

Il decreto legislativo n. 179/2007 delega, a sua volta, la Consob a regolamentare, sentita la Banca d'Italia, alcuni aspetti dell'organizzazione e del funzionamento della Camera di conciliazione e arbitrato. In particolare, la Consob, con regolamento da adottare entro il 14 novembre 2008, dovrà disciplinare l'organizzazione della Camera di conciliazione e di arbitrato e le funzioni a essa attribuite; le modalità di nomina e i requisiti dei componenti l'elenco dei conciliatori e degli arbitri; la periodicità dell'aggiornamento degli elenchi dei conciliatori e degli arbitri; le norme per i procedimenti di conciliazione e di arbitrato.

Con specifico riguardo alle procedure di conciliazione, il regolamento di attuazione dovrà anche definire le modalità di nomina e il compenso spettante al conciliatore e l'importo posto a carico degli utenti per la fruizione del servizio di conciliazione. Relativamente alle procedure di arbitrato, la Consob dovrà regolamentare le modalità di nomina, la responsabilità e l'onorario degli arbitri; le tariffe dovute alla Camera per il servizio di arbitrato; i presupposti e caratteristiche della procedura semplificata di arbitrato finalizzata a riconoscere un indennizzo a favore del risparmiatore; i criteri in base ai quali definire l'indennizzo a seguito della procedura semplificata.

Oltre a dettare la disciplina regolamentare che permetterà il funzionamento della Camera di conciliazione e di arbitrato, la Consob dovrà assicurare alla stessa in necessario supporto operativo. Come espressamente previsto dall'art. 2, comma 2 del decreto legislativo n. 179/2007, infatti, il nuovo organismo svolgerà la propria attività avvalendosi di strutture e risorse individuate dalla Consob.

Gli organismi camerali che amministrano procedure di conciliazione e arbitrato – attraverso la tenuta di albi di conciliatori e arbitri che provvedono, una volta nominati, alla risoluzione delle singole controversie – rappresentano una realtà diffusa anche in altri settori dell'ordinamento.

Il fenomeno della creazione di organismi di risoluzione stragiudiziale delle controversie risponde alla necessità di predisporre forme di tutela dei diritti patrimoniali dei singoli più efficienti, economiche e snelle rispetto al tradizionale ricorso alla giustizia ordinaria. Tale esigenza non è una caratteristica specifica del nostro sistema nazionale (dove forse è maggiormente avvertita a causa delle difficoltà nel gestire una rilevante mole di procedimenti giudiziari), ma trae origine da indicazioni emerse anche in ambito internazionale. In particolare, a livello comunitario, la Commissione Europea aveva raccomandato già nel 1998 la creazione di organismi di risoluzione stragiudiziale delle controversie, ponendo l'attenzione sul rispetto di alcuni principi. Nel 2001, inoltre, è stata creata la rete europea Fin-net cui aderiscono gli organismi nazionali di risoluzione stragiudiziale di controversie in materia di servizi finanziari, con l'obiettivo di consentire non solo un accesso semplice da parte degli investitori alla risoluzione stragiudiziale delle controversie transfrontaliere, ma anche di permettere uno scambio di principi, informazioni

e *best practices* fra gli organismi che operano a livello nazionale al fine di promuovere regole, procedure e prassi operative comuni.

4. Le risorse umane e l'assetto organizzativo

Nel corso del 2007 l'organico effettivo dell'Istituto è cresciuto di 76 unità (a fronte di 96 assunzioni e di 18 dimissioni) e a fine anno risultavano in servizio 535 dipendenti.

Le nuove assunzioni sono state effettuate sia attraverso concorsi pubblici, rivolti essenzialmente al personale neo-laureato (coadiutore) sia attraverso selezioni per personale a contratto a tempo determinato con specifica esperienza professionale in determinati settori di interesse dell'Istituto. Nel corso dell'anno si sono, inoltre, svolte le procedure per il reclutamento delle risorse assegnate dal decreto legge 14 marzo 2005, n. 35, convertito con legge 14 maggio 2005, n. 80, che ha previsto un incremento di 15 unità, idonee all'immediato svolgimento dei compiti d'Istituto, da assumere con contratto a tempo determinato mediante chiamata diretta, sulla base della elevata qualificazione e dei titoli professionali e di servizio posseduti. Al termine di tali procedure sono stati assunti 5 dirigenti e 9 funzionari.

Nel corso dell'anno, in attuazione del piano delle assunzioni approvato dalla Commissione, sono state pubblicate tre nuove procedure concorsuali, per complessivi 20 posti, da destinare alle sedi di Roma e di Milano ed è stato previsto l'espletamento di procedure concorsuali per l'assunzione di 24 risorse con competenze informatiche e matematico-statistiche.

Le attività di formazione del personale Consob sono state fortemente potenziate per fare fronte alle esigenze emerse a seguito del recepimento delle direttive comunitarie in materia di mercati finanziari e dell'attuazione della legge sul risparmio. Hanno preso avvio alcuni progetti, che saranno pienamente sviluppati nel 2008, per la realizzazione di corsi di formazione interni con il coinvolgimento diretto di esperti nei settori interessati. In conformità agli indirizzi maturati in ambito Cesr, che raccomandano un modello di vigilanza *risk based*, ampio spazio è stato riservato all'aggiornamento delle conoscenze matematiche e statistiche del personale addetto alla predisposizione e alla manutenzione dei sistemi di vigilanza.

Nel 2007 ha avuto un notevole incremento il numero di richieste, da parte di dipendenti recentemente assunti, di autorizzazione al collocamento in congedo straordinario retribuito per la frequenza di dottorati di ricerca (ai sensi dell'art. 2 della legge 13 agosto 1984, n. 476); nell'anno in corso sono state autorizzate 7 domande di congedo straordinario. La partecipazione a dottorati di ricerca riguarda circa il 3,5% dei dipendenti con qualifica di coadiutore e di funzionario di 2^a.

Sebbene l'aumento dei congedi straordinari per motivi di studio confermi l'elevata specializzazione e qualificazione professionale del personale della Consob, l'applicazione

delle disposizioni in materia di dottorati di ricerca nelle Università rappresenta per l'Istituto un elemento di criticità. Vengono temporaneamente meno risorse qualificate impegnate nell'attività di vigilanza; risorse peraltro non sostituibili restando indisponibili i relativi posti nella pianta organica. Inoltre sono a carico dell'Istituto gli oneri retributivi, assicurativi, previdenziali e fiscali, pari complessivamente per tutti i dipendenti finora autorizzati a circa 1 milione e mezzo di euro.

Il radicale cambiamento del quadro normativo (ampiamente descritto nella precedente Sezione I), il connesso ampliamento dei compiti di vigilanza della Consob e l'evoluzione nell'assetto del sistema finanziario hanno reso necessario adottare, nel corso del 2007, un nuovo assetto organizzativo.

Le linee guida alla base della riforma organizzativa sono state: *i)* il mantenimento dell'esistente tripartizione delle funzioni istituzionali di vigilanza, secondo le aree di competenza definite dal Tuf (intermediari, emittenti e mercati), e la creazione di nuove unità dedicate allo svolgimento degli ulteriori compiti attribuiti dalle recenti riforme normative; *ii)* lo sviluppo di maggiori capacità di analisi dell'evoluzione dei mercati per individuare tempestivamente la presenza di nuovi fenomeni e interpretarne i possibili impatti sulle strategie di vigilanza; *iii)* lo sviluppo di strumenti, sempre più sofisticati, di individuazione preventiva dei rischi di comportamenti in contrasto con le norme, secondo un modello *risk-based* che consenta di ottimizzare l'uso delle risorse umane e degli strumenti disponibili; *iv)* la crescita della partecipazione all'attività di regolamentazione internazionale con l'obiettivo di aumentare la capacità di incidere sul processo normativo, al fine di perseguire le esigenze di tutela del mercato italiano nonché favorire la convergenza degli standard comportamentali a livello europeo e internazionale.

L'applicazione di tali principi ha comportato una revisione dell'organizzazione caratterizzata da varie innovazioni.

In particolare è stata creata un'unità organizzativa specializzata nelle attività ispettive, il cui ambito è stato esteso dalle recenti riforme, a supporto delle attività di *enforcement* nei diversi settori di competenza dell'Istituto. Sono state istituite nuove unità organizzative dedicate allo sviluppo di modelli di analisi dei rischi, basati su metodologie statistico-quantitative e sull'analisi degli scenari macroeconomici e di settore, con l'obiettivo di contribuire a elaborare i criteri di selezione e di indirizzo delle attività di vigilanza in una logica preventiva. È stata istituita una specifica funzione per le attività di analisi di impatto della regolamentazione. Si è ritenuto, infine, di potenziare le funzioni di coordinamento al fine di favorire la rapidità dei processi decisionali e la complementarità tra le funzioni svolte nei diversi settori di attività della vigilanza, garantendo una visione il più possibile unitaria dei fenomeni critici e un costante monitoraggio dell'efficienza operativa.

Un approccio di vigilanza che valorizza l'analisi dei fattori di rischio per orientare le attività implica inoltre un alto grado di flessibilità della struttura organizzativa, capace di

adeguare con tempestività l'allocazione e l'utilizzo delle risorse per affrontare fenomeni complessi e soggetti a rapida evoluzione e di assicurare miglioramenti dell'efficienza operativa per ridurre i tempi e i costi dei procedimenti.

Sono in corso di avanzata trattativa ipotesi di ampliamento dei locali delle due sedi di Roma e Milano onde consentire un incremento delle risorse umane al fine di poter far fronte con adeguata tempestività ed efficacia ai sempre più impegnativi compiti che il legislatore ha affidato all'Istituto.

NOTE

(1) Direttiva 2004/39/CE.

(2) Va al riguardo, peraltro, rilevato che nel completare le misure sul Piano d'Azione mancano le iniziative in materia di fondi comuni di investimento, per le quali la Commissione Europea non ha ancora formalizzato la proposta di direttiva di modifica della direttiva 85/611/CEE. Inoltre, la Commissione Europea ha avviato dei *forum* di discussione in materia di *private placement* di fondi e di fondi immobiliari aperti. Si tratta di attività che la Consob segue con particolare impegno anche attraverso il gruppo Cesr sul risparmio gestito, presieduto dal Presidente della Consob.

(3) In particolare il *Financial Services Committee* (Fsc) e l'Ecofin.

(4) *Cesr's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, June 2007 e *Cesr, An evaluation of equivalence of supervisory powers in the EU under the Market Abuse Directive and the Prospectus Directive. A report to the Financial Services Committee* (FSC), June 2007.

(5) *Cesr, Report on Cesr Member's powers under the market abuses directive and its implementing measures*, June 2007.

(6) Committee of European Securities Regulators.

(7) Committee of European Banking Supervisors.

(8) Committee of European Insurance and Occupational Pension Funds Supervisors.

(9) International Organization of Securities Commissions.

(10) International Association of Insurance Supervisors.

(11) Il nuovo testo dell'accordo, inoltre, contempla: (i) comuni principi applicabili alla gestione di crisi con potenziale impatto transnazionale, (ii) l'impegno delle parti ad adattare a livello nazionale l'accordo quadro per la cooperazione nei casi di crisi sistemiche e (iii) specifiche linee guida di carattere pratico da osservare nell'affrontare in concreto le crisi. Un'ulteriore novità concerne la previsione di procedure volte allo scambio di informazioni rilevanti in materia di stabilità finanziaria anche in situazioni di normalità, così da favorire una reazione più solerte delle parti all'eventuale manifestarsi di una crisi.

(12) Si tratta di un rapporto che originariamente aveva ad oggetto esclusivamente una valutazione dell'attuazione dello schema di Codice di condotta Iosco da parte delle agenzie di *rating*, così come richiesto in precedenza dalla Commissione Europea.

(13) Moody's, Standard & Poors, Fitch e Dominion.

(14) Le opzioni prevedono, in particolare, il riconoscimento/registrazione delle agenzie di *rating*, di tipo "leggero" o "pesante", e l'integrazione del nuovo regime all'interno delle procedure di riconoscimento previste dalla direttiva sui requisiti di capitale di attuazione degli accordi di Basilea II.

(15) Regolamento 1287/2006/CE e Direttiva 2006/73/CE.

(16) La categoria delle controparti qualificate costituisce una novità per il nostro ordinamento, a differenza della dicotomia fra clienti al dettaglio e professionali che riflette in linea di massima la preesistente distinzione fra "investitori qualificati" e investitori al dettaglio. La MiFID innova, tuttavia, introducendo una nozione di cliente professionale più precisa e articolata e attribuendo a tale tipologia di clienti nuove tutele.

(17) Questa impostazione segna un'importante discontinuità rispetto alla disciplina italiana previgente, che non prevedeva alcun tipo di valutazione di adeguatezza nel caso di operatività con

“investitori qualificati” (categoria corrispondente, per certi versi, a quella dei clienti professionali della MiFID). Nei confronti degli “investitori qualificati”, infatti, gli intermediari potevano disapplicare quasi tutte le più importanti regole di condotta previste invece per i clienti al dettaglio (conflitti di interesse, operazioni non adeguate, *best execution*, rendicontazione).

⁽¹⁸⁾ Cesr, *Inducements under MiFID - Recommendations*, Maggio 2007 - Ref: Cesr/07-228b.

⁽¹⁹⁾ Quanto all’ampiezza dell’insieme dei prodotti oggetto del servizio, la Consob ha precisato l’intermediario debba individuare, in via preliminare, i prodotti sui quali potranno insistere i “consigli di investimento”, al fine di rendere pienamente edotto il cliente circa l’ampiezza del relativo servizio e, di conseguenza, della tutela discendente dall’applicazione della regola di adeguatezza. Quanto alla periodicità dell’attività, è stato chiarito che anche nel caso di un consiglio “episodico”, il rapporto con il cliente va disegnato sulla regola di adeguatezza (propria della consulenza) e non su quella di appropriatezza. Con riguardo all’associazione della consulenza ai servizi esecutivi, sebbene in via astratta non si possa escludere che i servizi di collocamento o ricezione e trasmissione ordini siano posti in essere senza essere accompagnati dal servizio di consulenza, è elevato il rischio che, stante l’ampia nozione di consulenza adottata dal legislatore comunitario, l’attività concretamente svolta si sostanzia nella presentazione di un dato strumento finanziario come adatto per un determinato cliente, integrando così la consulenza in materia di investimenti. Da qui l’opportunità che l’intermediario intenzionato a operare una scelta di *business* di questo tipo appronti tutti i meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali e di controllo) idonei a garantirne l’attuazione.

⁽²⁰⁾ Le soglie dimensionali fissate dalla MiFID per individuare le imprese che possono essere considerate come professionali di diritto risultano abbastanza elevate tenuto conto della forte frammentazione del sistema industriale italiano e della larga diffusione delle strutture di gruppo (i parametri si applicano infatti a livello di singola impresa). Applicando anche uno solo dei tre parametri previsti dalla MiFID, oltre il 99% delle imprese italiane non rientra nella categoria dei clienti professionali di diritto. La questione assume una particolare valenza nel contesto del sistema finanziario italiano alla luce del fatto che molte imprese non finanziarie (ma anche diversi soggetti pubblici, quali gli enti locali) hanno posizioni in prodotti derivati Otc per la gestione dei rischi di tasso d’interesse (e in minore misura di cambio) che ha dato origine a un rilevante contenzioso con gli intermediari collocatori. È dunque assai probabile che, applicando i parametri dimensionali della MiFID, una larghissima percentuale delle imprese non finanziarie che hanno posizioni in derivati Otc non rientreranno nella categoria dei clienti professionali di diritto. Gli intermediari dovranno dunque riclassificare un numero molto elevato di clienti con esposizioni in derivati Otc ed è assai probabile che pochissime imprese chiederanno di essere classificate come clienti professionali.

⁽²¹⁾ La remunerazione delle reti distributive (banche, reti di promotori) è rappresentata da pagamenti da parte delle società prodotto (Sgr, Sicav, assicurazioni, banche), spesso appartenenti al gruppo, nella forma di retrocessioni delle commissioni di gestione, sulla base di uno specifico accordo quadro fra società prodotto e collocatore. È noto, ad esempio, che circa il 70-80% delle commissioni di gestione dei fondi comuni vengono retrocesse alle reti distributive per remunerare l’attività di collocamento. Il costo della distribuzione è dunque, almeno formalmente, a carico del “produttore”; non si può escludere, tuttavia, che esso venga traslato in parte sul consumatore finale.

⁽²²⁾ Il caso è particolarmente rilevante per il mercato italiano, nel quale circa il 40% del patrimonio delle gestioni individuali è investito in fondi comuni e Oicr (spesso dello stesso gruppo).

⁽²³⁾ L’enfasi viene dunque posta sul contenuto dei servizi finali resi all’investitore, contenuto dal quale potrà derivare la giustificazione dei pagamenti ricevuti da terzi e che, pertanto, deve essere specificato in sede di definizione contrattuale del rapporto tra collocatore e cliente. Posto che nel breve periodo i meccanismi di remunerazione delle reti distributive non subiranno cambiamenti, è verosimile che gli intermediari collocatori continueranno a percepire commissioni dalle società prodotto, ricollegandole formalmente a un servizio consulenziale; in tale circostanza, troverà

applicazione la disciplina relativa alla valutazione di adeguatezza del cliente. In alternativa, gli intermediari collocatori potrebbero offrire prestazioni aggiuntive, volte a rafforzare la qualità del servizio pur in assenza di un servizio di consulenza, che possono giustificare la percezione di commissioni da parte delle società prodotte. Una criticità di questa scelta è rappresentata dal fatto che potrebbe essere difficile assumere che vi sia un accrescimento della qualità del servizio se l'intermediario distribuisce solo strumenti e prodotti finanziari del gruppo (canale "monomarca"), come spesso accade nel contesto italiano.

⁽²⁴⁾ Ai sensi dell'articolo 6, comma 2-*bis*, del Tuf, introdotto dal decreto legislativo di recepimento della MiFID.

⁽²⁵⁾ Ai sensi dell'articolo 5-*bis* e 5-*ter* del Tuf.

⁽²⁶⁾ Direttive 2006/48/CE (CRD) e 2006/49/CE (CAD). Il provvedimento detta, in particolare, gli obblighi a cui i soggetti abilitati si devono uniformare in materia di: i) requisiti generali di organizzazione; ii) continuità dell'attività; iii) organizzazione amministrativa e contabile (compresa l'istituzione della funzione di controllo della conformità alle norme); iv) procedure (anche di controllo interno) per la corretta e trasparente prestazione dei servizi e delle attività di investimento nonché della gestione collettiva del risparmio; v) controllo di conformità alle norme; vi) gestione del rischio dell'impresa; vii) revisione interna; viii) responsabilità dell'alta dirigenza; ix) trattamento dei reclami; x) operazioni personali; xi) esternalizzazione di funzioni essenziali; xii) gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti; xiii) conservazione delle registrazioni; xiv) procedure (anche di controllo interno) per la percezione e corresponsione degli incentivi.

⁽²⁷⁾ Fatti salvi gli obblighi di *best execution*, gli internalizzatori sistematici devono eseguire gli ordini ai prezzi quotati al momento in cui ricevono gli ordini stessi, sebbene in alcuni casi sia consentito il miglioramento del prezzo rispetto al valore quotato (cosiddetto *price improvement*), casi che dipendono dalla dimensione dell'ordine e dalla tipologia di cliente. Le autorità competenti devono controllare che i prezzi pubblicati dagli internalizzatori siano aggiornati regolarmente e riflettano le condizioni di mercato prevalenti e che siano rispettate le condizioni relative al miglioramento del prezzo.

⁽²⁸⁾ "Publication and Consolidation of MiFID Market Transparency Data", Level 3 Cesr's guidelines and recommendations for the consistent implementation of the Directive 2004/39CE and the European Commission's Regulation n. 1287/2006. Il documento è stato formulato in esito a una consultazione pubblica, condotta dal Cesr su mandato della Commissione, dalla quale è emersa l'opinione che, almeno nella prima fase di applicazione della MiFID, non è necessario introdurre misure vincolanti quanto piuttosto linee guida e raccomandazioni.

⁽²⁹⁾ Comunicazione n. DME/8005271 del 21 gennaio 2008.

⁽³⁰⁾ Il 90% circa della raccolta dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione è effettuata attraverso banche e promotori finanziari.

⁽³¹⁾ In particolare, la raccomandazione della Commissione Europea del 16 maggio 2002 ("L'indipendenza dei revisori legali dei conti UE: un insieme di principi fondamentali"), i cui principi sono stati recepiti in un documento "Principi sull'indipendenza del revisore" emanato dai Consigli Nazionali dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri e raccomandato dalla Consob nel 2005.

⁽³²⁾ La Borsa di Dubai, inoltre, detiene il 20% del capitale del Nasdaq e contestualmente il Nasdaq detiene il 33% del capitale della Borsa di Dubai.

⁽³³⁾ Borsa Italiana detiene il pacchetto di maggioranza di Mts (60.37 %). Le restanti quote sono ripartite tra i principali gruppi bancari internazionali.

(34) L'attività di *post-trading* sull'Lse è svolta da London Clearing House (Lch) del gruppo Clearnet, per i servizi di *clearing* e controparte centrale, e da Crest, società del gruppo Euroclear, per quanto riguarda i servizi di *settlement* e custodia titoli.

(35) Al 30 agosto 2006 sull'Aim risultavano quotate 1560 piccole imprese, rispetto alle 3 del Mac e alle 35 dell'Expandi del gennaio 2008.

(36) La situazione in linea di principio è analoga quella che si avrebbe se l'Aim avesse sede legale in Italia, poiché la direttiva prospetto e la direttiva *Transparency* non si applicano agli Mtf. Tuttavia, nella misura in cui un emittente con titoli negoziati (esclusivamente) su un Mtf diviene di fatto un emittente con titoli diffusi, per gli Mtf italiani troverebbe applicazione un regime di informativa continua analogo a quello previsto per i mercati regolamentati.

(37) Sono denominati *sovereign wealth fund* i fondi di investimento controllati direttamente dai governi di alcuni paesi che vengono utilizzati per investire in strumenti finanziari i *surplus* fiscali o le riserve di valuta estera.

(38) Prioritariamente (10 agosto 2007) la richiesta di informazioni è stata rivolta alle 4 società di assicurazioni comprese nel paniere dell'indice Standard & Poor's MIB, cui è seguita pochi giorni dopo (17 agosto 2007) analoga richiesta a tutte le restanti società di assicurazioni quotate.

(39) In particolare, è stato chiesto di riportare nella relazione degli amministratori informazioni e commenti in merito all'esposizione diretta, o tramite società del gruppo, al mercato dei mutui *subprime* in qualità di erogatori dei mutui ovvero di investitori a rischio proprio in prodotti finanziari aventi come attività sottostante gli stessi mutui; è stato anche richiesto di evidenziare l'ammontare di prodotti finanziari che avessero come attività sottostante tali mutui, sia se detenuti direttamente o attraverso società del gruppo, sia se detenuti nell'ambito di prodotti del risparmio gestito o in deposito per conto terzi. I comunicati stampa avrebbero dovuto contenere informazioni su: tipologia di strumenti e relativo *rating*; scadenza degli strumenti finanziari; descrizione dello strumento e degli *asset* a garanzia; presenza di eventuali *covenant* di rilievo; valorizzazione degli strumenti per aggregati; eventuali variazioni di rilievo nella valorizzazione successivamente alla data del 30 giugno 2007; eventuali accantonamenti a fondi per rischi.

(40) Le cartolarizzazioni relative a mutui *Alternative A* hanno un merito di credito migliore rispetto a quelli denominati *subprime* (B o C) ma non hanno le caratteristiche necessarie per essere considerati di buona qualità creditizia (A).

(41) A giugno 2004 il controvalore nozionale delle posizioni in derivati Otc detenute da intermediari italiani nei confronti di imprese ed Enti locali risultava pari a circa 146 miliardi di euro. Circa l'80% dei contratti risultava in perdita. La perdita media per operazione era pari a circa 80.000 euro; gli Enti locali avevano peraltro perdite medie molto più elevate di quelle delle imprese (circa 430.000 euro), anche a causa della dimensione media dei contratti più elevata (circa 12 milioni di euro di valore nozionale, contro i 2,6 milioni di euro delle imprese).

(42) In particolare, risulta che l'attività in discorso è stata condotta dalla Banca secondo il seguente schema:

- l'intermediario proponeva ai propri clienti di tipo *corporate* strumenti derivati che avrebbero dovuto coprire il rischio di tasso gravante sui finanziamenti da questi stipulati con la medesima banca o con altre società del gruppo Italease;
- gli strumenti derivati offerti, particolarmente complessi, erano ingegnerizzati da *investment bank* terze;
- in concreto la banca negoziava gli strumenti derivati con la clientela in contropartita diretta;
- immediatamente dopo la conclusione della transazione con il cliente, la banca poneva in essere un'operazione di segno uguale e contrario con una delle *investment bank* strutturatrici;

- Banca Italease si immunizzava in tal modo dalle alee di mercato, restando peraltro esposta al rischio di controparte verso i clienti.

⁽⁴³⁾ Le banche che hanno adottato il sistema dualistico nel 2007 sono: Mediobanca Spa, Banco Popolare Società Cooperativa e Unione di Banche Italiane Scpa. Le altre società sono: Mid Industry Spa e A2A Spa.

⁽⁴⁴⁾ Approvazione del bilancio, nomina e revoca dei consiglieri di gestione e promozione dell'azione di responsabilità nei confronti di quest'ultimi.

⁽⁴⁵⁾ Ai sensi dell'art. 2409-terdecies c.c., comma 1, lett. f-bis), il consiglio di sorveglianza "se previsto dallo statuto, delibera in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari delle società predisposti dal consiglio di gestione, ferma in ogni caso la responsabilità di questo per gli atti compiuti".

⁽⁴⁶⁾ Ai sensi del quale "i pubblici ufficiali ... che nell'esercizio o a causa delle loro funzioni ... hanno notizia di un reato perseguibile di ufficio, devono farne denuncia per iscritto, anche quando non sia individuata la persona alla quale il reato è attribuito".

⁽⁴⁷⁾ La Consob e l'Autorità Giudiziaria collaborano fra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare l'accertamento delle violazioni – in materia di *insider trading* e manipolazione – anche quando queste non costituiscono reato.

⁽⁴⁸⁾ Di cui 3 per *insider trading*; 9 per manipolazione del mercato (di cui 4, anche per ostacolo ex artt. 2638 c.c., ovvero 170-bis del Tuf); 1 unicamente per ostacolo alle funzioni di vigilanza.

⁽⁴⁹⁾ La prima sentenza (n. 1364, emessa il 12 aprile 2007 dalla Corte d'Appello di Milano, Sez. II) ha integralmente confermato – anche con riguardo alle statuizioni civili in favore della Consob – la sentenza del Tribunale di Milano n. 3406 del 27 marzo 2006. Nello scorso mese di novembre sono intervenute le altre due pronunce favorevoli. Si segnala, in primo luogo, la sentenza n. 3716 del 12 novembre 2007, con cui la Corte d'Appello di Milano, Sez. II, ha confermato la sentenza del Tribunale di Milano del 25 ottobre 2006. La Corte d'Appello, nella motivazione della sentenza, si è particolarmente soffermata su due temi specifici di natura prevalentemente processuale: la competenza territoriale del Tribunale di Milano per i reati di abuso del mercato e la legittimazione della Consob alla costituzione di parte civile. Con sentenza resa in data 29 novembre 2007, la stessa Sezione II della Corte d'Appello di Milano ha confermato la decisione emessa dal Tribunale di Milano il 25 ottobre 2006.

⁽⁵⁰⁾ In particolare, i ricorrenti hanno chiesto l'annullamento delle disposizioni – articoli 144-*quater*, commi 3 e 4, e 144-*sexies*, commi 2 e 9 – che prevedono, per le società cooperative quotate, sia una soglia riferita al capitale sociale (pari allo 0,5%, con facoltà statutaria di prevedere una minore percentuale) sia una soglia da stabilire in via statutaria, riferita solo al numero dei soci (per la quale si fissa il limite massimo di 500 soci), per l'asserito contrasto delle norme regolamentari indicate, ed, in particolare, della previsione di una soglia riferita al capitale sociale, con i principi generali posti alla base della disciplina delle società cooperative.

⁽⁵¹⁾ In particolare, i giudici romani, nel confermare le sanzioni amministrative pecuniarie comminate, hanno ritenuto corretto l'accertamento presuntivo da parte della Consob – fondato "su indizi gravi, precisi e concordanti" – di un patto parasociale occulto tra il sig. Danilo Coppola e la Banca Popolare Italiana, avente per oggetto l'acquisto concertato di azioni ordinarie della Banca Antonveneta e l'esercizio, anche congiunto, di un'influenza dominante sulla banca stessa attraverso l'esercizio del diritto di voto.

⁽⁵²⁾ Per quanto anche in precedenza la Consob aveva la possibilità di attivare lo strumento della denuncia al tribunale ex art. 2409 del codice civile in caso di fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza del collegio sindacale.

⁽⁵³⁾ *Cesr's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, June 2007.

⁽⁵⁴⁾ Lo stesso Cesr ha segnalato l'esistenza di prassi di vigilanza non sempre omogenee nell'applicazione della direttiva sul prospetto sulla base delle evidenze fornite dalle Autorità di vigilanza. In particolare, il Cesr ha segnalato che alcuni paesi (fra cui l'Italia) seguono un approccio più pro-attivo, mentre altri (fra cui il Regno Unito) seguono un approccio più *risk based* (cfr. *An evaluation of equivalence of supervisory powers in the EU under the Market Abuse Directive and the Prospectus Directive. A report to the Financial Services Committee (FSC)*, Cesr, June 2007, pag. 5).

B

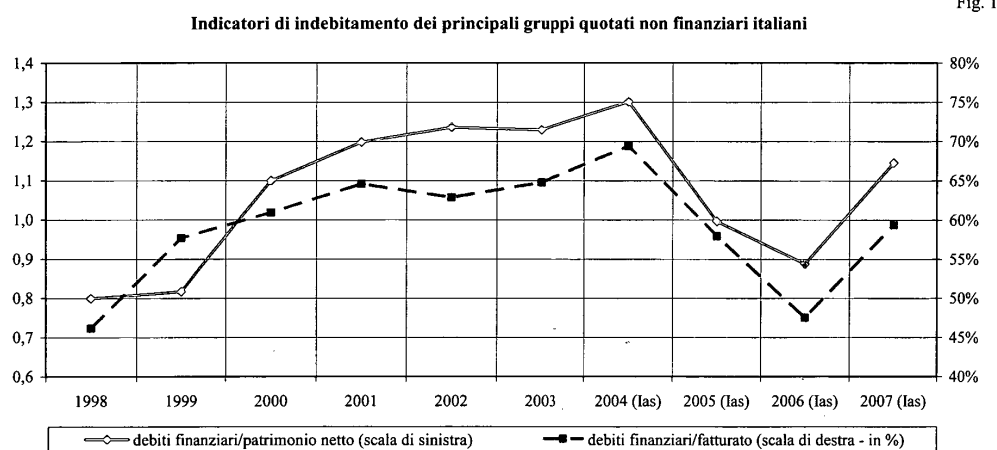
***L'EVOLUZIONE
DEL QUADRO DI RIFERIMENTO***

PAGINA BIANCA

I – LE SOCIETÀ

1. La struttura finanziaria e la redditività

Nel 2007 è cresciuto il livello di indebitamento dei principali gruppi quotati non finanziari italiani. Il rapporto debiti/patrimonio netto si è attestato su valori superiori a 1,1 (contro 0,9 nel 2006; Fig. 1), a causa della significativa crescita dei debiti finanziari (da 152 a 200 miliardi di euro circa; +32%), dovuta tuttavia in larga misura alla dinamica di un singolo gruppo quotato; l'aumento del patrimonio netto è stato, invece, molto più lieve (da 170 a 175 miliardi di euro; +2,6%). È aumentata anche l'incidenza dei debiti finanziari sul fatturato (59%, contro 47% nel 2006).

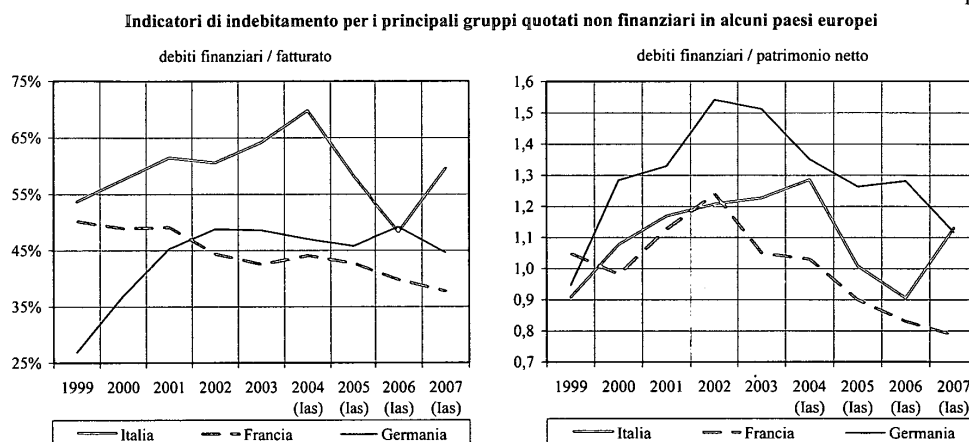


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

Nel 2007 l'indebitamento dei principali gruppi quotati non finanziari si è ridotto, invece, in Francia e soprattutto in Germania (Fig. 2); infatti, il rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto è sceso, per le società francesi, da 0,83 a 0,79, mentre, per le società tedesche, da 1,3 a circa 1,1. Il rapporto tra debiti finanziari e fatturato dei gruppi quotati non finanziari italiani si è riportato su valori significativamente più alti rispetto a quelli relativi alle società francesi (38%) e tedesche (45%).

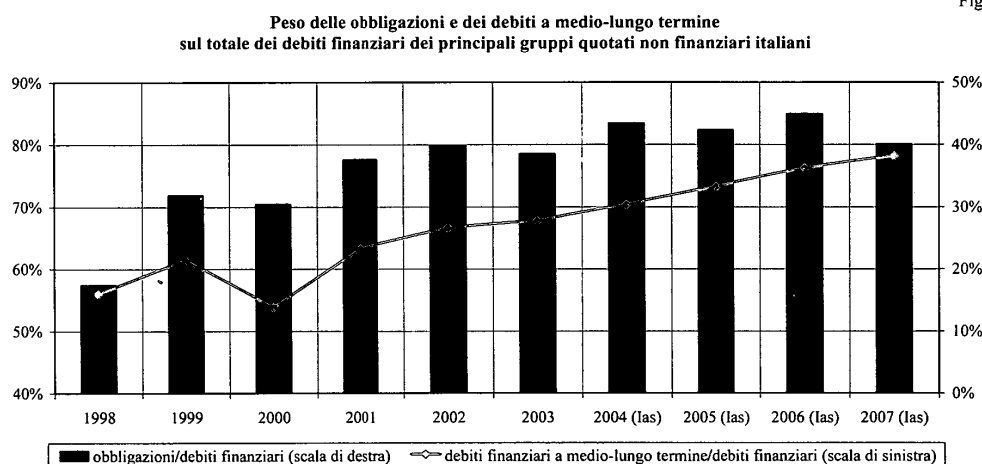
L'aumento del livello di indebitamento delle principali società non finanziarie italiane è riconducibile soprattutto alla crescita dei debiti finanziari a medio-lungo termine (da 115 a 156 miliardi di euro, +36%), il cui peso sul totale dei debiti finanziari è aumentato di due punti percentuali circa, raggiungendo quota 78% (Fig. 3). In particolare, il volume delle obbligazioni a medio-lungo termine è cresciuto del 18% (da 68 a 80 miliardi di euro), mentre il volume degli altri debiti finanziari a medio-lungo termine del 61% (da 47 a 76 miliardi di euro). Conseguentemente, il peso delle obbligazioni con scadenza superiore a 12 mesi è diminuito di 5 punti percentuali (dal 45 al 40%), mentre quello degli altri debiti finanziari è aumentato di 7 punti percentuali (dal 31 al 38%).

Fig. 2



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per la Francia e la Germania dati relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a maggio 2008, per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 1. I dati 2007 sono provvisori.

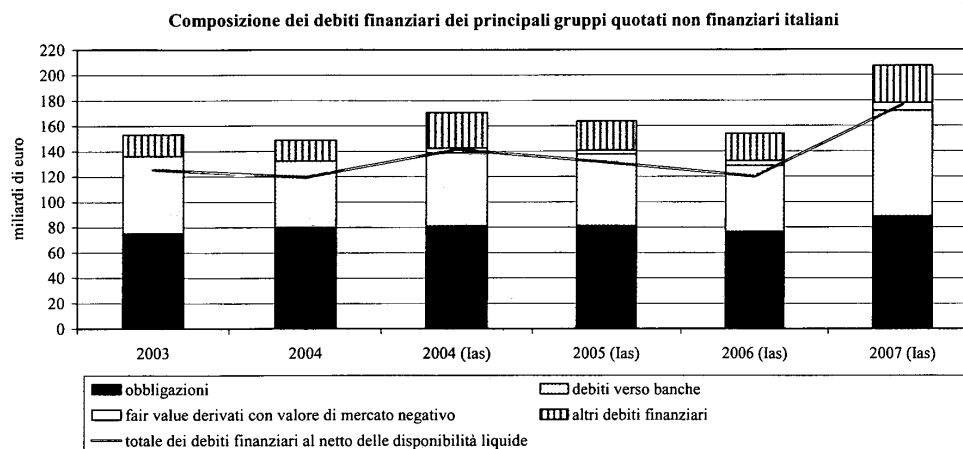
Fig. 3



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. I dati relativi alle obbligazioni si riferiscono a quelle con scadenza superiore a 12 mesi. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

Nel 2007 sono aumentati soprattutto i debiti verso le banche, passati da 52 miliardi di euro nel 2006 a 83 miliardi di euro circa (+59%). L'ammontare complessivo delle obbligazioni (sia a breve che a lungo termine) è cresciuto di circa 12 miliardi di euro (da 76 a 89 miliardi di euro; +16% Fig. 4); il *fair value* dei derivati con valore di mercato negativo è aumentato, infine, del 70% attestandosi sui 6 miliardi di euro circa. Complessivamente il livello di indebitamento al netto delle disponibilità liquide è cresciuto da 120 a 177 miliardi di euro (+47%).

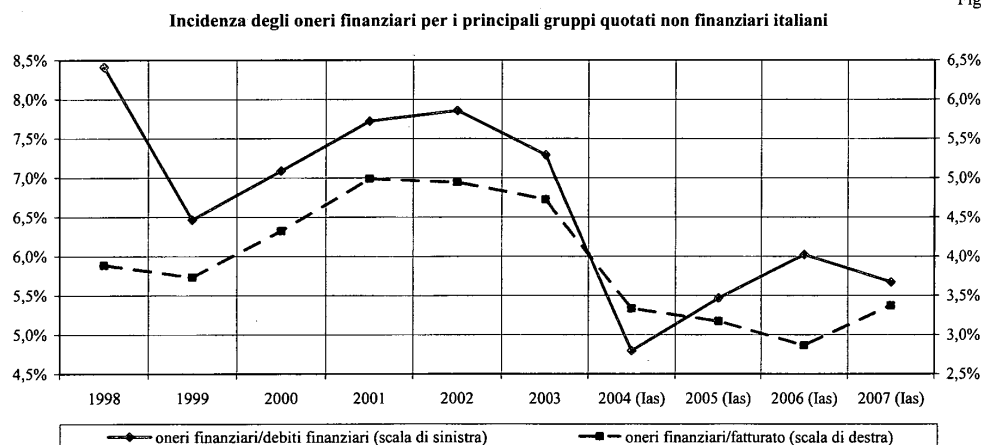
Fig. 4



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

Nel 2007 il rapporto fra oneri e debiti finanziari è lievemente diminuito rispetto al 2006, passando dal 6 al 5,7%; la crescita degli oneri finanziari (da 9 a 11 miliardi di euro circa; +25%) è risultata infatti inferiore rispetto a quella dei debiti (Fig. 5). È aumentato, tuttavia, il rapporto fra oneri finanziari e fatturato (da 2,9 a 3,4%).

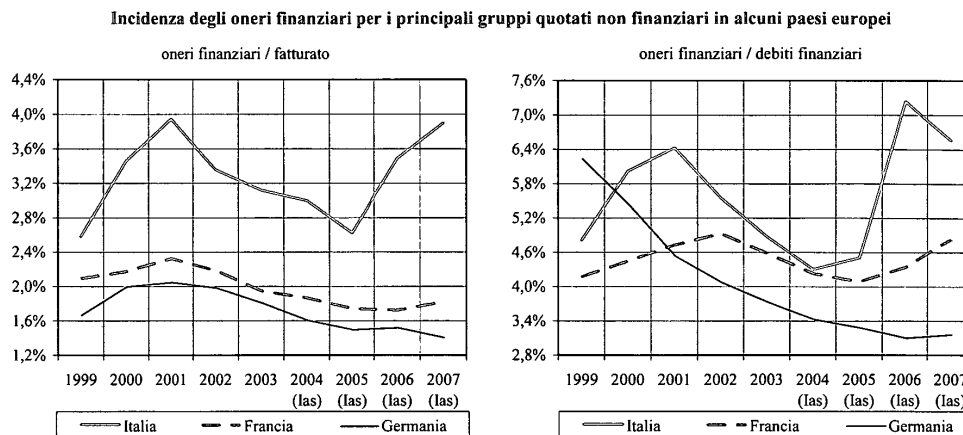
Fig. 5



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

Analisi basate su dati di bilancio riclassificati per rendere omogeneo il confronto fra diversi paesi mostrano che le imprese italiane continuano a presentare una più elevata incidenza degli oneri finanziari sui debiti finanziari e sul fatturato rispetto alle imprese francesi e tedesche (Fig. 6). Il rapporto fra oneri finanziari e totale dei debiti finanziari è aumentato solo lievemente per le principali imprese non finanziarie francesi (da 4,3 a 4,8%) e tedesche (da 3,1 a 3,2%); inoltre, l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato è rimasta stabilmente al di sotto del 2% in entrambi i paesi.

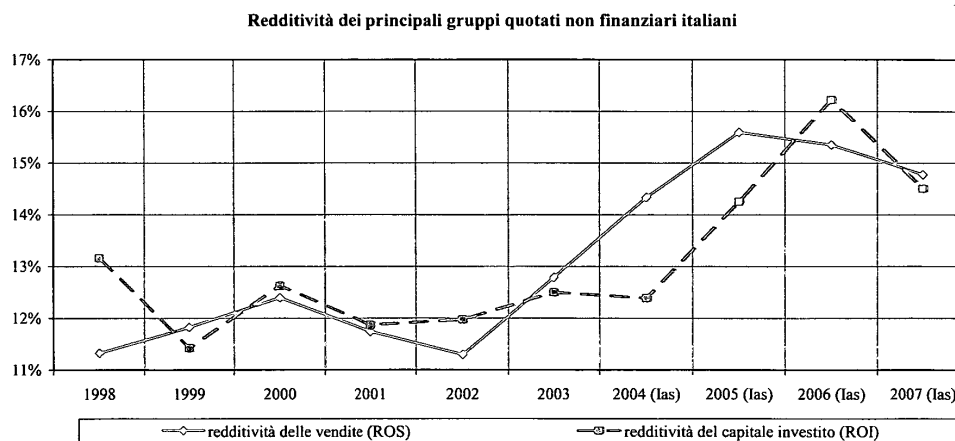
Fig. 6



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per la Francia e la Germania dati relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a maggio 2008, per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 1. I dati 2007 sono provvisori.

La redditività delle principali imprese quotate non finanziarie ha subito una leggera flessione dal 2006 al 2007. La redditività delle vendite (data dal rapporto fra fatturato e capitale investito) è stata pari a poco meno del 15% e si è, quindi, lievemente ridotta rispetto al 2006 (15,3%; Fig. 7); la redditività del capitale investito (rapporto fra margine operativo netto e capitale investito) è diminuita di più di un punto percentuale, passando da poco più del 16% nel 2006 al 14,5% circa nel 2007. La redditività del capitale proprio (pari al rapporto fra utile netto e patrimonio netto), comunque, è rimasta stabile al 31% circa.

Fig. 7



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.