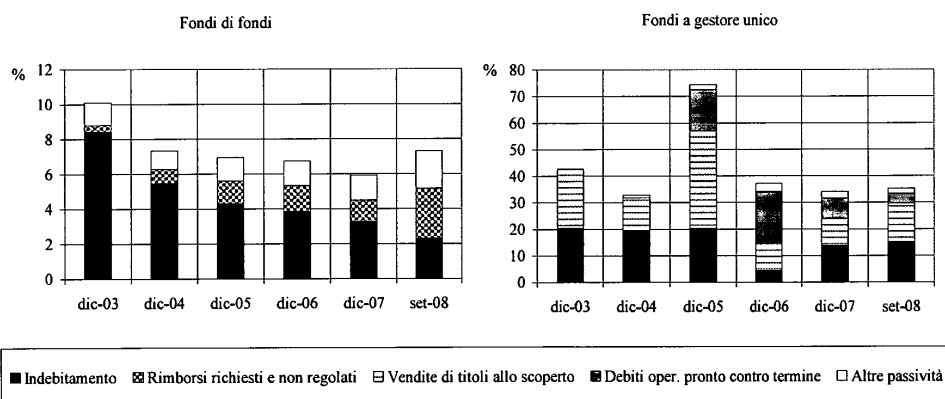


Dal 2006 al 2008 l'ammontare dei rimborsi non regolati dei fondi di fondi è quasi raddoppiato, passando da 336 a 667 milioni di euro (la quota sul patrimonio netto è cresciuta nello stesso periodo da 1,5 a 2,8 per cento). Per i fondi speculativi a gestore unico è significativa (14,6 per cento del patrimonio netto a settembre 2008) la quota delle passività rappresentata da impegni per vendite di titoli allo scoperto (Fig. 64).

Fig. 64

Composizione del passivo dei fondi speculativi di diritto italiano
(valori in percentuale del patrimonio netto)

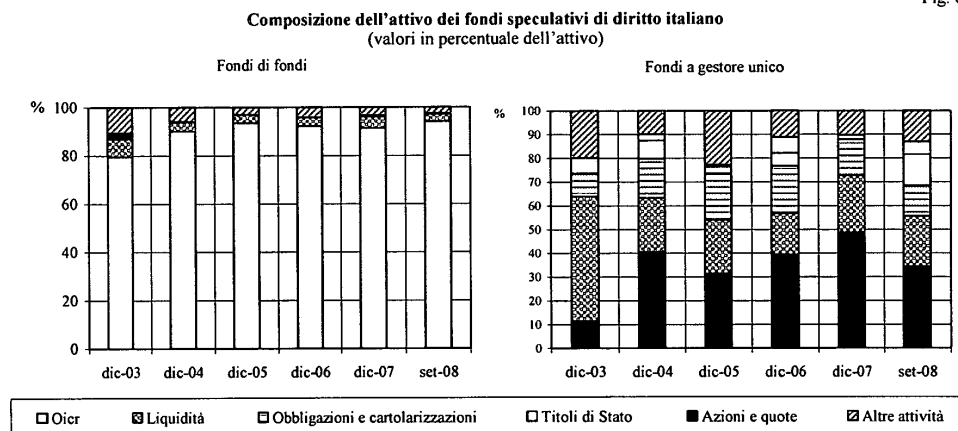


Fonte: elaborazioni sulle segnalazioni statistiche di vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio raccolte dalla Banca d'Italia (data-base Prisma Banca d'Italia). Nota: la voce "Altre passività" include provvigioni e oneri maturati e non liquidati, proventi da distribuire, opzioni e altri valori assimilati emessi, debiti d'imposta.

A settembre 2008 i fondi di fondi presentano al loro attivo soprattutto Oicr (per il 94 per cento; Fig. 65), mentre i fondi a gestore unico detengono principalmente azioni e quote di società (per circa il 50 per cento), obbligazioni (per circa il 9 per cento) e liquidità (per circa il 21 per cento). La diminuzione dell'investimento in azioni dei fondi speculativi a gestore unico (da più di 1 miliardo di euro a dicembre 2007 a circa 710 milioni di euro (34 per cento) a settembre 2008 è riconducibile in parte alla riduzione dei corsi azionari. Inoltre, l'ammontare delle cartolarizzazioni in portafoglio è passato da 125 milioni di euro circa a dicembre 2007 a 56 milioni di euro a settembre 2008 (dal 6 al 3 per cento del totale attivo). Sono aumentati, invece, gli investimenti in Oicr (dal 2 per cento a fine 2007 al 13 per cento a settembre 2008) e in titoli di Stato, (dallo 0 al 5 per cento circa dell'attivo).

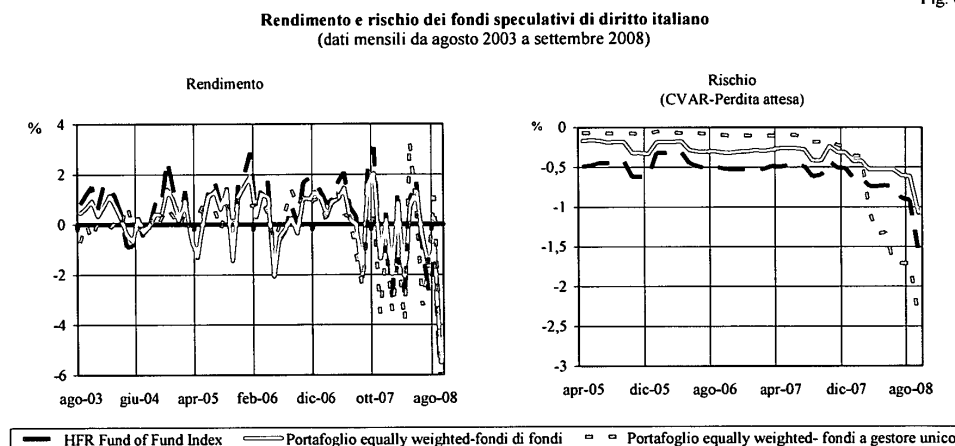
Il deflusso di risorse dal settore (-8 miliardi di euro; Fig. 57) è coerente con la performance mediamente negativa registrata dai fondi in parola nel terzo trimestre 2008 (Fig. 66).

Fig. 65



Fonte: elaborazioni sulle segnalazioni statistiche di vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio raccolte dalla Banca d'Italia (*data-base Prisma Banca d'Italia*). Nota: la voce "altro" comprende *warrants, certificates*, opzioni e altri valori assimilati, crediti di imposta, titoli di portafoglio non classificati, e la voce residuale "altre attività".

Fig. 66



Nota: l' "HFR fund of fund index" è l'indice *Hedge Fund Research* (HFR) dei fondi di fondi speculativi. Il *conditional value at risk* (CVAR) è il valore atteso della perdita derivante dall'investimento in un fondo speculativo nel caso in cui il rendimento sia inferiore al 5° percentile della distribuzione dei rendimenti. Il portafoglio *equally weighted* è un portafoglio in cui ogni fondo ha lo stesso peso quindi il rendimento del portafoglio è dato dalla media aritmetica dei rendimenti dei singoli fondi che lo compongono.

I fondi speculativi italiani "a gestore unico" hanno risentito maggiormente della crisi internazionale (in termini di maggiore rischiosità) rispetto ai fondi di fondi speculativi di diritto italiano, che inoltre sono risultati meno rischiosi rispetto ai corrispondenti fondi di fondi internazionali (Riquadro 1).

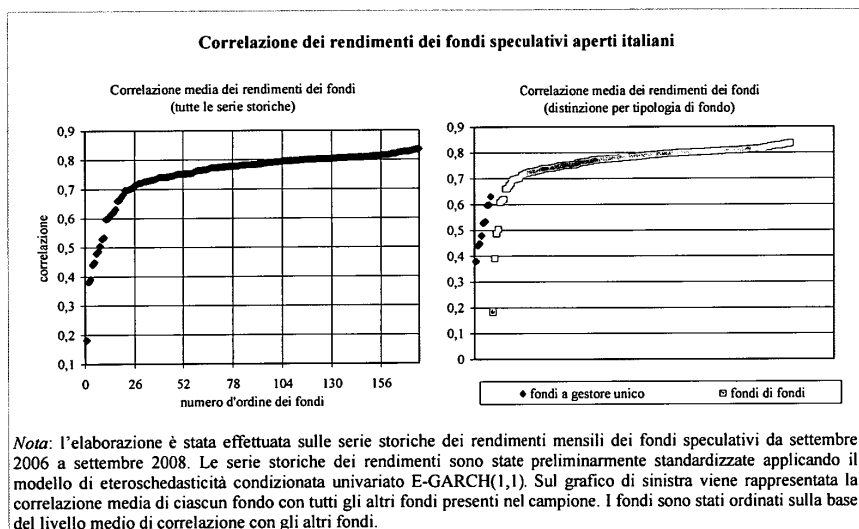
Riquadro 1

Gli stili di gestione dei fondi speculativi di diritto italiano

Sulla base delle informazioni presenti nei regolamenti i fondi speculativi di diritto italiano sono prevalentemente di tipo *multistrategy* (ossia applicano contemporaneamente strategie di investimento appartenenti a categorie differenti - arbitraggio, *event driven* e direzionali).

L'utilizzo di opportune tecniche statistiche ha consentito di verificare la coerenza tra le strategie dichiarate ex-ante nei regolamenti dei fondi in esame e quelle dedotte ex-post dalle serie storiche dei rendimenti conseguiti dai fondi.

Innanzitutto è emerso che i rendimenti, soprattutto dei fondi di fondi speculativi, sono fortemente correlati fra di loro (solo circa il 10 per cento dei fondi ha una correlazione media con i rendimenti degli altri fondi inferiore a 0,7).

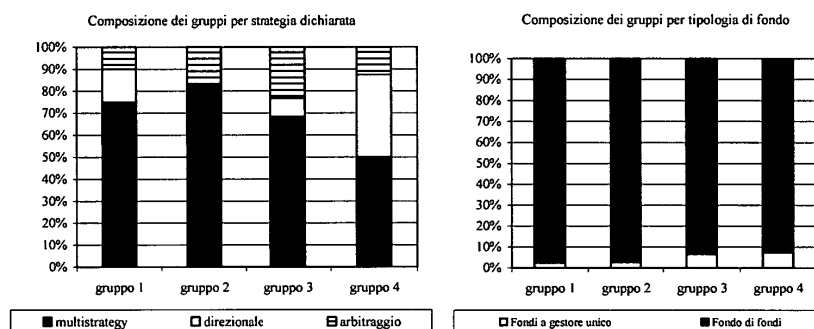


In secondo luogo sulla base di tecniche di *cluster analysis*, anche se si possono individuare 4 gruppi omogenei di fondi (nel senso che i rendimenti dei fondi appartenenti allo stesso gruppo sono maggiormente correlati fra di loro), la “distanza” in termini statistici fra i 4 gruppi è comunque modesta.

Inoltre, nei gruppi 1,3 e 4 sono presenti fondi appartenenti a categorie completamente distinte fra di loro (arbitraggio e direzionale) che, invece, in teoria non dovrebbero mostrare profili di rendimento simili. Il gruppo 2, invece, è costituito da fondi speculativi *multistrategy* che hanno probabilmente adottato strategie di investimento riconducibili alla categoria dell'arbitraggio. Infine, i quattro gruppi di fondi speculativi individuati applicando tecniche di *cluster analysis* appaiono alquanto indifferenziati in media in termini di indicatore di *performance* e di livello di rischio. Solo il gruppo 2 è leggermente meno rischioso (almeno fino a giugno 2008), mentre nel periodo più recente i livelli di rischio dei quattro i gruppi in media tendono a coincidere.

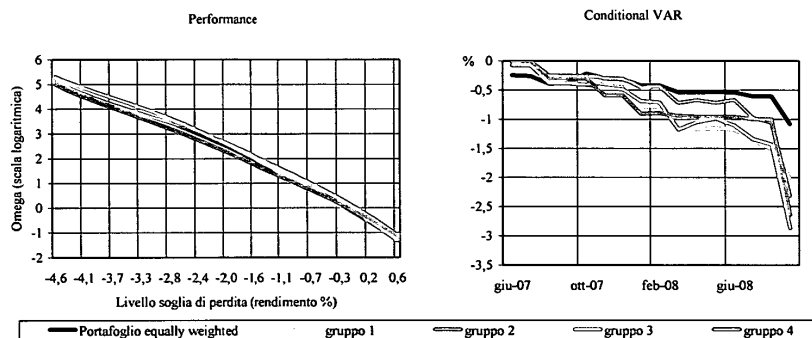
In conclusione, dall'analisi condotta emerge che i fondi speculativi italiani sono molto "simili" tra di loro in termini di *performance* e profilo rischio-rendimento e non sempre vi è una chiara corrispondenza fra la strategia di investimento dichiarata a priori nei regolamenti dei fondi e le *performance* valutate *ex post* sulla base dei rendimenti effettivi.

Corrispondenza fra i gruppi di fondi speculativi italiani individuati sulla base della cluster analysis e le strategie di investimento dichiarate dai gestori



Nota: l'elaborazione è stata effettuata sulle serie storiche dei rendimenti mensili dei fondi speculativi da settembre 2006 a settembre 2008. Le serie storiche dei rendimenti sono state preliminarmente standardizzate applicando il modello di eteroschedasticità condizionata univariato E-GARCH(1,1).

Performance e rischio i gruppi di fondi speculativi selezionati sulla base della cluster analysis.



Nota: Le misure di *performance* e rischio vengono stimate sulle serie dei rendimenti medi per ciascun gruppo da settembre 2006 a settembre 2008. Il *Conditional Value at Risk (CVAR)* è il valore atteso della perdita sotto la condizione che il rendimento sia inferiore al *Value at Risk* (quinto percentile della distribuzione di probabilità dei rendimenti). Le distribuzioni di probabilità dei rendimenti è stata stimata tramite metodi di stima non parametrici. La misura omega è una misura di *performance* che si basa sul confronto fra le probabilità di ottenere rendimenti superiori ed inferiori a ciascun possibile livello soglia di perdita.

Il comparto del *private equity* in Italia presenta un grado di sviluppo ancora embrionale, infatti, rispetto al prodotto interno lordo italiano del 2007, sia il peso degli investimenti di *private equity* in imprese italiane (0,2 per cento), sia quello del patrimonio dei gestori italiani di *private equity* in imprese italiane (0,1 per cento) risultavano del tutto limitati.

Con riferimento specifico ai fondi di *private equity* di diritto italiano, la Tav. 16 mostra come la massa gestita (totale attivo) sia passata da fine 2003 a giugno 2008 da 1,5 a 4,6 miliardi di euro; a tale ultima data era stato sottoscritto un capitale riferibile agli stessi fondi di circa 13,4 miliardi di euro. Erano quindi richiamabili da parte dei gestori ulteriori risorse per circa 9 miliardi di euro. La differenza fra il totale delle attività e il patrimonio netto dei fondi è data dalle passività finanziarie e dall'indebitamento, valore che è rimasto sempre molto contenuto.

Tav. 16

Evoluzione del settore dei fondi di *private equity* di diritto italiano

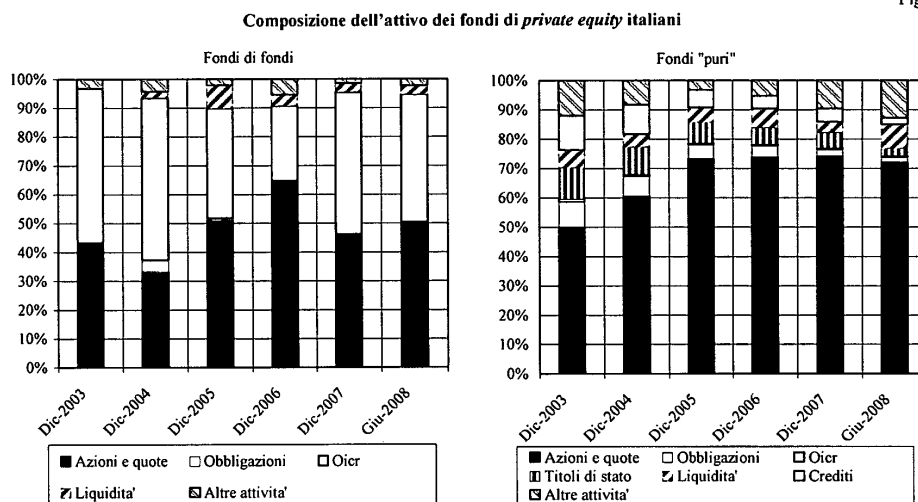
	Numero fondi	Totale attivo (milioni di euro)	Capitale sottoscritto (milioni di euro)	Patrimonio netto (milioni di euro)	Numero Sgr
Dic-03	35	1.470	3.036	1.443	26
Dic-04	47	1.745	4.458	1.697	34
Dic-05	61	2.420	6.422	2.363	43
Dic-06	74	3.450	7.663	3.157	49
Dic-07	95	4.097	12.329	3.910	58
Giu-08	102	4.577	13.443	4.296	61

Fonte: elaborazioni sulle segnalazioni statistiche di vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio raccolte dalla Banca d'Italia (*data-base Prisma Banca d'Italia*).

Il settore considerato risulta molto concentrato (a fine giugno 2008 il 56,9 per cento del patrimonio dei fondi di *private equity* di diritto italiano era riconducibile ai primi 10 gestori). I gruppi bancari o assicurativi detengono partecipazioni in meno del 50 per cento dei gestori di fondi italiani attivi di *private equity* cui è riferibile solo il 38 per cento del patrimonio complessivamente gestito.

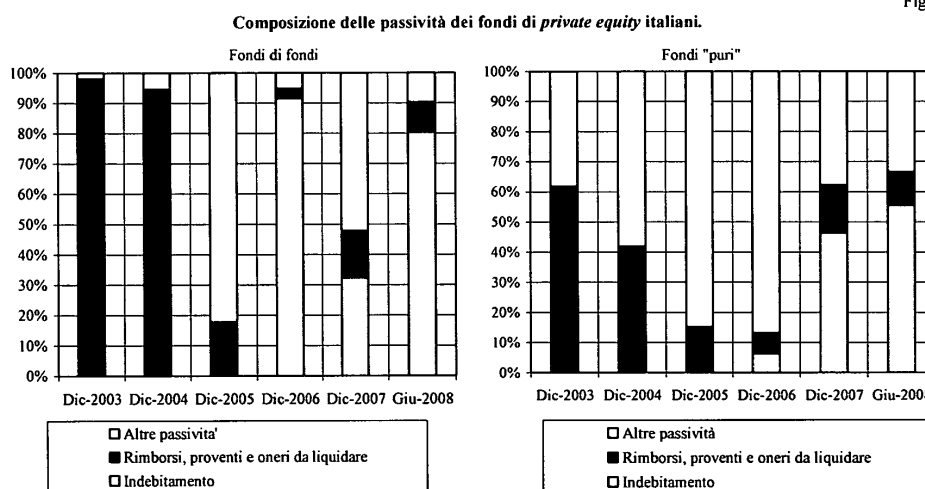
L'attivo dei fondi "puri" risulta investito prevalentemente in azioni e quote di società (circa il 70 per cento), mentre l'attivo dei fondi di fondi è investito in parti pressoché uguali in altri Oicr e in azioni. Per i fondi "puri" ha assunto un peso crescente nel tempo la quota sull'attivo dei crediti di imposta (classificati sotto la voce "altre attività") su perdite e minusvalenze (Fig. 67).

Fig. 67



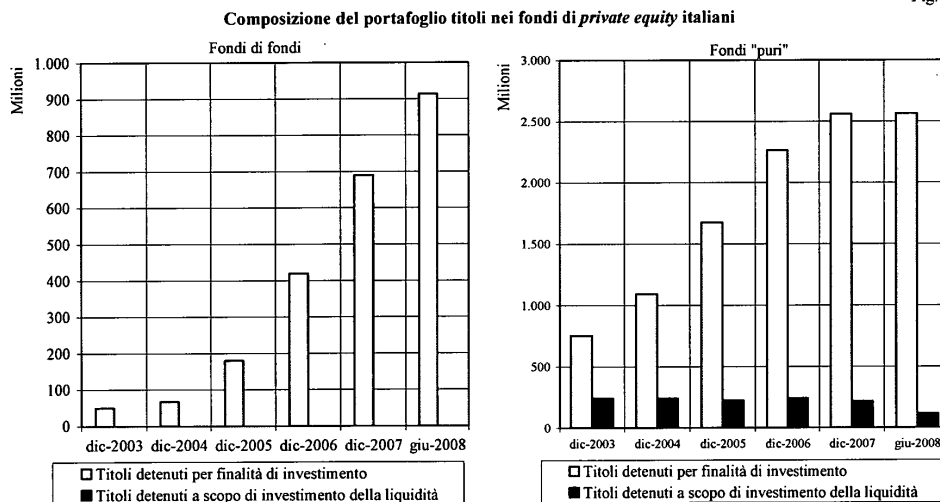
I dati di rendiconto confermano il limitato peso dell'indebitamento e dunque lo scarso ricorso alla leva finanziaria, anche se i fondi puri hanno accresciuto sensibilmente il ricorso ai debiti a partire dal 2007 (Fig. 68) (a giugno 2008 erano pari a oltre 100 milioni di euro e a 40 per i fondi di fondi).

Fig. 68



Limitato risulta il peso dei titoli detenuti per scopo di investimento della liquidità (del tutto assente nei fondi di fondi) sul portafoglio di strumenti finanziari dei fondi di private equity (Fig. 69).

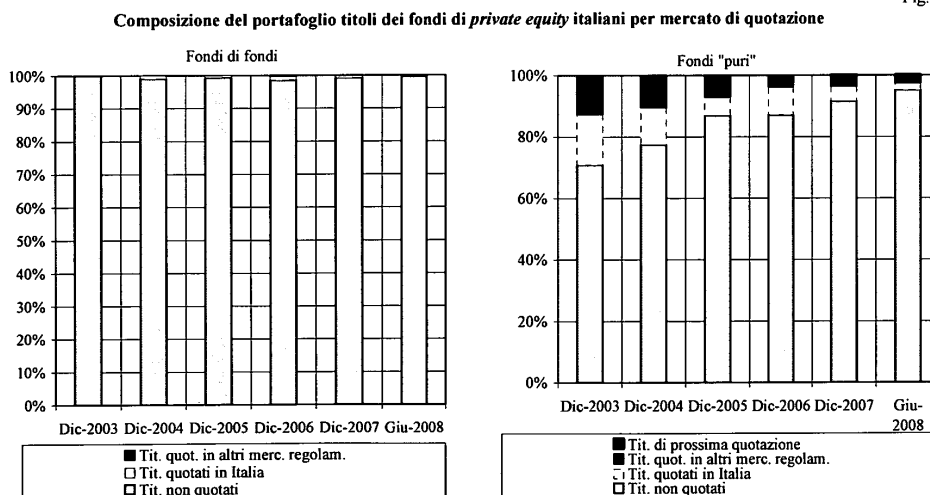
Fig. 69



Fonte: elaborazioni sulle segnalazioni statistiche di vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio raccolte dalla Banca d'Italia (*data-base* Prisma Banca d'Italia).

I fondi di *private equity* complessivamente considerati detengono in larga misura strumenti non quotati su mercati regolamentati (Fig. 70); per i fondi puri la quota sia pur modesta di investimenti in titoli quotati si è andata riducendo nel tempo, mentre per i fondi di fondi praticamente l'intero portafoglio è costituito da strumenti non trattati su mercati regolamentati.

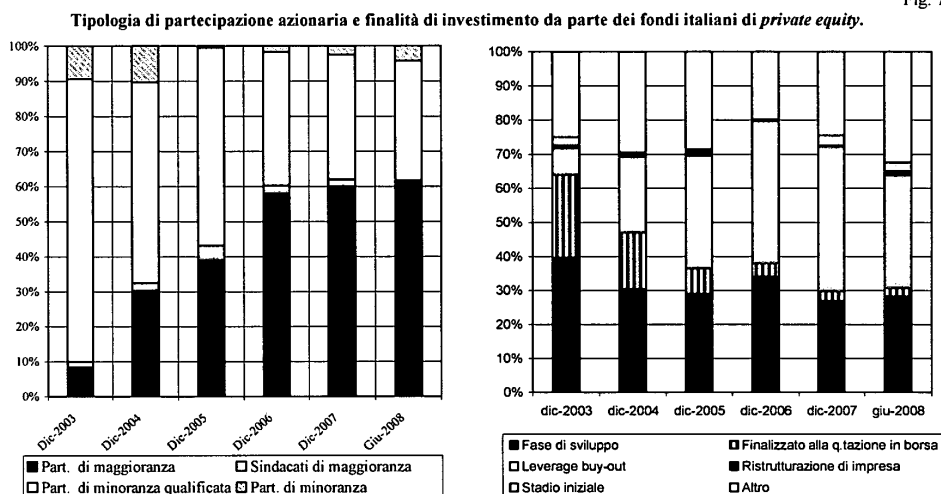
Fig. 70



Fonte: elaborazioni sulle segnalazioni statistiche di vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio raccolte dalla Banca d'Italia.

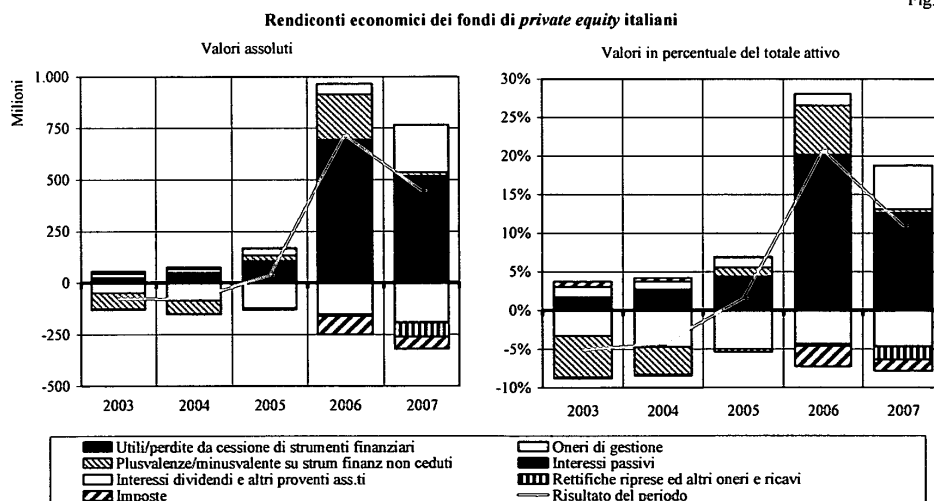
Le partecipazioni azionarie detenute dai fondi di *private equity* sono sempre più orientate a controllare le società partecipate. Se invece in termini più generali si considerano le finalità di investimento del portafoglio dei fondi di *private equity*, si può notare come il peso degli investimenti orientati verso la sostituzione del controllo (*Leverage buy out*) si è ridotto rispetto al 2007. Si conferma, inoltre, la riduzione della tendenza a detenere degli investimenti finalizzati alla quotazione in borsa (Fig. 71).

Fig. 71



L'approssimarsi delle date di scadenza naturale di alcuni fondi ha stimolato l'attività di cessione di partecipazioni da parte dei gestori, facendo emergere risultati di gestione positivi, anche in percentuale al totale attivo (Fig. 72).

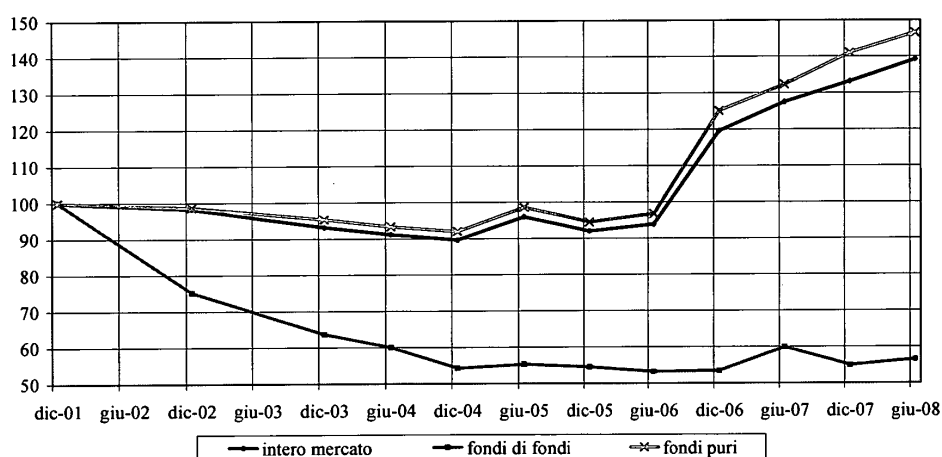
Fig. 72



Si evidenzia l'incremento degli utili realizzati e delle plusvalenze da valorizzazione nel corso del biennio 2006-2007 (nel 2007 il risultato di periodo è stato circa il 10,9 per cento del totale attivo). Gli oneri di gestione dei fondi si aggirano mediamente intorno al 5 per cento e rappresentano un livello molto elevato rispetto agli altri settori del risparmio gestito, ma giustificato in media dalla realizzazione rendimenti percentuali elevati.

Sulla base del patrimonio a ogni semestre, corretto per i flussi di rimborso e richiamo, è stato costruito un indice del mercato dei fondi di *private equity* italiani calcolato sia per i fondi di fondi che per i fondi puri. Tali indici mostrano come i fondi di *private equity* abbiano registrato andamenti complessivamente negativi, a causa sia del doppio livello commissionale tipico dei fondi di fondi che del processo di selezione degli investimenti, mentre i fondi puri hanno registrato un andamento positivo a partire dal 2006, anno in cui, come detto, è iniziata la fase di disinvestimento di alcuni fondi (Fig. 73).

Fig. 73

Indici dei fondi italiani di *private equity*

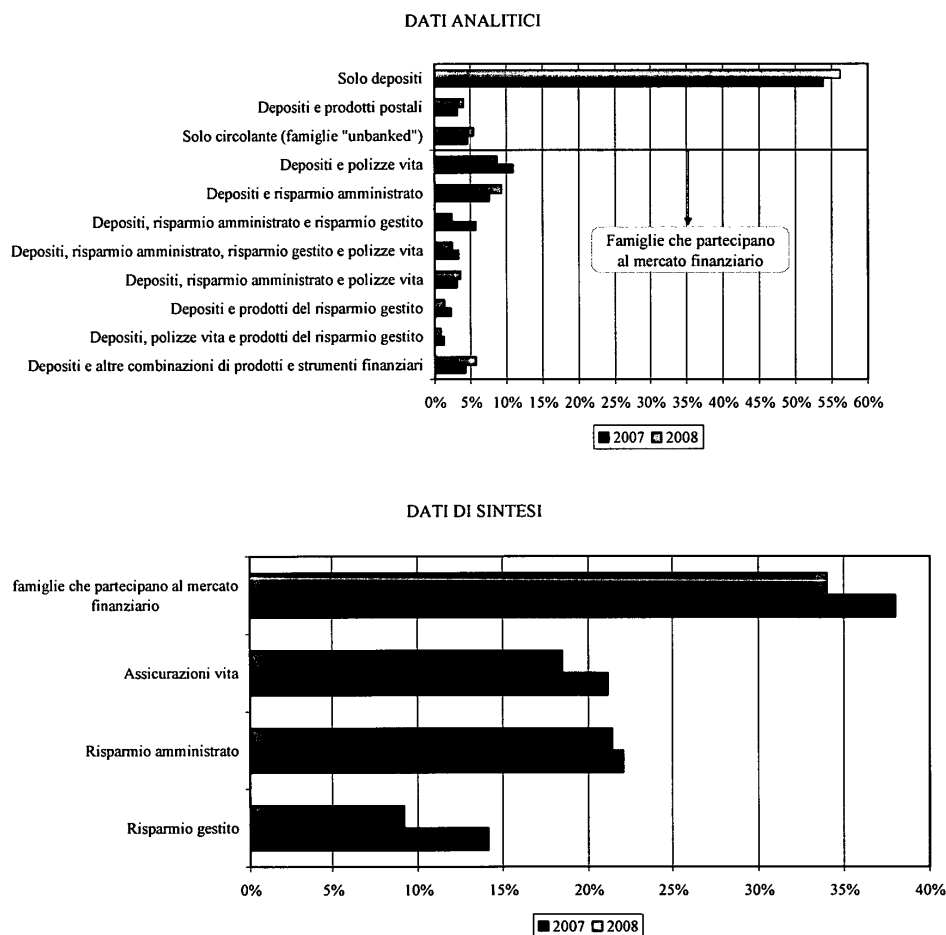
È inoltre emerso che i tassi interni di rendimento (TIR), calcolati per ogni fondo di *private equity* di diritto italiano alle diverse date di rendiconto, non risultano significativamente correlati, né con l'età del fondo, né con la sua dimensione.

3. Le famiglie

La situazione di turbolenza sui mercati ha comportato un aumento dell'avversione al rischio degli investitori e, quindi, un incremento della percentuale delle famiglie che non ha nessuna "esposizione" al mercato finanziario (66 per cento a dicembre 2008 contro 62 per cento a dicembre 2007), ossia che detiene solo circolante oppure depositi oppure prodotti postali (Fig. 74).

Fig. 74

Tipologie di attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane
(percentuale di famiglie che detiene l'attività o le combinazioni di attività finanziarie indicate a dicembre)



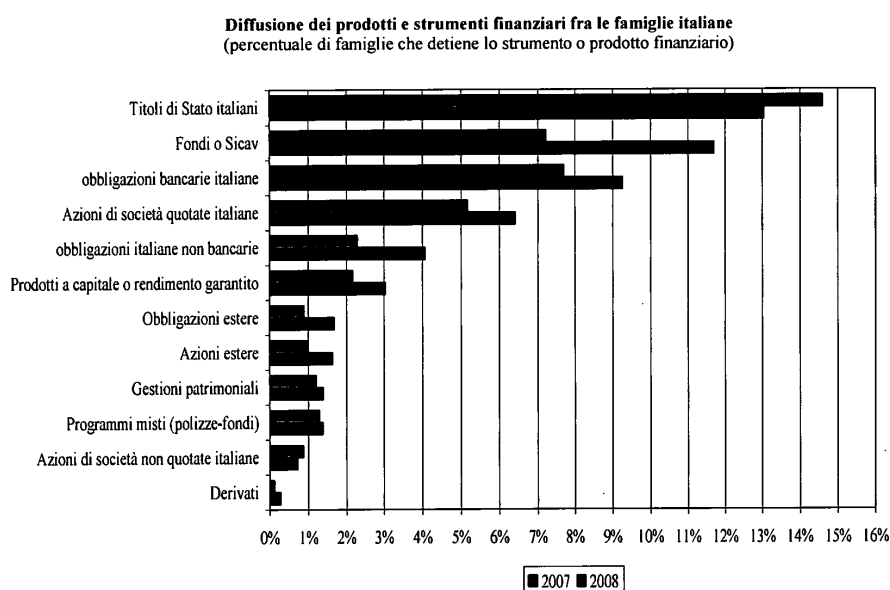
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market 2008. Confronta Note metodologiche. I "depositi" includono i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute estere e i pronti contro termine; la voce "polizze vita" identifica le polizze *index* e *unit linked*, le polizze a capitalizzazione, le polizze multiramo e i piani pensionistici integrativi e i fondi pensione; la voce "risparmio amministrato" identifica il possesso diretto di azioni, *covered warrant*, *futures*, opzioni, obbligazioni e titoli di Stato; la voce "risparmio gestito" identifica fondi comuni e Sicav italiani ed esteri, programmi ad accumulo (PAC), gestioni patrimoniali mobiliari (GPM), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità; la voce "prodotti postali" identifica i buoni postali fruttiferi e altri prodotti postali diversi dal conto corrente o libretto postale.

È significativamente diminuita la quota delle famiglie che detiene prodotti del risparmio gestito (scesa dal 14 al 9 per cento) in linea con la dinamica della raccolta netta rappresentata nel precedente paragrafo. Subisce solo una lieve contrazione (da 22 a 21 per cento circa), invece, la percentuale delle famiglie che possiede prodotti del risparmio amministrato (azioni, obbligazioni o titoli di Stato), mentre si registra una riduzione del

grado di diffusione delle assicurazioni vita (mentre a dicembre 2007, 21 famiglie su 100 detenevano polizze vita, a dicembre 2008, 18 su 100).

Passando a considerare in maggior dettaglio le varie categorie di prodotti finanziari, emerge che si è notevolmente ridotta la percentuale di famiglie che possiedono fondi (da 12 a 7 per cento circa; Fig. 75). Sono diminuite anche le percentuali di famiglie che detengono azioni di società quotate italiane (da 6,4 a 5,2 per cento) e obbligazioni bancarie italiane (da 9,3 a 7,7 per cento), mentre è aumentato il grado di diffusione dei titoli di Stato italiani.

Fig. 75

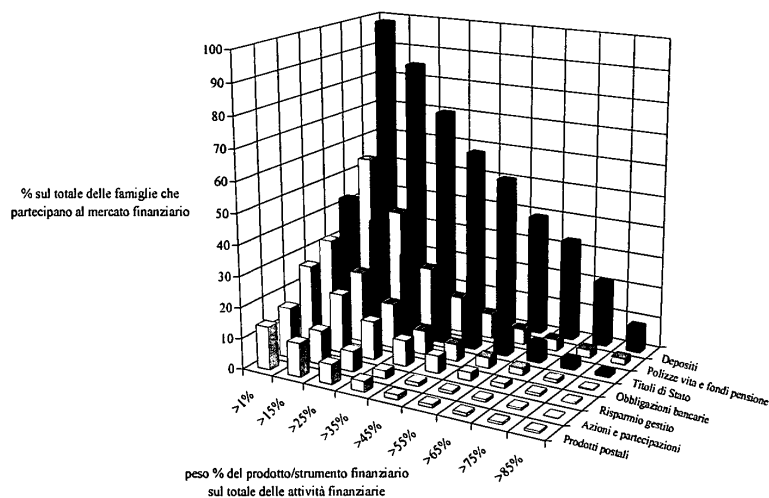


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market 2008. Confronta Note metodologiche.

Analizzando il peso dei prodotti finanziari sulle attività finanziarie delle famiglie che partecipano al mercato finanziario (meno del 35 per cento del totale) risulta evidente il deflusso degli investimenti dal risparmio gestito. Infatti, a dicembre 2008 solo il 6 per cento (10 per cento a dicembre 2007) delle famiglie investiva più del 45 per cento delle proprie attività finanziarie in prodotti del risparmio gestito (Fig. 76). Aumenta, invece, l'importanza dei titoli di Stato, dato che a dicembre 2008 il 14 per cento (10 per cento a dicembre 2007) delle famiglie deteneva più del 45 per cento delle proprie attività finanziarie proprio in questa categoria di strumenti finanziari.

Fig. 76

**Peso dei depositi e delle varie tipologie di prodotti e strumenti finanziari
sul totale delle attività finanziarie delle famiglie che partecipano al mercato finanziario**
(dati a dicembre 2008)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market 2008. Confronta Note metodologiche. I “depositi” includono i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute estere e i pronti contro termine; la voce “polizze vita” identifica le polizze *index* e *unit linked*, le polizze a capitalizzazione, le polizze multiramo e i piani pensionistici integrativi; la voce “risparmio amministrato” identifica il possesso diretto di azioni, *covered warrant*, *futures*, opzioni, obbligazioni e titoli di Stato; la voce “risparmio gestito” identifica fondi comuni e SICAV italiani ed esteri, programmi ad accumulo (PAC), gestioni patrimoniali mobiliari (GPM) e in fondi (GPF), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità; la voce “prodotti postali” identifica i buoni postali fruttiferi e altri prodotti postali diversi dal conto corrente o libretto postale.



***L'ATTIVITÀ
DELLA CONSOB***

PAGINA BIANCA

I – LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

1. L'informativa societaria

Nel corso del 2008 l'attività di vigilanza sul rispetto degli obblighi in materia di informativa societaria è stata molto intensa. Nel complesso, sono state formulate 656 richieste di trasmissione di dati e notizie alla Commissione ai sensi dell'art. 115 del Tuf, di cui 132 attraverso la convocazione dei rappresentanti legali delle società, e 168 richieste di pubblicazione di informazioni ai sensi dell'art. 114 del Tuf (Tav. 17).

Tav. 17

Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari						
Tipologia di interventi	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Richieste di informazioni ex art. 115, commi 1 e 2, del Tuf						
<i>Assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate</i>	82	51	90	36	59	132
<i>Richieste di dati e informazioni</i>	317	43	213	201	151	392
<i>Richieste di conferma di partecipazioni rilevanti</i>	49	21	77	30	44	30
<i>Richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione</i>	31	12	47	28	48	102
Totale	489	127	427	295	302	656
Richieste di informazioni a società sul proprio azionariato ex art. 115 del Tuf	33	39	13	12	14	12
Richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf						
<i>Integrazioni di notizie da fornire in assemblea</i>	18	15	6	11	5	11
<i>Integrazioni a documenti contabili periodici</i>	--	14	--	6	1	21
<i>Informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)</i>	46	82	69	129	100	90
<i>Informazioni periodiche mensili</i>	6	8	2	2	1	8
<i>Integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie</i>	1	1	--	4	3	8
<i>Integrazioni di documenti Opa</i>	4	4	17	6	49	30
Totale	75	124	94	158	159	168
Esoneri dalla pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf	10	11	2	25	3	5
Ritardi nella comunicazione ex art. 114 del Tuf	--	--	--	12	20	4
Richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di rumours	10	3	8	18	14	5
Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	--	--	--	4	--	5
Accertamenti ispettivi nei confronti di società quotate						
<i>iniziati</i>	4	2	2	2	4	5
<i>conclusi</i>	4	2	2	2	1	5
Accertamenti ispettivi nei confronti di società di revisione						
<i>iniziati</i>	7	5	4	3	5	5
<i>conclusi</i>	4	8	3	4	2	5
Lettere di richiamo	3	--	--	1	1	--
Impugnative di bilancio	4	4	4	4	3	2

¹ Di cui uno relativo a una società che ha promosso un'offerta di pubblico acquisto nei confronti di una società quotata.

Tra le richieste di informazioni, 392 sono state effettuate al fine di valutare la completezza dei comunicati diffusi dagli emittenti, ovvero la correttezza e la trasparenza dell'informazione a disposizione del pubblico, anche a seguito della diffusione di notizie di stampa e rumour, talvolta associati ad andamenti anomali delle quotazioni. Ulteriori 102 richieste sono state finalizzate all'individuazione dei responsabili di omessi adempimenti informativi.

La complessa vicenda Alitalia ha sollevato rilevanti criticità sul piano informativo. In particolare le disposizioni di cui al d.l. 80 del 23 aprile 2008, convertito con modificazioni dalla legge 111 del 23 giugno 2008, avevano stabilito che, nel periodo intercorrente tra l'individuazione del soggetto e la presentazione dell'offerta per l'acquisizione del controllo della compagnia aerea, le attività finalizzate alla preparazione dell'offerta non avrebbero dato luogo a obblighi informativi ai sensi del Tuf. Il commissario straordinario, tuttavia, ha espresso la propria disponibilità a sottoporsi volontariamente agli adempimenti previsti dalla legge. La Consob, con nota del 16 settembre 2008, ha pertanto invitato il Commissario Straordinario a diffondere ogni possibile informazione ritenuta utile ad aggiornare il mercato sulla vicenda e comunque su quanto di interesse dell'emittente.

In data 31 ottobre, la Gestione Commissariale ha reso noto di aver ricevuto da Cai Spa un'offerta vincolante e successivamente ha fornito le informazioni di dettaglio relative all'oggetto dell'offerta e alle modalità di regolamento pattuite; in quella circostanza, pertanto, gli obblighi informativi gravanti sulle società quotate, a esclusione di quelli incompatibili con la procedura di amministrazione straordinaria, sono tornati applicabili nei confronti di Alitalia.

Il 24 novembre, inoltre, la Consob ha inviato una nota al Presidente del Consiglio dei Ministri, al Ministro dell'Economia e delle Finanze e al Ministro dello Sviluppo Economico nella quale è stato richiesto di conoscere se fossero in corso valutazioni circa possibili, connessi benefici a favore dei possessori delle azioni e delle obbligazioni emesse dalla società, al fine di individuare eventuali elementi da comunicare al pubblico.

La Commissione ha inoltre formulato ulteriori richieste di dati e notizie nel mese di dicembre, alle quali l'emittente ha ottemperato pubblicando il testo del parere legale di un proprio consulente in merito all'applicabilità della par condicio creditorum alla cessione a Cai e rendendo disponibili alcuni allegati alla Relazione sulle cause di insolvenza e al Programma di cessione, in precedenza oggetto di omissis su autorizzazione del Tribunale di Roma.

Con riferimento alle segnalazioni di ritardo nella diffusione di notizie e dati rilevanti, complessivamente pari a 4, in un caso la Commissione ha richiesto la divulgazione delle informazioni, mentre nelle rimanenti 3 circostanze ha valutato corretto il rinvio al fine di assicurare agli emittenti la dovuta riservatezza.

Con riguardo alla pubblicazione di studi e raccomandazioni di investimento, l'attività di vigilanza dell'Istituto ha verificato, come di consueto, il rispetto delle disposizioni in materia di correttezza delle informazioni contenute nelle ricerche, *disclosure* dei conflitti di interesse e modalità di diffusione.

Sulla base dell'esame delle notizie diffuse dagli organi di stampa e dell'andamento degli scambi, la Commissione è intervenuta in 5 casi chiedendo a intermediari autorizzati la pubblicazione di studi contenenti raccomandazioni relative a emittenti quotati. Tali interventi si