – a differenza di quanto accade per le obbligazioni ordinarie e i fondi comuni – può essere più costosa o comunque richiede calcoli di convenienza economica complessi).

Le prospettive sull'evoluzione allo scenario macroeconomico e dei mercati azionari lasciano presagire che le tendenze nell'allocazione del risparmio finanziario osservate nei primi mesi del 2007 possano caratterizzare anche il prossimo anno.

La forte incertezza sull'evoluzione dei mercati azionari e i livelli ancora relativamente contenuti dei rendimenti dei titoli di Stato potranno continuare ad alimentare la domanda di prodotti strutturati, che limitano l'esposizione agli andamenti negativi delle borse, e quella di fondi o polizze non gestiti a *benchmark* ma orientati a garantire rendimenti assoluti (*total return strategy*) o comunque non correlati con l'andamento del mercato (*market neutral strategy*).

È inoltre prevedibile che le politiche commerciali degli intermediari continuino a incentivare il collocamento di prodotti strutturati, sia per i motivi prima illustrati (fidelizzazione della clientela e atteggiamenti che privilegiano il breve periodo e la ricerca di una immediata monetizzazione delle commissioni di collocamento) sia come risposta alla forte avversione al rischio che caratterizza i comportamenti dei risparmiatori. Questo scenario potrebbe portare a risultati in parte paradossali: i risparmiatori potrebbero pagare alte commissioni per prodotti strutturati di fatto a basso rischio, che limitano l'esposizione agli eventi negativi, ma che hanno una probabilità molto bassa di generare rendimenti superiori al tasso privo di rischio.

In questo quadro si innestano le citate difficoltà che stanno caratterizzando l'industria del risparmio gestito in Italia. Il forte *trend* negativo nella raccolta dei fondi comuni

promossi da intermediari italiani ha fatto emergere con forza elementi di debolezza dell'attuale assetto dell'industria, tra i quali la scarsa indipendenza nelle scelte strategiche, conseguente agli assetti proprietari concentrati in capo a gruppi bancari di riferimento, l'integrazione verticale di produzione e distribuzione e la ridotta capacità di innovazione. L'effetto di sostituzione fra i prodotti strutturati, quali le obbligazioni bancarie e le polizze assicurative a contenuto finanziario, e i prodotti tradizionali del risparmio gestito è ancora favorito dalle indicate politiche commerciali, rese possibili anche dagli elevati costi impliciti dei prodotti strutturati, mentre sul piano normativo e della *disclosure* gli spazi per arbitraggi regolamentari sono ormai stati annullati dagli interventi della legge sul risparmio (che ha assoggettato alla disciplina del prospetto le obbligazioni bancarie e i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazioni) e dal recepimento della MiFID (poiché in tale sede la Consob ha esteso il regime delle regole di condotta previsto dalla direttiva per i soli servizi di investimento e strumenti finanziari a tutti i prodotti finanziari quali fondi e polizze assicurative del ramo III e V).

Esistono tuttavia ancora margini di recupero e di intervento, stante l'affermarsi del nuovo quadro normativo europeo in cui le barriere all'ingresso nei mercati domestici sono progressivamente ridotte per effetto della costante opera di armonizzazione regolamentare coordinata dalla Commissione Europea. È su questo terreno che dovrebbero innestarsi le scelte operate nel breve-medio periodo dall'industria in ordine alla *governance* delle società di gestione e alla struttura distributiva dei fondi comuni di investimento. Lo sviluppo di uno scenario competitivo, caratterizzato da un'offerta di prodotti e servizi ampia e diversificata, risulta premessa indispensabile per creare le condizioni di mercato atte a soddisfare pienamente le differenti esigenze della clientela. Un primo passo in tal senso potrebbe essere compiuto attraverso l'eliminazione di imperfezioni normative che ostacolano il concreto sviluppo di canali distributivi indipendenti, quali le piattaforme telematiche di negoziazione delle quote dei fondi. In particolare, il completamento del processo di dematerializzazione delle quote dei fondi comuni, ad oggi in regime di accentramento solo su base volontaria, consentirebbe la riduzione dei costi di transazione connessi al trasferimento delle quote di fondi tra diversi intermediari, a vantaggio della contendibilità del mercato della distribuzione.

II – L'ESERCIZIO DELL'ATTIVITÀ DI VIGILANZA DELLA CONSOB

1. La vigilanza sull'integrità informativa del mercato e sulla trasparenza ed efficienza del mercato del controllo societario

Una delle finalità fondamentali dell'attività di vigilanza della Consob consiste nell'assicurare l'integrità informativa del mercato. L'integrità è rappresentata, da un lato, dalla completezza informativa, cioè dalla effettiva e tempestiva diffusione di tutte le informazioni rilevanti riguardanti le società quotate, al fine di consentire agli investitori di effettuare consapevoli scelte d'investimento; dall'altro dalla simmetria informativa, cioè da una distribuzione delle informazioni che metta tutti gli investitori nelle condizioni di poter operare sulla base del medesimo patrimonio informativo, che può essere ovviamente arricchito dalle individuali capacità di analisi.

Il quadro normativo al fine di tutelare l'integrità informativa stabilisce le “regole del gioco” per le diverse categorie di soggetti che operano sul mercato, attraverso la previsione degli obblighi di informazione e delle regole di comportamento che vietano gli abusi di mercato evitando, da un lato, che i detentori di informazioni privilegiate possano operare in condizioni di privilegio informativo, dall'altro, che siano posti in essere comportamenti manipolativi, attraverso la diffusione di informazioni false o fuorvianti o la realizzazione di operazioni che alterino il fisiologico meccanismo di formazione dei prezzi e di realizzazione degli scambi.

L'evoluzione del mercato, sia per quanto riguarda fenomeni di portata generale che influiscono sulle aspettative e sulle strategie degli operatori, sia per quanto riguarda specifiche vicende societarie di particolare complessità, mette costantemente alla prova il sistema delle regole e l'attività di vigilanza.

Nel 2007, il mercato italiano è stato interessato in misura considerevole da eventi che hanno generato situazioni di tensione informativa.

In primo luogo, fenomeni di portata generale, che hanno coinvolto i mercati mobiliari di tutti i principali paesi a partire dalla crisi del mercato dei *subprime*, hanno creato condizioni di turbolenza caratterizzate da una forte accentuazione della volatilità delle quotazioni e degli scambi e da un incremento generalizzato del livello di incertezza.

Ne è derivata una crescente sensibilità dell'andamento del mercato alla diffusione di notizie e dati di carattere macroeconomico e più in generale ai segnali relativi all'orientamento del ciclo economico e alle condizioni di stabilità del sistema finanziario.

Particolare rilevanza hanno assunto le aspettative sulla situazione degli intermediari finanziari, sia quelli cosiddetti tradizionali (banche, assicurazioni, gestori del risparmio) sia nuove categorie di investitori istituzionali, quali gli *hedge fund*, i fondi di *private equity* e i

sovereign wealth fund⁽³⁷⁾. L'insieme dei soggetti coinvolti nei meccanismi di intermediazione finanziaria riveste infatti un ruolo centrale nell'influenzare le condizioni generali dei mercati e le condizioni di stabilità finanziaria a livello sistemico, per la loro rilevanza nell'orientare i flussi di investimento e disinvestimento e per il peso che rivestono in veste di emittenti, per i quali le aspettative sulle prospettive reddituali e patrimoniali contribuiscono a determinare il *sentiment* del mercato. Tale centralità è accentuata dalla crescente integrazione dei diversi comparti dei mercati finanziari, in particolare per quanto riguarda le componenti legate agli strumenti derivati, che porta a un'amplificazione dei meccanismi di trasmissione delle tensioni, considerato anche il peso che gli intermediari finanziari hanno in tali comparti sia sotto il profilo dell'operatività sia dell'esposizione dei loro portafogli verso queste componenti.

La Consob, in tale quadro, ha svolto una specifica attività informativa sul coinvolgimento dei soggetti vigilati nei fenomeni alla base delle turbolenze del mercato sia con riferimento alla crisi del mercato dei *subprime* sia, più in generale, con riguardo al mercato dei derivati negoziati su mercati non regolamentati.

In secondo luogo, in tale quadro di generale turbolenza dei mercati, si sono innescate vicende societarie specifiche che hanno coinvolto emittenti italiani spesso di notevoli dimensioni, che hanno generato ulteriori tensioni sotto il profilo dell'integrità informativa del mercato.

In particolare, nel corso del 2007 si sono verificate tensioni per alcuni emittenti quotati in presenza di mutamenti negli assetti proprietari e di controllo di società quotate, dell'evoluzione della struttura organizzativa di gruppi complessi e di situazioni di difficoltà finanziaria.

L'evoluzione di vicende, che si definiscono secondo un percorso articolato e prolungato nel tempo, crea inevitabilmente condizioni di incertezza, a volte enfatizzate dai mezzi di informazione, soprattutto per eventi che coinvolgono società ritenute centrali per gli equilibri generali del sistema. L'azione di vigilanza è stata volta a prevenire quanto più possibile, e comunque a rimuovere con tempestività, eventuali asimmetrie informative che potessero alterare il regolare andamento delle negoziazioni, attraverso una costante azione di verifica delle potenziali anomalie e l'immediata adozione di interventi atti a ripristinare la regolarità del mercato.

Una vicenda di particolare rilievo, che si è protratta per tutto il 2007 e per il primo trimestre 2008, riguarda la privatizzazione di Alitalia Spa. Tensioni informative si sono determinate in relazione alla complessa situazione societaria e alle peculiarità della procedura di dismissione della partecipazione pubblica. La società, fin dal luglio 2004, è stata assoggettata a obblighi d'informazione mensile del mercato sulla propria situazione finanziaria, essendosi verificate le condizioni di applicazione di questi obblighi per le società che presentano conclamati elementi di rischio per la continuità aziendale. La complessa vicenda della privatizzazione di Alitalia ha inizio a fine 2006 quando il