

Ministero dell'Economia bandisce la gara per la cessione della quota di partecipazione nella compagnia di bandiera (49%) a investitori privati. La procedura di gara si protrae fino all'estate del 2007.

In seguito alla progressiva rinuncia alla gara di tutti i soggetti che avevano manifestato il proprio interesse, a fine luglio il Ministero dell'Economia ha comunicato l'intenzione di avviare una nuova procedura semplificata basata su trattativa privata, incaricando il Consiglio di Amministrazione di Alitalia di individuare tempestivamente soggetti industriali e finanziari disponibili ad acquisire il controllo della Società.

In questa fase, caratterizzata da particolare incertezza anche per la presenza di inevitabili profili di riservatezza nella conduzione delle trattative, le richieste di informazioni effettuate dalla Consob hanno contribuito a far emergere l'inconsistenza di alcune ipotesi, manifestatesi tra ottobre e metà dicembre, relative all'esistenza prima di una cordata "nazionale", e successivamente di una cordata capeggiata dal fondo americano Evergreen avente quale probabile partner industriale una compagnia leader asiatica.

Al termine della procedura di trattativa privata, a metà dicembre 2007, la proposta di Air France-Klm è stata individuata come quella in grado di offrire alla società la soluzione più appropriata per la salvaguardia del patrimonio aziendale.

Nel corso dell'intera procedura di dismissione la Consob è intervenuta con continuità, anche nei confronti dell'azionista di controllo, per assicurare la diffusione di informazioni utili per il mercato. Vincoli alla trasparenza sono tuttavia impliciti in una procedura che prevede espressamente successive fasi di formazione delle offerte, delle quali non è sempre possibile fornire una continua e completa informazione al mercato. È stato inoltre richiesto, in via generale, agli organi di Governo di rendere noti, e aggiornare tempestivamente, tempi e modalità della procedura, sottolineando ripetutamente l'opportunità che venissero diffuse al pubblico le sole posizioni ufficiali.

La Consob ha inoltre costantemente vigilato sulla regolarità di funzionamento del mercato con particolare attenzione alle fasi di maggiore incertezza informativa, collaborando con la società di gestione del mercato, Borsa Italiana, nella decisione di sospendere le negoziazioni sui titoli Alitalia, in occasione della diffusione da parte dell'azionista di maggioranza di notizie rilevanti. Tali interventi hanno consentito al mercato di valutare più compiutamente il flusso di nuove informazioni e di prevenire una eccessiva volatilità delle quotazioni di borsa. In tale ambito la Consob ha monitorato con grande attenzione l'andamento del mercato e la concentrazione dell'operatività degli intermediari, anche attraverso la richiesta di informazioni, al fine di rilevare eventuali anomalie e acquisire ogni utile elemento di valutazione e di aggiornamento circa l'esistenza in capo ai singoli operatori di ordini o di strategie operative particolarmente significative.

Di particolare rilievo per l'informazione al mercato sono state anche le vicende relative alla struttura organizzativa e alla evoluzione degli assetti manageriali e di controllo del gruppo Telecom.

Dopo le vicende dell'ultimo trimestre del 2006 legate al progetto di riorganizzazione societaria di Telecom Italia Spa, basato sulla separazione delle attività di telecomunicazione mobile e della rete d'accesso locale, e alla successiva conferma di puntare sulla integrazione di tali attività, a partire dal mese di febbraio 2007 si sono diffuse numerose indiscrezioni su varie ipotesi di riassetto del gruppo.

Ciò ha comportato una continua attenzione da parte degli uffici della Consob con conseguente richiesta di pubblicazione di informazioni e precisazioni. Anche sulla base di tali richieste, è emersa la disponibilità del gruppo Pirelli, socio di maggioranza relativa di Telecom Italia, a cedere l'intera partecipazione detenuta tramite Olimpia. In seguito al ritiro dell'offerta avanzata da AT&T volta a rilevare la quota posseduta da Olimpia, la Consob ha richiesto agli azionisti di redigere una mappa completa e aggiornata delle partecipazioni nella società e, sulla base delle notizie relative a una cordata italo-spagnola per l'acquisizione di Olimpia, ha richiesto ai membri del patto di sindacato che controllava Olimpia la pubblicazione di notizie al fine di poter assicurare le condizioni di parità informativa in merito alla trattativa.

Alla fine del mese di aprile la newco Telco partecipata da Telefonica (42%), Generali (28%), Mediobanca e Intesa (11% ciascuna), Benetton (8%) ha quindi rilevato la società Olimpia, che deteneva una partecipazione pari al 23,6% di Telecom Italia. La Consob in tale occasione ha richiesto di pubblicare numerosi elementi integrativi, tra i quali dettagli sulla modifica del prezzo di cessione, sulla caratteristica dei diritti di prelazione tra i soci di Telco e sulla politica dei dividendi e degli investimenti. La rilevante posizione debitoria del gruppo Telecom e le incertezze riguardo alle strategie del nuovo vertice della società, nominato a novembre 2007, hanno continuato a determinare tensioni sul mercato, che si sono riflesse in una elevata volatilità dei prezzi e degli scambi, nell'ambito di un progressivo deprezzamento del titolo che si è accentuato a partire dal febbraio 2008.

L'acquisizione da parte del gruppo Enel del principale operatore elettrico spagnolo, Endesa Sa, ha avuto un percorso complesso e prolungato che ha richiesto una costante vigilanza sull'evoluzione della vicenda al fine di salvaguardare l'integrità informativa, in una situazione in cui gli elementi di incertezza, fisiologici in operazioni di cambiamento del controllo di società quotate, erano amplificati dalla iniziale presenza di un'offerta pubblica d'acquisto precedente rispetto a quella dell'Enel (lanciata dal gruppo tedesco E.On) e dalla esistenza di un articolato quadro normativo e di procedure autorizzatorie, anche legate a specifiche normative di settore.

La Consob ha seguito con attenzione l'evoluzione della vicenda assumendo informazioni dalle parti coinvolte e mantenendo uno stretto coordinamento con la

corrispondente autorità di vigilanza spagnola. In particolare, all'inizio di aprile, anche sulla base di una pressione congiunta delle due Autorità, le parti coinvolte hanno comunicato di aver raggiunto un accordo che prevedeva la rinuncia da parte del gruppo E.On alla contesa per il controllo di Endesa e il lancio di un'offerta da parte Enel, congiuntamente ad Acciona, società spagnola leader nel settore delle costruzioni, in esito alla quale, nell'ottobre 2007, Enel ha acquisito una partecipazione di controllo in Endesa, diventando uno dei principali gruppi europei nel settore energetico.

Il settore delle banche quotate ha continuato a essere caratterizzato da un elevato dinamismo degli assetti di controllo, nel quadro di una tendenza a una progressiva concentrazione del settore, soprattutto attraverso operazioni di fusione. Nel corso del 2007 si sono realizzate importanti operazioni di fusione tra banche quotate che, insieme a quella tra Banca Intesa e San Paolo Imi realizzata alla fine dell'anno precedente, hanno profondamente mutato l'assetto competitivo del settore bancario italiano, portando alla creazione di soggetti in grado di svolgere un ruolo significativo nel mercato europeo e internazionale.

In particolare con la fusione tra Unicredit e Capitalia, deliberata a metà maggio, è stato creato il più grande gruppo bancario italiano, uno dei principali in Europa. Altre importanti operazioni di fusione sono state realizzate tra banche di medie dimensioni: ad aprile è nata Unione di Banche Italiane Scpa, dalla fusione di Banche Popolari Unite Scpa e Banca Lombarda e Piemontese Spa; a luglio è stato costituito il Banco Popolare Società Cooperativa, dalla fusione delle banche cooperative Banco Popolare di Verona e Novara e della Banca Popolare Italiana.

In tale quadro, il mercato è stato quasi costantemente interessato dal diffondersi di forti aspettative e indiscrezioni in merito alla realizzazione delle possibili operazioni di aggregazione, da cui sono derivate pressioni sui prezzi e sugli scambi. La Consob è intervenuta ripetutamente richiedendo ai soggetti coinvolti di fornire al mercato ogni elemento utile a rimuovere fattori di incertezza che potessero pregiudicare il regolare andamento delle quotazioni. Tale esigenza si è manifestata, in alcuni casi, nelle fasi precedenti alla definizione delle operazioni, nelle quali le richieste della Consob hanno consentito un progressivo aggiornamento del mercato sull'evoluzione delle trattative; in altri casi, invece, l'intervento della Consob ha portato alla smentita delle notizie sull'esistenza di operazioni di aggregazione, effettivamente rivelatesi non fondate.

Con particolare riferimento alla fusione Capitalia-Unicredit, le numerose indiscrezioni inerenti a ipotesi di aggregazione di Capitalia con altre realtà bancarie, circolate nel corso della prima metà dell'anno e con più insistenza all'inizio del mese di maggio, hanno portato la Consob a effettuare specifiche richieste di pubblicazione di informazione. Anche a seguito di un intervento della Commissione, il 15 maggio 2007 è stata annunciata l'esistenza di colloqui per l'aggregazione tra Capitalia e Unicredit. Il 20 maggio i consigli di amministrazione delle società hanno deliberato la fusione.

Un fenomeno relativamente nuovo per il mercato italiano si è presentato nel corso del 2007 e ha riguardato alcune iniziative intraprese da gestori di fondi internazionali, soprattutto *hedge funds*, nei confronti della gestione di società quotate, che hanno avuto un impatto rilevante sull'andamento del mercato dei titoli interessati.

In particolare, nel mese di ottobre 2007, la Consob è intervenuta con richieste di informazioni in seguito alla diffusione da parte dell'*hedge fund* Algebris, azionista di Generali con lo 0,3% e in possesso di opzioni di acquisto per salire fino all'1%, del testo di una propria lettera recapitata al presidente e ai due amministratori delegati di Generali. Nella lettera venivano sollevate critiche relative alla *corporate governance* e ai sistemi di incentivazione del *management* e si indicava che tali problemi erano in grado di produrre una sottovalutazione della società stimata pari a circa il 40%.

La Commissione, in considerazione del forte aumento delle quotazioni e degli scambi determinatosi in seguito alla diffusione della lettera, ha richiesto, a Generali, di commentare le osservazioni del fondo e gli eventuali rapporti intervenuti con il fondo e, al fondo Algebris, di manifestare le proprie intenzioni in merito all'eventuale incremento della propria partecipazione in Generali, al fine di fornire al mercato tutti gli elementi informativi necessari per una corretta valutazione dell'evolversi del dialogo tra le parti.

Profili di particolare rilevanza per l'informazione al mercato e per la tutela degli azionisti di minoranza si sono presentati inoltre con riferimento a una serie di operazioni che hanno come elemento comune quello di prevedere la realizzazione di un'offerta pubblica d'acquisto volontaria su titoli quotati da parte del soggetto controllante. In tale situazione il mercato si trova infatti in una situazione di strutturale asimmetria informativa rispetto al soggetto che promuove l'offerta, con profili potenzialmente critici simili a quelli tipici delle operazioni con parti correlate, ed è quindi particolarmente importante, da un lato, assicurare una completa e tempestiva informazione al mercato, dall'altro garantire che i diversi meccanismi e funzioni di controllo interno previsti dal sistema di governo societario della società oggetto dell'offerta assicurino un'adeguata tutela degli interessi di tutti gli azionisti e non solo di quelli di controllo. Questi aspetti possono diventare particolarmente rilevanti nella fase attuale del mercato azionario, nella quale la rilevante riduzione delle quotazioni intervenuta può incentivare gli azionisti di controllo a lanciare offerte volte a cancellare i titoli dalla quotazione, con la conseguente difficoltà per gli azionisti di minoranza di valutare la convenienza dell'adesione all'offerta soprattutto in un contesto di forte incertezza generalizzata sull'andamento del mercato.

Tale situazione si è presentata nei primi mesi del 2008, in riferimento al progetto di riorganizzazione del gruppo Fondiaria-Sai, che coinvolge anche due altre società quotate del gruppo: Immobiliare Lombarda Spa, che è oggetto di un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria da parte della controllante, e Milano Assicurazioni Spa, cui verrebbero conferite alcune partecipazioni in società controllate non quotate detenute da Fondiaria-Sai.

Al fine di consentire agli investitori di valutare correttamente tali operazioni e di mantenere un'adeguata simmetria informativa sul mercato, la Commissione, mediante ripetuti interventi, ha richiesto a Fondiaria-Sai di fornire maggiori dettagli con riguardo ai conferimenti e ha invitato tutte le società coinvolte a rendere note le modalità attraverso le quali fosse stato assicurato il rispetto dei criteri di correttezza sostanziale e procedurale richiamati nei principi di comportamento approvati dalle società per l'effettuazione di operazioni significative e con parti correlate, nonché le modalità e i termini del coinvolgimento nelle operazioni degli amministratori indipendenti. Inoltre, la Commissione ha richiesto a Immobiliare Lombarda di fornire indicazioni in merito alle valutazioni preliminari che il consiglio di amministrazione avesse effettuato circa l'apprezzamento dell'offerta, all'intervento di esperti indipendenti e a ogni altro intervento ritenuto necessario per tutelare l'interesse dei propri azionisti. Nel mese di febbraio 2008, il Cda di Immobiliare Lombarda, con l'astensione degli amministratori non indipendenti, condividendo il parere espresso dall'esperto indipendente, ha ritenuto non congruo il corrispettivo dell'offerta promossa da Fondiaria-Sai.

Analoghi profili critici sono emersi, sempre dei primi mesi del 2008, con l'Opa promossa dai principali azionisti di Ducati Motor Holding sulle azioni della società finalizzata al *delisting*. Anche in tal caso, al fine di consentire agli investitori di valutare correttamente l'offerta e di mantenere un'adeguata simmetria informativa sul mercato, la Commissione ha richiesto alla società quotata di fornire maggiori dettagli in merito alle modalità e ai termini del coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella valutazione dell'operazione, al rispetto sostanziale e procedurale delle norme di *corporate governance* e all'intervento di esperti indipendenti e di ogni altra azione ritenuta necessaria per tutelare l'interesse degli azionisti di minoranza.

Aspetti in parte simili si sono presentati anche nel caso di alcune offerte pubbliche di acquisto promosse su quote di fondi comuni di investimento di tipo chiuso da parte di soggetti appartenenti allo stesso gruppo della società di gestione che ha emesso tali quote.

Nel 2007 sono state infatti realizzate le prime operazioni di questo tipo sul mercato italiano. Vista la novità dell'operazione e in mancanza di disposizioni specifiche in materia, la disciplina applicata è stata quella prevista in via generale per le Opa volontarie dagli artt. 102 e seguenti del Tuf nel testo all'epoca vigente, opportunamente adattata – ove necessario – per tenere conto delle peculiarità della fattispecie. Tale adattamento è avvenuto, ad esempio, con riferimento alle previsioni di cui all'art. 103, comma 3, del Tuf, che richiede all'emittente di diffondere un comunicato in cui siano rappresentate le proprie valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo proposto: nel caso delle Opa aventi ad oggetto quote di fondi, che si configurano come patrimoni autonomi sprovvisti di personalità giuridica, il ruolo spettante agli emittenti societari nell'approvazione di detto comunicato è stato attribuito alla società di gestione del fondo e, più specificamente, al consiglio di amministrazione della stessa.

Particolarmente rilevanti sono risultate le offerte aventi ad oggetto la totalità delle quote dei fondi comuni di investimento immobiliare di tipo chiuso (tipologia uso uffici) denominati Tecla e Berenice, organizzati e gestiti dalla Pirelli & C. Real Estate Sgr, sui quali successivamente al lancio di un'offerta da parte di Gamma Re Bv (società facente capo al gruppo Pirelli e al gruppo Morgan Stanley) è intervenuta un'offerta concorrente promossa da Zwinger Opco 6 Bv (società partecipata indirettamente da fondi del gruppo Goldman Sachs) e da Galante S.r.l. (società indirettamente controllata da Merrill Lynch & Co. Inc.).

Nel corso dell'offerta si sono succeduti ripetuti rilanci da parte di entrambi gli offerenti che hanno alla fine portato Zwinger a mantenere soltanto l'offerta su Berenice, rinunciando all'Opa su Tecla; parallelamente, Gamma Re ha concluso con successo l'offerta su Tecla, rinunciando all'Opa su Berenice. In entrambi i casi i prezzi finali sono stati significativamente superiori ai prezzi dell'offerta iniziale (del 17% per le quote del fondo Tecla e del 69% per le quote del fondo Berenice).

La Consob ha seguito con particolare attenzione le modalità con cui si sono svolte le sopra citate offerte pubbliche di acquisto, svolgendo anche approfondite analisi, finalizzate a individuare eventuali comportamenti, da parte dei soggetti coinvolti, in violazione delle regole in materia di trasparenza e correttezza dell'informativa fornita agli azionisti e al mercato, e delle regole di diligente e corretto comportamento da parte dei soggetti gestori.

2. Le attività di vigilanza sulla crisi del mercato dei subprime e sul fenomeno degli strumenti derivati

2.1. La vigilanza sul coinvolgimento dei soggetti vigilati nella crisi del mercato dei subprime

Dall'emergere della c.d. crisi *subprime* nel mese di luglio, la Consob ha agito su due fronti. In una prima fase, operando in stretto coordinamento con la Banca d'Italia e l'Isvap, si sono ricostruiti i contorni e gli effetti della crisi sul mercato domestico, assumendo informazioni sull'esposizione di banche e assicurazioni quotate verso il fenomeno dei mutui *subprime*; è stata, inoltre, appurata l'esposizione delle famiglie verso strumenti finanziari legati a tali rischi. Nella seconda fase sono state, invece, intraprese le necessarie iniziative per garantire al mercato un adeguato e completo flusso informativo atto a preservare la correttezza dei meccanismi di formazione dei prezzi.

In situazioni di crisi sistemica gli interventi di vigilanza informativa richiedono un attento bilanciamento fra le esigenze di trasparenza del mercato e il pericolo di ingenerare ulteriori elementi di turbolenza, amplificando le tensioni esistenti. Inoltre, come in altre occasioni (non ultime le vicende delle scalate bancarie), è emersa la tensione fra l'interesse del mercato a ricevere un flusso di informazioni costante, completo e accurato, atto a poter

correggere tempestivamente le decisioni di investimento, e l'esigenza di garantire la stabilità degli intermediari e del sistema nel suo complesso.

Il modello di ripartizione delle Autorità di vigilanza sulla base della finalità dei compiti (stabilità, trasparenza e correttezza) consente di perseguire in maniera trasparente i diversi obiettivi, sollecitando opportune e tempestive forme di dialogo e cooperazione fra le Autorità, che nel caso della crisi in esame si sono dimostrate proficue ed efficaci, e rafforza i meccanismi di cosiddetta *accountability* delle Autorità di vigilanza nei confronti delle istituzioni politiche. La presenza di Autorità specializzate nel perseguimento di distinte finalità previene poi il rischio di un sistematico prevalere delle istanze di stabilità rispetto a quelle di protezione delle famiglie che investono il proprio risparmio in azioni oltre che in titoli di debito o depositi.

Nel mese di agosto, la Commissione ha richiesto e acquisito⁽³⁸⁾ dalle società di assicurazioni quotate notizie sulla loro esposizione in qualità di erogatori di mutui *subprime*; investitori a rischio proprio e gestori di prodotti finanziari aventi come attività sottostante i predetti mutui.

Sempre nel mese di agosto, la Consob ha chiesto ai 10 principali intermediari italiani di comunicare informazioni sulla presenza di strumenti finanziari collegati a mutui *subprime* americani nei portafogli amministrati alle date del 30 giugno 2007 e del 20 agosto 2007 e di indicare i controvalori per ciascuno strumento finanziario.

Contestualmente venivano acquisite dalla Banca d'Italia notizie sugli esiti dell'indagine da essa avviata relativa all'esposizione dei principali istituti di credito verso strumenti finanziari aventi come sottostante mutui *subprime* ovvero mutui erogati a soggetti cosiddetti "Alt-A" (cioè la categoria di rischio immediatamente superiore ai *subprime*).

Il flusso informativo così acquisito ha confermato l'assenza di rischi di rilievo e un impatto limitato sul livello dei coefficienti patrimoniali per le maggiori banche italiane nonché un'esposizione (diretta o tramite prodotti del risparmio gestito) del settore assicurativo praticamente nulla, sia per le assicurazioni di maggiore che per quelle di minore dimensione.

Approfondimenti si sono resi necessari solo per una società appartenente al gruppo Unicredit che aveva effettuato strutturazioni di prodotti *Collateralized Debt Obligation* (CDO) con garanzie collaterali costituite per circa la metà del loro importo da *Asset Backed Securities* (Abs) con rischio *subprime/Alt-A*. L'importo di tali strutturazioni risultava molto rilevante (14,7 miliardi di euro, di cui 7,4 miliardi con collaterali aventi ad oggetto strumenti finanziari con rischio *subprime*) ma, stando a quanto comunicato dallo stesso gruppo Unicredit, "le tranche equity dei *Collateralized Debt Obligation* (CDO) con sottostante rischio *subprime* sarebbero state sottoscritte da investitori istituzionali".

La Consob a fine agosto ha convocato gli esponenti aziendali del gruppo Unicredit che hanno dichiarato di escludere rischi di rilievo per la società controllata. Sono anche stati chiesti chiarimenti sull'esposizione verso la banca tedesca Ikb (tra le prime a essere coinvolte nel rischio *subprime*), che è risultata di importo non critico in relazione alla dimensione del gruppo Unicredit.

Al termine dell'indagine, la Consob ha formulato a tutte le 29 banche quotate e a tutte le 9 imprese di assicurazioni quotate la richiesta, ai sensi dell'art. 114 del Testo Unico della Finanza, di fornire un'adeguata informativa circa i prevedibili impatti dell'esposizione verso strumenti finanziari riconducibili ai cosiddetti mutui *subprime* in occasione della prima pubblicazione dei risultati contabili di periodo e, ove di importo significativo rispetto alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria, di procedere senza indugio alla loro diffusione tramite comunicato stampa⁽³⁹⁾.

Dalle informazioni pubblicate è risultato che l'esposizione, sia per quanto concerne il portafoglio di proprietà sia per quello di terzi, era all'epoca generalmente limitata e in taluni casi inesistente.

Contemporaneamente alle iniziative mirate ad assicurare adeguata trasparenza sul mercato, la Consob ha avviato indagini per quantificare la diffusione di strumenti finanziari connessi a rischi legati a mutui *subprime* nei portafogli "amministrati" o "gestiti" per conto della clientela.

Dalle indagini è emersa la pressoché completa assenza dei titoli in questione nei depositi amministrati di pertinenza dei clienti. Solo taluni intermediari hanno segnalato la presenza nei *dossier* titoli della clientela amministrata di modesti investimenti in quote di fondi (perlopiù lussemburghesi, armonizzati e autorizzati alla commercializzazione nei paesi dell'Unione Europea) esposti ai rischi in esame. Il controvalore degli investimenti in fondi a rischio *subprime* rispetto al controvalore complessivo degli strumenti finanziari di pertinenza della clientela, alla data del 30 giugno 2007, è risultato pari allo 0,1%.

Con riferimento all'indagine sul risparmio gestito è emerso che le consistenze di cartolarizzazioni nel portafoglio delle gestioni individuali e collettive istituite in Italia con sottostanti riconducibili in generale a mutui ipotecari (quindi non solo *subprime*) ammontavano a circa 487 milioni di euro, interamente riconducibili ai portafogli gestiti da società di gestione del risparmio (362 milioni di euro riferibili a gestioni individuali e 125 a gestioni collettive).

Gli investimenti in titoli collegati indirettamente a *basket* di prestiti sono risultati pari a circa 353 milioni di euro, caratterizzati per oltre il 95% da *rating* superiori ad A. Gli investimenti riconducibili a titoli collegati esclusivamente a prestiti *subprime* sono risultati invece pari a circa 30 milioni di euro, tutti con *rating investment grade*.

Per ciò che riguarda le gestioni individuali, l'investimento in titoli direttamente esposti al rischio *subprime* pesava per lo 0,07% del portafoglio complessivo e per il 2,46% degli investimenti in cartolarizzazioni.

Per ciò che riguarda le gestioni collettive, si sono individuati 11 fondi comuni aperti con esposizioni potenzialmente riconducibili a mutui *subprime* e la quota dei titoli esposti a tale rischio sul patrimonio complessivo era pari in media allo 0,7%. Si è rilevato, inoltre, un fondo speculativo specializzato in investimenti in *asset backed securities* (Abs) con un'esposizione pari a 37 milioni di euro, rispetto a un patrimonio complessivo di 125 (30% circa).

A differenza di quanto verificatosi in alcuni paesi europei (Francia, Lussemburgo e Austria) nei quali vi sono stati alcuni casi di fondi comuni aperti che hanno temporaneamente sospeso i riscatti per via della impossibilità di stabilire il valore delle quote, data la mancanza di prezzi significativi sui titoli collegati a mutui *subprime*, casi del genere non si sono verificati nel mercato dei fondi italiani.

Dall'aggiornamento dell'analisi alla fine del 2007 è emerso che le consistenze di cartolarizzazioni nel portafoglio delle gestioni individuali e collettive istituite in Italia con sottostanti riconducibili direttamente a mutui ipotecari *subprime* o *Alternative A*⁽⁴⁰⁾ erano pari a 45 milioni di euro, mentre se si considerano anche gli strumenti collegati (Collateralized Debt Obligation - CDO), non necessariamente costituiti da *subprime*, gli investimenti ammontavano, alla fine del 2007, a circa 291 milioni di euro. Sono presenti inoltre cartolarizzazioni di crediti *non performing* per circa 28 milioni di euro.

In rapporto al totale delle cartolarizzazioni (inclusi i *covered bond*) l'investimento in titoli potenzialmente esposti al rischio *subprime* risulta allo stato molto limitato (1,22%); gli investimenti in esame sono risultati tutti con *rating* primari (al 4 marzo 2008) superiori o uguali ad A-.

Gli intermediari che alla fine dell'anno detenevano investimenti in mutui *subprime* o *Alternative A* erano Bnp Paribas Am Sgr, Allianz Global Investor Italia Sgr e residualmente Dws Investment Italy Sgr.

Il complesso delle indagini effettuate finora ha mostrato che l'esposizione delle famiglie e dei risparmiatori *retail* italiani al mercato degli strumenti finanziari legati ai mutui *subprime* non presenta allo stato particolari profili di criticità.

La crisi dei mutui *subprime* ha peraltro mostrato come uno *shock* che trae origine da un segmento relativamente circoscritto del sistema finanziario può rapidamente propagarsi su scala internazionale. La riduzione dei prezzi dei titoli direttamente esposti al rischio *subprime* ha rapidamente contagiato tutti gli altri segmenti del mercato delle cartolarizzazioni, anche per effetto della diffusione di incertezze sull'accuratezza dei giudizi delle società di *rating*. La crisi si è estesa al mercato primario e ha reso problematico il rifinanziamento di alcune operazioni di cartolarizzazione a breve termine

di veicoli verso i quali alcune banche avevano esposizioni finanziarie. I timori relativi all'emergere di problemi di stabilità, insieme alle notizie sulle difficoltà di alcuni *hedge fund*, hanno contribuito a estendere gli effetti della crisi ai mercati azionari.

La crisi ha messo in luce come il mercato delle cartolarizzazioni presenti problemi strutturali di valutazione degli strumenti finanziari e di trasparenza delle operazioni.

Sotto il primo profilo, è stata messa in discussione la capacità delle agenzie di *rating* di rivedere tempestivamente i propri giudizi, e in alcuni casi la stessa validità dei modelli di assegnazione iniziale del *rating*, potenzialmente condizionati dalla presenza di conflitti d'interessi. Per ciò che riguarda la trasparenza, invece, è emerso come l'accesso a informazioni *price sensitive* riguardanti operazioni di cartolarizzazione e crediti sottostanti è difficile e costoso e ciò impedisce agli investitori di pervenire a un giudizio autonomo sui rischi dei titoli.

Per ciò che riguarda le implicazioni regolamentari, la disciplina delle agenzie di *rating* si è rivelata uno dei nodi più importanti da sciogliere. L'attuale approccio basato interamente sull'autodisciplina, è oggetto di discussione nelle principali sedi internazionali ed europee alle quali la Consob partecipa attivamente (Iosco e Cesr). L'assetto oligopolistico e globalizzato del mercato rende infatti necessaria un'azione coordinata a livello globale.

La Consob sta valutando anche l'opportunità di rivedere il regolamento varato in occasione dell'approvazione della disciplina nazionale sulle cartolarizzazioni. Appare infatti opportuno riflettere sulla possibilità di definire specifici obblighi informativi nei confronti dei soggetti che realizzano operazioni di cartolarizzazione, anche se rivolte esclusivamente a investitori professionali, per assicurare piena trasparenza ai *covenants* e alle condizioni contrattuali che legano i soggetti che partecipano all'operazione e garantire al mercato un flusso informativo periodico sull'evoluzione della qualità degli attivi cartolarizzati e di altri elementi che possono condizionare il prezzo dei titoli.

La Consob sta inoltre valutando l'opportunità di richiamare le società di revisione che esprimono giudizi sui bilanci degli emittenti quotati a una particolare attenzione alle operazioni di cartolarizzazione, ai titoli emessi a fronte di tali operazioni e ai derivati sul rischio di credito, affinché il bilancio renda trasparente l'esposizione a tali strumenti, l'effettivo trasferimento del rischio verso soggetti terzi ovvero la permanenza in capo all'emittente di rischi potenziali condizionati al verificarsi di specifici eventi.

2.2. La vigilanza sul collocamento di strumenti finanziari derivati da parte degli intermediari italiani

L'attività della Consob in materia di derivati

Negli ultimi anni si è registrata un'intensa crescita delle operazioni su derivati negoziati su mercati non regolamentati (derivati *Over The Counter* - Otc). Secondo le informazioni raccolte dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, nel periodo 2000-2006 il controvalore nozionale dei derivati Otc nei paesi del G-10 si è più che quadruplicato, passando da 95.000 a 386.000 miliardi di dollari Usa. I dati pubblicati dalla Banca d'Italia indicano che nel periodo 2000-2006 il controvalore nozionale dei derivati Otc detenuti dai principali gruppi bancari italiani è passato da 1.400 a 6.200 miliardi di dollari Usa.

I dati più recenti confermano un utilizzo intenso dei derivati sia parte delle banche, che hanno posizioni in derivati superiori al totale delle attività in bilancio, sia da parte dei soggetti non finanziari. In particolare, si può stimare che le imprese quotate utilizzano derivati per coprire i rischi su circa il 70% delle loro passività finanziarie, mentre quelle non quotate coprono il 20% circa delle loro passività; per gli Enti Locali i dati disponibili indicano una copertura di circa 1/3 dell'indebitamento, ma probabilmente sottostimano largamente il fenomeno per la mancanza di informazioni sull'esposizione con intermediari esteri.

Il mercato dei derivati Otc ha caratteristiche che ne rendono il funzionamento profondamente diverso da quello dei mercati di altri strumenti finanziari.

Il basso livello di standardizzazione dei contratti derivati determina, di fatto, l'impossibilità della circolazione e del trasferimento delle posizioni fra soggetti diversi dalle controparti originarie. Tale circostanza implica l'assenza di prezzi di riferimento generati da mercati secondari liquidi ed efficienti. La presenza di clausole complesse rende difficoltosa l'adozione, da parte degli stessi intermediari, di modelli per una corretta e completa valutazione del profilo di rischio-rendimento e il *pricing* dei contratti, introducendo nel sistema anche un "rischio di modello". Infine, l'assenza di una controparte centrale che garantisce il buon fine delle operazioni, normalmente presente nei mercati regolamentati di strumenti derivati, comporta per gli operatori l'assunzione di elevati rischi di controparte e implica l'assenza di un meccanismo pubblico e trasparente di valorizzazione giornaliera del valore di mercato (cosiddetto *marking to market*). Una partecipazione "consapevole" al mercato dei derivati Otc richiede dunque elevate competenze finanziarie e sofisticate capacità di gestione dei rischi.

L'azione della Consob in materia di derivati è stata avviata sin dal 2004 e ha condotto a diverse iniziative di vigilanza e alla conclusione di due procedimenti sanzionatori nel 2007 con l'irrogazione di sanzioni per 780.000 euro nei confronti di due intermediari del gruppo Unicredit e alla contestazione di nuove ipotesi di infrazione nei confronti di altri soggetti.

Dall'indagine realizzata nel 2004 era emersa la rilevanza dell'esposizione al mercato dei derivati di imprese non finanziarie e di enti pubblici.

Le famiglie sono risultate coinvolte quasi esclusivamente in modo indiretto, attraverso la sottoscrizione di prodotti strutturati emessi da banche e assicurazioni che incorporano strumenti derivati. La Consob aveva in quest'occasione ribadito i problemi che derivavano dall'esistenza di minori obblighi di trasparenza per i prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni e dall'esclusione, in determinate circostanze, dell'applicabilità delle regole di condotta in capo agli intermediari collocatori. La legge n. 262 del 2005 e le modifiche della disciplina primaria e secondaria per il recepimento della MiFID hanno rimosso tali asimmetrie regolamentari, equiparando la disciplina dei prodotti bancari e assicurativi a quella degli altri prodotti e strumenti finanziari, realizzando così un rafforzamento del livello di tutela dei risparmiatori.

Dall'indagine della Consob era inoltre risultato che i contratti di gran lunga più diffusi fra imprese ed enti pubblici erano gli *interest rate swap* e che le forme di *swap* maggiormente trattate erano quelle cosiddette complesse o "esotiche". Risultavano pure molto diffusi i contratti *swap non par* che prevedevano, sin dal momento della stipula, un valore di mercato negativo per i clienti; l'equilibrio finanziario della transazione veniva in alcuni casi realizzato mediante il versamento di una somma di denaro *upfront* da parte dell'intermediario⁽⁴¹⁾.

Gli intermediari offrivano i derivati Otc assumendo posizioni in contropartita diretta con i clienti che risultavano classificati come "operatori qualificati". Grazie a tale qualificazione, gli intermediari risultavano tenuti a rispettare solamente i doveri generali di trasparenza, correttezza e diligenza, ma non quelli, molto più pregnanti e articolati, di valutazione della piena adeguatezza degli strumenti proposti o consigliati alla propensione al rischio, alla situazione patrimoniale e alle conoscenze finanziarie dei clienti.

Gli esiti dell'indagine, unitamente all'analisi degli esposti nel frattempo pervenuti alla Consob e alle segnalazioni statistiche di vigilanza, hanno indotto la Commissione ad avviare specifiche azioni di vigilanza, esaminando analiticamente l'operatività dei principali gruppi bancari operanti sul mercato dei derivati Otc; operatività che, data l'elevata concentrazione del settore, rappresentava circa i 2/3 dell'intero mercato.

Sono state quindi avviate, anche in collaborazione con la Banca d'Italia, verifiche ispettive per accertare le modalità della cosiddetta "ingegnerizzazione" dei prodotti derivati Otc e la loro "distribuzione" ai clienti non finanziari.

Le verifiche condotte hanno messo in luce che i derivati Otc sono stati generalmente proposti alla clientela come strumenti di copertura del rischio. Tuttavia si è spesso rilevata la mancanza di presidi organizzativi e procedurali che potessero assicurare che le operazioni proposte fossero effettivamente definibili di copertura, secondo le indicazioni fornite dalla Consob in apposita Comunicazione ed è anzi risultato che i derivati proposti

erano sovente per loro stessa struttura inadatti al soddisfacimento dei bisogni di copertura di aziende non finanziarie o di enti pubblici.

In alcuni casi si è poi rilevato che non erano presenti procedure aziendali atte a ricostruire a posteriori e a giustificare il *pricing* dei contratti, ma che il prezzo dei contratti era particolarmente vantaggioso per le banche. In sostanza, i derivati erano proposti alla clientela come contratti alla pari, mentre in realtà presentavano un valore di mercato negativo per i clienti.

A conclusione degli accertamenti, la Consob ha avviato e concluso due procedimenti sanzionatori per violazione della normativa di settore, con specifico riguardo alle procedure aziendali, risultate non idonee a garantire la ordinata, corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti derivati Otc. I procedimenti hanno riguardato sia carenze nella fase di “produzione” (procedure di ingegnerizzazione dei prodotti e di *pricing*, governo del processo produttivo da parte del vertice aziendale) sia nella fase “distributiva” (selezione della clientela, selezione delle operazioni e vigilanza degli addetti).

Considerate le generalizzate carenze rilevate nel settore della vendita di derivati Otc, la Consob ha poi avviato un’iniziativa di vigilanza di carattere più ampio, attraverso la convocazione degli esponenti aziendali di diversi intermediari – non solo di quelli sanzionati – per esaminare lo sviluppo di misure urgenti di adeguamento della struttura operativa agli obblighi normativi, in tutte le fasi produttive e distributive.

In particolare, nella fase distributiva, gli intermediari dovranno valutare le reali necessità di copertura dei clienti e suggerire i prodotti più idonei, anche tenendo conto del costo di opportunità alternative.

È stata sottolineata la necessità che gli intermediari si dotino di procedure di *pricing* trasparenti e verificabili *ex post* e che il processo di *pricing* sia predeterminato, basato su metodologie di valutazione diffuse sul mercato e oggetto di revisioni periodiche sia da parte delle strutture di *front office* sia da parte della funzione di controllo interno.

Le innovazioni derivanti dal recepimento della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID)

Il quadro normativo applicabile al collocamento di strumenti derivati, e più in generale alla prestazione di servizi di investimento, è destinato a mutare a seguito dell’avvenuto recepimento della direttiva MiFID.

L’impostazione di fondo della MiFID è in linea di principio analoga a quella del “vecchio regime”, prevedendo una graduazione delle tutele in relazione alla tipologia di clientela con cui opera l’intermediario. Vi è però una novità importante rappresentata da una più puntale e articolata metodologia di classificazione della clientela.

La MiFID ha introdotto la distinzione fra “clienti al dettaglio” e “clienti professionali” che, in linea generale, riflette la distinzione fra “operatori qualificati” e altri investitori (cioè la clientela *retail*) del “vecchio” regime. Nella MiFID la nozione di “cliente professionale” è però più articolata rispetto al vecchio ordinamento.

In particolare, è prevista la distinzione fra clienti professionali “di diritto” e clienti professionali “su richiesta”. I clienti considerati professionali di diritto sono fondamentalmente gli intermediari finanziari, gli investitori istituzionali e le grandi imprese non finanziarie che superano almeno due di tre parametri dimensionali predefiniti a livello di bilancio civilistico (attivo superiore a 20 milioni di euro, fatturato superiore a 40 milioni di euro e fondi propri superiori a 2 milioni di euro). A tali clienti privati professionali “di diritto” si aggiungono quelli pubblici, che il Ministero dell’economia e delle finanze deve individuare con apposita disciplina, sentite la Consob e la Banca d’Italia.

La MiFID prevede poi che, affinché un cliente al dettaglio possa essere su propria richiesta classificato come professionale, l’intermediario deve valutarne adeguatamente le conoscenze e le esperienze ed essere sicuro che sia in grado di adottare consapevolmente le decisioni di investimento e comprendere i rischi che assume. Al tal fine non è più sufficiente, come nel “vecchio regime”, una semplice “autocertificazione” del cliente; sarà necessaria una valutazione da parte dell’intermediario basata su elementi oggettivi.

Questa nuova impostazione avrà un impatto rilevante sul quadro della disciplina della vendita dei derivati alle imprese. Infatti, le soglie dimensionali fissate dalla MiFID per classificare un’impresa come “cliente professionale” risultano elevate, tenuto conto della frammentazione del nostro sistema industriale e produttivo, ma anche della larga diffusione delle strutture di gruppo (i parametri della MiFID si applicano infatti a livello di singola impresa). È dunque stimabile che, applicando i parametri dimensionali della MiFID, moltissime imprese non finanziarie con posizioni in derivati Otc non rientrino nella categoria dei clienti professionali né abbiano i requisiti oggettivi previsti dalla MiFID per potere essere classificate professionali “su richiesta”.

L’applicazione del nuovo regime avrà dunque l’effetto di innalzare i livelli di tutela per le imprese che operano in derivati, limitando fortemente la possibilità che esse siano classificate come clienti professionali. Per ciò che riguarda i soggetti pubblici, e più in particolare, gli Enti locali, inciderà anche la disciplina in corso di predisposizione da parte del Ministero dell’economia.

La vicenda Italease

Una vicenda di particolare gravità è emersa verso la fine del primo semestre del 2007, quando, anche a seguito di specifiche richieste della Consob, Banca Italease ha comunicato al mercato l’esistenza di rilevanti potenziali rischi di controparte riferibili a strumenti derivati Otc stipulati con la clientela.

I crediti verso clienti per posizioni in derivati risultavano crescere dai 225 milioni di euro del 31 dicembre 2006 a circa 400 milioni di euro alla fine di maggio 2007. Tale esposizione arrivava a circa 920 milioni di euro alla data del 30 giugno 2007.

La Consob ha svolto accertamenti, anche tramite audizioni, nei confronti degli amministratori e del collegio sindacale della Banca, nonché della società di revisione. Nel corso di un'indagine ispettiva è stata acquisita documentazione sull'attività di revisione svolta per l'area derivati della banca relativamente al bilancio 2006.

Gli esiti degli accertamenti hanno evidenziato che a partire dal 2003 Banca Italease ha iniziato un'attività di negoziazione pareggiata di prodotti derivati Otc su tassi di interesse (*Interest Rate Swap* "IRS"). A fronte di ogni strumento derivato sottoscritto con la clientela, la Banca stipulava nella stessa giornata un contratto speculare con una controparte istituzionale finanziaria, in modo che ciascuna posizione risultasse pareggiata⁽⁴²⁾.

Nel 2007, la Consob ha inviato alla Procura della Repubblica di Milano tre segnalazioni. Con la prima ha trasmesso elementi informativi acquisiti nel corso dell'attività di vigilanza. Con la seconda sono state rappresentate considerazioni in merito alla correttezza dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31.12.2006, che hanno condotto all'attivazione dei poteri di impugnativa da parte della Consob in data 31 ottobre 2007. Con la terza sono stati segnalati fatti ritenuti di possibile rilevanza penale ai sensi dell'art. 331 del c.p.p..

In materia di rappresentazione contabile, è emerso che la Banca non ha valutato correttamente l'effettivo rischio di credito, sottovalutando le componenti negative del conto economico. Inoltre, la Banca non ha correttamente descritto in bilancio l'operatività in derivati con la clientela che non poteva essere qualificata come volta alla copertura del rischio di interesse a cui i clienti erano esposti, ma piuttosto di natura speculativa.

La Banca, inoltre, al fine di coprire gli oneri connessi con la chiusura anticipata dei contratti con i clienti senza richiedere il relativo corrispettivo, ha stipulato con i clienti e con le banche controparti contratti derivati che presentavano profili di rischio ancora più elevati di quelli chiusi anticipatamente.

Peraltro, non è stata fornita una corretta informativa in merito alle commissioni incassate dalle banche prodotto che hanno contribuito alla realizzazione di un risultato positivo da parte della società. Tali commissioni, contrariamente a quanto dichiarato, non erano il compenso di un servizio reso alla clientela, ma essenzialmente il contributo fornito dalle banche controparti per la stipula di contratti molto onerosi per la banca e quindi con un profilo di rischio elevato.

La Banca, infine, non ha fornito in bilancio una descrizione corretta dei rischi sottostanti le operazioni di cartolarizzazioni.

Tali carenze hanno determinato la non corretta contabilizzazione dei rischi della società e l'omissione di informazioni rilevanti nei bilanci d'esercizio e consolidato 2006 che non hanno fatto percepire i reali rischi a cui la società era sottoposta.

Il comportamento della banca, nella prestazione di servizi di investimento, è stato oggetto delle necessarie iniziative di vigilanza.

3. Le nuove aree di vigilanza della Consob

3.1. La vigilanza di trasparenza sui prodotti finanziario-assicurativi

La competenza istituzionale attribuita alla Consob in tema di trasparenza dei prodotti finanziari offerti al pubblico dei risparmiatori comprende oggi, grazie agli interventi legislativi effettuati nel corso del 2005 e 2006 (l. 262/2005 e d.lgs. 303/2006), i contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario, individuati dalla stessa legge nelle polizze dei rami vita III (cc.dd. *unit e index linked*) e V (operazioni di capitalizzazione), fatta eccezione per i contratti destinati ad attuare forme pensionistiche complementari.

Le ragioni di tale scelta normativa sono da rintracciare nella volontà del legislatore di eliminare l'eterogeneità nella disciplina della trasparenza di prodotti finanziari fungibili, ma emessi da soggetti disciplinati, in virtù dell'attività economica svolta, da regimi normativi differenti.

La Consob, esercitando la propria potestà normativa, ha predisposto, nell'ambito delle disposizioni regolamentari in materia di emittenti, le regole che le imprese di assicurazione devono rispettare nello svolgimento dell'offerta e gli schemi di prospetto per i differenti "prodotti finanziari-assicurativi", con l'obiettivo di favorire:

- una miglior comprensione delle caratteristiche finanziarie di tali prodotti;
- una maggior fruibilità dell'informativa per gli investitori non sofisticati;
- una più agevole comparabilità con i prodotti percepiti, dagli stessi investitori, come equivalenti.

Nel rispetto dei vincoli comunitari posti dalle direttive del settore assicurativo (Direttiva 2002/83/CE) e in coerenza con le scelte già operate dal legislatore nazionale nel Codice delle assicurazioni private (d.lgs. 209/2005), non è stato previsto un regime di autorizzazione del prospetto che viene depositato presso l'archivio della Consob, contestualmente all'avvio dell'offerta.

Non essendo previsto un controllo preventivo del prospetto, la Consob ha ritenuto necessario, anche per poter eventualmente esercitare i poteri interdittivi di cui all'art. 99 del Tuf, sviluppare meccanismi di monitoraggio della trasparenza dell'offerta in una fase successiva al deposito del Prospetto.