

*S&P/Mib e sui contratti di opzione su azioni, nonché gli obblighi di quotazione per i primary market maker sui contratti futures su azioni.*

Nel mese di maggio, la Commissione ha approvato le modifiche allo statuto sociale della società Tlx Spa in relazione al venir meno dell'attività del Comitato dei Saggi, nonché le conseguenti modifiche al regolamento del mercato Tlx che hanno riguardato quelle procedure nelle quali si espletava il ruolo del Comitato dei Saggi attraverso il rilascio di pareri vincolanti e obbligatori.

*Ulteriori modifiche al Regolamento del mercato Tlx sono state approvate dalla Consob nel successivo mese di novembre in seguito alla decisione della società di riordinare e integrare il quadro delle regole di condotta che gli intermediari aderenti al mercato sono tenuti a rispettare per preservarne le condizioni di liquidità.*

Tra le novità di rilievo per i mercati derivati regolamentati, si segnala l'avvio, il 3 novembre 2008, del mercato dei *future* su energia elettrica.

Il mercato Idex (*Italian Derivatives Energy Exchange*) tecnicamente è un segmento del mercato regolamentato dei derivati gestito da Borsa Italiana (Idem) e si avvale delle infrastrutture già presenti su questo. Dal punto di vista strutturale, tuttavia, l'Idex presenta notevoli specificità che sono rappresentate dal sottostante non finanziario, costituito dalla fornitura a termine di energia elettrica, e dalla partecipazione al mercato di operatori non finanziari (produttori e grossisti di energia elettrica, autorizzati a negoziare in conto proprio) che affiancano gli intermediari finanziari specializzati nel *trading* dei derivati su merci.

*Va precisato che non si tratta di un mercato per l'approvvigionamento in senso stretto di energia elettrica: l'obiettivo infatti è assicurare ai partecipanti uno strumento di copertura dalle variazioni del prezzo dell'energia elettrica, il cui mercato fisico di riferimento resta il Mercato del Giorno Prima gestito dal Gme (Gestore del Mercato Elettrico).*

*In luogo della consegna fisica dell'energia elettrica, quindi, si prevede il pagamento a scadenza della differenza tra il prezzo di acquisto (o vendita) del future e il prezzo medio dell'energia nel periodo di riferimento (il cosiddetto periodo di consegna). La grandezza utilizzata come riferimento è il prezzo unico nazionale (Pun) determinato ora per ora sul Mercato del Giorno Prima.*

*Il mercato è partito con 8 serie di contratti: 3 mensili, 4 trimestrali e una annuale. Gli operatori ammessi inizialmente erano 12, di cui 4 non finanziari (di questi, uno come market maker) e 8 finanziari; il numero complessivo degli operatori nel corso dell'anno è salito a 13 in ragione dell'ammissione di un ulteriore operatore non finanziario.*

*Gli scambi hanno privilegiato le scadenze più lunghe: il 56 per cento dei volumi, al 31 dicembre 2008, si è concentrato sul future annuale con scadenza dicembre 2009, mentre il resto è ripartito tra le scadenze trimestrali (con un picco sull'ultimo trimestre del 2009) e mensili. Le negoziazioni si sono svolte prevalentemente in conto proprio (87,5 per cento del totale) e sono attribuibili per il 74 per cento a produttori e grossisti di energia elettrica. Sono stati scambiati 664 contratti (in media 16 al giorno) per un controvalore totale di 132 milioni di euro.*

Nel corso del 2008 sono divenute attive le nuove *trading venues* previste dalla normativa MiFID, quali i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici; contestualmente, sono cessati i sistemi di scambi organizzati facenti capo ai circa 360 soggetti iscritti nell'elenco tenuto dalla Consob.

*Il recepimento della Direttiva 2004/39/CE ha comportato infatti la soppressione della figura dei sistemi di scambi organizzati prevedendo la possibilità di svolgere la propria attività in qualità di internalizzatori sistematici, di gestori di sistemi multilaterali di negoziazione ovvero in qualità di negoziatori per conto proprio. I gestori di sistemi di scambi organizzati su strumenti finanziari diversi dalle azioni hanno pertanto valutato, entro il 31 marzo 2008, la riconducibilità o meno della propria attività a quella di internalizzazione sistematica, secondo quanto indicato dalla norma transitoria di cui all'articolo 51, comma 3, del Regolamento n. 16191.*

*Nel corso del primo trimestre del 2008, la Commissione ha esaminato le comunicazioni ricevute dai soggetti interessati ad avviare l'attività di internalizzazione sistematica e, nel mese di giugno, ha pubblicato l'elenco degli internalizzatori su strumenti finanziari diversi dalle azioni. A fine 2008 risultavano iscritti a tale elenco 21 soggetti che trattavano circa 5.200 strumenti finanziari (in prevalenza titoli di Stato e obbligazioni proprie o emesse da società del gruppo).*

*Nel corso del mese di dicembre, la Consob ha dato avvio a una serie di incontri con i singoli internalizzatori al fine di approfondire e acquisire maggiore conoscenza dell'attività svolta; tali incontri hanno costituito un'utile occasione di confronto su problematiche attinenti alla concreta operatività.*

*A fine 2008 risultavano operativi 7 sistemi multilaterali di negoziazione. Un intermediario ha dato avvio a due sistemi per la negoziazione separata di titoli obbligazionari e di titoli azionari, mentre un altro intermediario ha istituito un sistema multilaterale per la negoziazione degli Overnight Indexed Swaps.*

*Un ulteriore sistema multilaterale di negoziazione, istituito da una società di gestione del mercato e focalizzato sulle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita, ha definito, nel mese di dicembre, le proprie regole di funzionamento in vista dell'avvio dell'operatività nei primi mesi del 2009.*

#### ***4. I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari***

Nel corso del 2008, sono proseguiti i lavori per l'implementazione della piattaforma unica di liquidazione *Target 2 Securities*, supportata dalla Banca Centrale Europea.

Sono state altresì avviate diverse iniziative da parte di operatori di mercato tese a realizzare un'ampia armonizzazione dei servizi di *post-trading* e l'interoperabilità fra controparti centrali, come da previsioni del *Code of Conduct for clearing and settlement*, firmato dalle infrastrutture di *trading* e *post-trading* dei paesi europei il 7 novembre 2006.

*Con riguardo all'interoperabilità, nel corso del 2008 è stato avviato il collegamento operativo fra l'inglese LCH.Clearnet Ltd e la svizzera X-Clear, per il servizio di controparte centrale sul London Stock Exchange.*

Si ricorda, inoltre, che il 19 maggio 2008 è andata in produzione la componente italiana del sistema dei pagamenti dell'area dell'euro Target 2.

Il 22 febbraio 2008 è stato emanato da Banca d'Italia e Consob il "Provvedimento contenente la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione". Tale provvedimento, che ha consolidato la normativa secondaria in materia di *post-trading*, reca in sé alcune parziali modifiche alla disciplina previgente.

Nel mese di settembre la Commissione ha raggiunto l'intesa a Banca d'Italia per l'approvazione dei Regolamenti operativi di Cassa di Compensazione e Garanzia Spa e di Monte Titoli Spa, modificati a seguito dell'emanazione del citato Provvedimento del 22 febbraio 2008 e dell'avvenuta migrazione a Target 2.

*Nel mese di luglio, Banca d'Italia e Consob hanno concluso la valutazione di conformità della Cassa di Compensazione e Garanzia alle Raccomandazioni per le controparti centrali emanate, nel novembre 2007, dal Committee on Payment and Settlement Systems e dal Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (Iosco).*

L'avvio dell'operatività dei sistemi multilaterali di negoziazione Turquoise e Chi-X, avvenuto con riferimento agli strumenti finanziari italiani il 13 ottobre 2008, ha comportato la richiesta di partecipazione al sistema di regolamento italiano Express II, gestito da Monte Titoli Spa, da parte delle controparti centrali, EuroCCP (inglese), per il mercato Turquoise, ed EMCF (olandese), per il mercato Chi-X, incaricate della garanzia delle operazioni concluse sui rispettivi mercati. Monte Titoli Spa ha condotto la fase istruttoria tenendo informate Banca d'Italia e Consob, fino al riscontro positivo alle richieste di partecipazione delle due controparti centrali estere.

### III – LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

#### 1. Banche, Sim, agenti di cambio e imprese di assicurazione

Nel 2008, l'attività di vigilanza sugli intermediari si è avvalsa, come di consueto, di incontri anche a seguito di convocazione formale (62 con banche, 48 con Sim e 23 con società di assicurazione) e richieste formali di dati e notizie (80 nei confronti di banche, 55 di Sim e 5 di imprese di assicurazione).

Nel corso dell'anno è proseguito, inoltre, il confronto con l'industria già avviato dalla Commissione nel 2007, finalizzato a rendere effettivi gli adeguamenti, di tipo strategico e procedurale, ascrivibili alla disciplina di recepimento della MiFID.

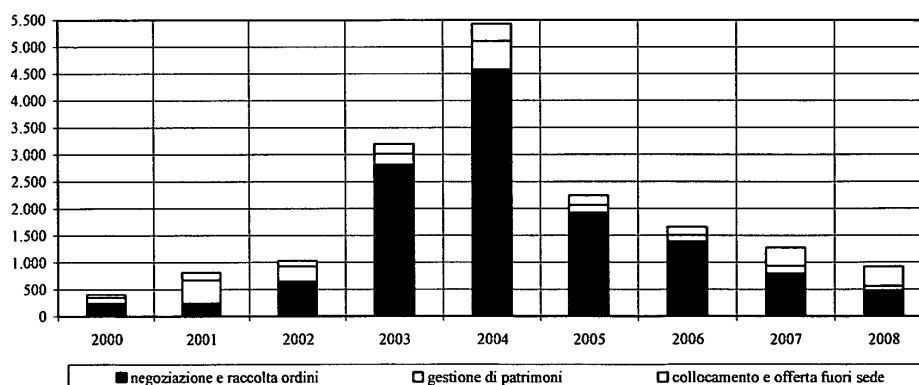
Coerentemente a un approccio di vigilanza *risk based*, l'attività di orientamento ha avuto come destinatari i principali gruppi bancari e assicurativi operanti in Italia, ai quali è ascrivibile oltre l'80 per cento dei ricavi del settore dell'intermediazione mobiliare.

L'intensa azione di dialogo ha consentito di acquisire informazioni circa le aree di attività che gli intermediari intendono sviluppare il piano industriale in materia di servizi di investimento e le risorse destinate alla riqualificazione dei processi e delle procedure aziendali coerenti con il nuovo quadro normativo. L'interazione con i soggetti vigilati ha altresì fornito l'opportunità di evidenziare i profili che richiedono particolare attenzione, in quanto esposti ai rischi di *compliance* rilevanti.

Nel 2008 è proseguita la diminuzione degli esposti ricevuti relativi alla prestazione di servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio già rilevata negli anni precedenti: in particolare, si sono ridotti quelli legati ai servizi di negoziazione e raccolta ordini e alla attività di gestione, mentre sono lievemente aumentati quelli relativi all'attività di collocamento e offerta fuori sede (Fig. 81).

Fig. 81

Numero di esposti ricevuti dalla Consob in materia di servizi di investimento



La Commissione nel 2008 ha intrapreso 18 accertamenti ispettivi, rispettivamente nei confronti di 3 banche, 7 Sim, una succursale italiana di un'impresa di investimento comunitaria, un agente di cambio e 6 Sgr (Tav. 28).

Tav. 28

## Attività ispettiva nei confronti di intermediari

	Accertamenti ispettivi		Accertamenti iniziati nei confronti di:					Accertamenti conclusi nei confronti di:				
	Iniziati	Conclusi	Sim <sup>1</sup>	Banche	Sgr/Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Sim <sup>1</sup>	Banche	Sgr/Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari
2003	10	14	1	9	--	--	--	5	8	1	--	--
2004	3	6	--	2	1	--	--	--	5	1	--	--
2005	12	9	4	2	6	--	--	1	4	4	--	--
2006	5	9	3	2	--	--	--	5	2	2	--	--
2007	9	9	4	2	3	--	--	2	4	3	--	--
2008	18	14	8	3	6	1	--	8	2	3	1	--

<sup>1</sup> Sono incluse le società fiduciarie e le succursali italiane di imprese di investimento comunitarie.

Le indagini hanno riguardato soprattutto la verifica delle norme di correttezza e separazione patrimoniale; in 3 casi sono emerse violazioni dei principi di correttezza che hanno determinato l'avvio di procedimenti sanzionatori nei confronti degli esponenti aziendali; negli altri casi, le anomalie rinvenute, benché non configurassero irregolarità, hanno tuttavia reso necessaria la convocazione degli esponenti aziendali per ottenere informazioni circa le misure adottate per la soluzione delle criticità.

A fronte degli sviluppi della crisi dei *subprime*, l'azione di vigilanza è stata altresì indirizzata ad appurare l'esposizione degli investitori italiani nei confronti di strumenti finanziari emessi dai soggetti in *default*, anche attraverso specifiche richieste di dati e informazioni agli intermediari. Dalle indagini è emerso che i titoli oggetto di investimento sono riconducibili a istituzioni finanziarie estere spesso assistite da giudizi di rating del tipo *investment grade*. Sulla base delle risultanze delle attività di vigilanza, si è raccomandato agli intermediari, tramite le associazioni di categoria, di fornire ampia informativa e assistenza alla clientela.

È proseguita nel 2008 l'attività di vigilanza sulla vendita di derivati Otc a imprese ed enti locali. Al proposito, sono state richieste informazioni a 7 intermediari italiani e alle succursali in Italia di 7 principali operatori europei.

Iniziative di ricognizione e di orientamento sono state intraprese anche con riferimento al comparto degli istituti di credito cooperativo.

*Tale comparto è caratterizzato, come noto, dalla presenza di un elevato numero di soggetti (440, circa il 60 per cento delle banche italiane) e da un forte radicamento territoriale, pur a fronte di un volume di raccolta indiretta modesto.*

*In considerazione di tali peculiarità, l'azione di vigilanza si è avvalsa del confronto con Federcasse, la Federazione nazionale delle Banche di credito cooperativo – Casse rurali ed artigiane, che rappresenta quasi tutte le banche di credito cooperativo italiane e che, per il tramite delle proprie Federazioni regionali, presta la funzione di “revisione interna” ai soggetti aderenti.*

*In particolare, è stato predisposto un questionario volto ad acquisire informazioni sulle scelte compiute dalle singole banche in merito all'applicazione della MiFID. È emerso che quasi il 90 per cento degli istituti di credito cooperativo presta il servizio di consulenza in abbinamento ai servizi “esecutivi” (esecuzioni di ordini per conto della clientela, ricezione e trasmissione di ordini, collocamento). Dato il modello organizzativo “a rete” del comparto, un elevato numero di banche si limita a prestare i soli servizi di ricezione e trasmissione degli ordini, avvalendosi per la negoziazione dei servizi del negoziatore di riferimento. In seguito all'analisi del questionario, sono state inoltrate specifiche richieste di informazioni a circa 40 banche per profili ritenuti meritevoli di specifici approfondimenti.*

Nel corso dell'anno è stata svolta una indagine conoscitiva sulla distribuzione in Italia dei prodotti assicurativo-finanziari e, in particolare, sulla relazione con il cliente sottoscrittore. L'analisi ha rilevato che la distribuzione dei prodotti assicurativi a valenza finanziaria, soprattutto polizze *unit* e *index linked*, è in larga parte effettuata da banche e Sim e in misura inferiore da agenti e *brokers* assicurativi. Risulta marginale, invece, la distribuzione effettuata direttamente dalle imprese di assicurazioni emittenti del prodotto; in particolare è residuale l'attivazione del canale internet.

La Commissione ha trasmesso al Ministero dell'Economia e delle Finanze nel corso del 2008 le proprie valutazioni con riguardo a proposte di modifica del regolamento operativo del Fondo nazionale di garanzia deliberate dal Comitato di Gestione. Le modifiche approvate nel corso dell'anno completano gli interventi già adottati dal sistema di indennizzo sul proprio statuto, al fine di adeguare la disciplina interna al quadro normativo introdotto dalla MiFID.

*Il Fondo ha proseguito la nuova gestione avviata con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato dal 1° febbraio 1998 (Tav. 29). In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto dalla sua costituzione in 25 casi di insolvenza (16 Sim e 9 agenti di cambio). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero dell'Economia e delle Finanze, relativa alle insolvenze pregresse.*

Tav. 29

**Interventi del Fondo nazionale di garanzia**  
(situazione al 31 dicembre 2008; valori monetari in migliaia di euro)

	Insolvenze <sup>1</sup>		
	Sim	Agenti di cambio	Totale
1997	4	1	5
1998	2	3	5
1999	1	1	2
2000	1	--	1
2001	1	--	1
2002	--	2	2
2003	2	1	3
2004	--	--	--
2005	--	--	--
2006	4	--	4
2007	1	--	1
2008	--	1	1
<i>Totale insolvenze</i>	<i>16</i>	<i>9</i>	<i>25</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>16</i>	<i>8</i>	<i>24</i>
Numero creditori ammessi	2.190	888	3.078
Importo crediti ammessi <sup>2</sup>	27.419	35.224	62.643
Interventi del fondo	7.094	9.962	17.056

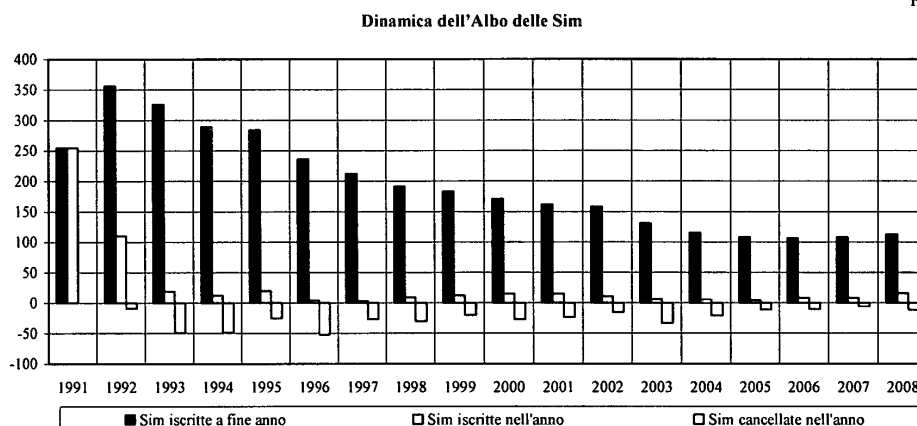
Fonte: elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. <sup>1</sup> Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. <sup>2</sup> Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali.

Il numero delle Sim iscritte nell'Albo tenuto dalla Consob è passato da 108 a fine 2007 a 113 (Fig. 82). Tale incremento è legato alle nuove previsioni MiFID in materia di servizi di investimento; sono state infatti autorizzate 11 Sim all'attività di consulenza e 2 Sim alla gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

*Le Sim autorizzate nel 2008 sono riconducibili nella maggior parte dei casi a soggetti già attivi nel comparto della consulenza, i quali hanno dovuto ottenere l'abilitazione all'esercizio del nuovo servizio di investimento in seguito al recepimento della MiFID.*

*Le Sim preesistenti risultano impegnate soprattutto nella prestazione di servizi di collocamento e di ricezione e trasmissione ordini, in abbinamento al servizio di consulenza in materia di investimenti. Nel corso del 2008, per effetto della crisi internazionale circa la metà delle Sim ha conseguito risultati economici negativi, mentre l'utile complessivo è risultato pari a un quarto di quello conseguito nell'anno precedente. Ciò ha comportato un ridimensionamento delle strutture organizzative e riduzioni del costo del personale, rispetto al 2007, per circa il 25 per cento.*

Fig. 82



Le cancellazioni dall'Albo delle Sim, pari a 11 (6 l'anno precedente), sono dovute soprattutto a processi di incorporazione o trasformazione in banca (Tav. 30). Le cancellazioni hanno riguardato nella maggior parte dei casi Sim polifunzionali, ovvero prevalentemente attive nella prestazione del servizio di gestione di portafogli.

Tav. 30

Sim: cancellazioni dall'Albo<sup>1</sup>

	Motivazioni								Totale
	Crisi dell'intermediario <sup>2</sup>	Fusioni e scissioni	Liquidazione volontaria - Variazione dell'attività	Trasformazione in banca	Trasformazione in Sgr	Trasformazione da fiduciaria a sim	Non operativa <sup>3</sup>	Mancato esercizio servizi autorizzati	
1992-1997	37	29	100	5	—	2	38	—	211
1998	2	7	16	4	—	—	—	1	30
1999	1	9 <sup>3</sup>	4	—	4	2	—	—	20
2000	1	3	11	3	7	1	—	1	27
2001	1	3	6	10 <sup>4</sup>	3 <sup>5</sup>	—	—	—	23
2002	—	3	5	4	—	1	—	2	15
2003	2	21	8	1	1	—	—	—	33
2004	—	10	8	2	—	1	—	—	21
2005	—	3	6	1	—	—	1	—	11
2006	4	3	2	—	—	—	—	1	10
2007	1	2	1	1	1	—	—	—	6
2008	—	2	1	6	2	—	—	—	11

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato si riferisce al numero totale delle delibere di cancellazione dall'Albo e include anche i provvedimenti relativi alla sezione speciale dell'Albo riguardante le società fiduciarie. <sup>2</sup> Sono inclusi i decreti del Ministero dell'economia e delle finanze, i provvedimenti Consob, i fallimenti e le liquidazioni coatte amministrative. <sup>3</sup> È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d'azienda a una società del gruppo. <sup>4</sup> In 3 casi si tratta di operazioni di fusione per incorporazione in banche. <sup>5</sup> Si tratta di 3 operazioni di fusione per incorporazione in Sgr. <sup>6</sup> Al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. 415/1996 (art. 60).



Con riferimento alle banche, il numero di soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento si è ridotto a 734 (742 nel 2007).

Nel 2008 è proseguita l'azione di vigilanza *ex post* in materia di trasparenza dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (Riquadro 3).

### Riquadro 3

#### **Il nuovo approccio di trasparenza e vigilanza sui fondi e sui prodotti finanziario-assicurativi**

La trasparenza sugli Oicr aperti italiani e sui prodotti finanziario-assicurativi dei rami III e V offerti in Italia segue un approccio basato sul rischio e collegato a tre fattori principali (pilastri): i rendimenti potenziali, i rischi e l'orizzonte temporale d'investimento consigliato.

Il primo pilastro è una rappresentazione in forma tabellare degli scenari probabilistici di rendimento dell'investimento finanziario al termine dell'orizzonte temporale consigliato. Tale rappresentazione, prevista già dal 2005 per alcuni prodotti e in futuro facoltativa nel caso di fondi gestiti "a benchmark" o flessibili, tende a fornire un'informativa chiara e sintetica sui possibili esiti dell'investimento e sui costi dello stesso, procedendo all'illustrazione delle singole componenti del prezzo del prodotto finanziario al momento della sottoscrizione. Tale informativa viene confrontata con i risultati ottenibili da un investimento di pari durata nell'attività finanziaria priva di rischio (cosiddetto *risk-free asset*), in modo da consentire un migliore apprezzamento del cosiddetto "rischio di performance" del prodotto, inteso come probabilità di creare valore aggiunto per l'investitore in comparazione con l'attività finanziaria priva di rischio.

Il secondo pilastro è un indicatore sintetico del grado di rischio, misurato sulla base della volatilità dei rendimenti del prodotto finanziario. Esso può assumere valori in una scala crescente di sei classi qualitative (basso, medio-basso, medio, medio-alto, alto e molto alto). Per ogni prodotto deve essere dichiarata, a inizio dell'offerta, una classe di rischio coerente con le caratteristiche sottese alla ingegnerizzazione finanziaria del prodotto e all'eventuale politica gestionale che si intende perseguire. La migrazione verso una classe a maggiore o minore rischiosità rispetto a quella iniziale si verifica in relazione all'evoluzione nel tempo del grado di rischio.

Il terzo pilastro è l'orizzonte temporale d'investimento consigliato al potenziale investitore. Tale indicazione sul periodo ottimale di permanenza nell'investimento va formulata in relazione alle caratteristiche della struttura finanziaria del prodotto e ai suoi profili di rischio e onerosità.

L'informativa riveniente dal modello descritto è utile all'investitore nella selezione del prodotto finanziario d'interesse. In particolare, nell'ambito della gamma dei prodotti disponibili sul mercato, l'investitore seleziona innanzitutto quelli che presentano un orizzonte temporale consigliato compatibile con le proprie preferenze per la liquidità; successivamente l'investitore valuta la coerenza tra la propria propensione al rischio e il grado di rischio dei diversi prodotti che hanno superato la prima fase del processo di selezione e, infine, sceglie il prodotto a più elevato rendimento potenziale tra quelli che hanno passato anche il secondo criterio selettivo.

L'approccio metodologico descritto trova espressione nella disciplina di trasparenza (prospetto d'offerta) relativa agli Oicr aperti italiani e ai prodotti finanziario-assicurativi dei rami III e V offerti in Italia.

Il prospetto d'offerta degli Oicr aperti italiani e dei prodotti finanziario-assicurativi dei rami III e V offerti in Italia è articolato in una "scheda-prodotto" a consegna obbligatoria (prospetto semplificato o scheda sintetica) redatta secondo gli schemi del nuovo Regolamento Emittenti e in un'ulteriore documentazione di dettaglio messa a disposizione su richiesta. Nel documento a consegna obbligatoria l'attenzione del lettore viene focalizzata sulle caratteristiche fondamentali del prodotto attraverso l'indicazione del grado di rischio e dell'orizzonte temporale d'investimento consigliato; informazioni, queste, che sono accompagnate a completamento, per taluni prodotti, dalla rappresentazione degli scenari probabilistici di rendimento.

*I prospetti d'offerta oggetto di verifica sono stati selezionati in applicazione di un modello di vigilanza già applicato a partire dal 2007 nell'ambito della vigilanza sui prospetti dei fondi comuni. In particolare sono stati esaminati 549 prospetti, pari a circa il 50 per cento dei documenti depositati (1.136) (Tav. 31). I prospetti oggetto di enforcement sono stati 215; in 211 casi il documento originariamente depositato è stato modificato, mentre in 4 casi l'impresa d'assicurazione ha deciso di annullare il deposito procedendo alla risoluzione dei contratti in essere.*

Tav. 31

## Interventi di enforcement sui prodotti assicurativi svolti nel 2008

## Interventi di enforcement distinti per area

Tipologia di contratto	Prospetti depositati	Prospetti oggetto di enforcement	Unbundling dell'investimento	Struttura finanziaria e rischio	Meccanismi di rivalutazione	Scenari di rendimento	Altro	Totale
<i>unit linked</i>	537	127	98	50	--	43	50	241
<i>index linked</i>	428	62	26	1	--	39	10	76
capitalizzazione	171	26	11	--	14	--	5	30
<i>Totale</i>	<i>1.136</i>	<i>215</i>	<i>135</i>	<i>51</i>	<i>14</i>	<i>82</i>	<i>65</i>	<i>347</i>

*L'attività di enforcement ha riguardato più macro-aree informative, determinando un totale di 347 interventi. I profili di maggiore criticità in termini di trasparenza della documentazione*

*d'offerta sono stati rilevati con riferimento alla rappresentazione della struttura dei costi e degli scenari di rendimento.*

Nell'ambito dell'attività di vigilanza, particolare attenzione è stata dedicata al monitoraggio del rischio di credito dei prodotti finanziario-assicurativi di tipo *index linked*.

Tali prodotti, come noto, combinano un'assicurazione sulla vita con una componente obbligazionaria; quest'ultima assicura tra l'altro il rimborso a scadenza del capitale investito. La sottoscrizione di polizze *index linked* comporta quindi l'assunzione del rischio di controparte dell'emittente al quale è riconducibile la componente obbligazionaria. Il deterioramento dell'affidabilità creditizia di taluni emittenti, determinato dall'evoluzione della crisi *subprime*, ha avuto riflessi sul valore delle obbligazioni sottostanti alle polizze e, dunque, delle polizze stesse.

*L'attività di monitoraggio, svolta sulla totalità delle index linked in essere e offerte alla clientela retail, ha consentito di identificare i prodotti che presentavano maggiori criticità in termini di potenziali perdite per gli investitori. Con riferimento a tali prodotti, sono stati effettuati approfondimenti sulle strutture e, ove necessario, interventi finalizzati a garantire la massima trasparenza agli investitori circa le variazioni peggiorative del profilo di rischio-rendimento. A tal fine le imprese di assicurazione i cui prodotti sono stati oggetto di intervento hanno fornito adeguate comunicazioni sui propri siti internet e sui mezzi di stampa, informando al contempo i singoli investitori e le reti di vendita nei casi più problematici.*

L'azione di vigilanza sui prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione è stata orientata anche dagli eventi che hanno interessato il gruppo Lehman Brothers, le banche islandesi, nonché dalla frode posta in essere dalla società Bernard L. Madoff Investment Securities LLC.

*Con riferimento a talune polizze index linked collegate a obbligazioni emesse da una società del gruppo Lehman Brothers, sono state analizzate le iniziative avviate dalle imprese di assicurazione a tutela degli investitori verificando, tra l'altro che venisse garantita la massima trasparenza informativa sulle caratteristiche di rischio-rendimento dei prodotti.*

*L'azione di vigilanza ha riguardato anche le iniziative poste in essere da talune imprese di assicurazione con riferimento a polizze index linked garantite, rispettivamente, da Lehman Brothers (per un controvalore di circa 1,3 miliardi di euro) e da una società veicolo di un gruppo italiano (circa 400 milioni di euro); tali iniziative erano volte alla restituzione, con modalità tecniche differenti, del premio versato alla data di scadenza del prodotto, ovvero in alcuni casi a una data successiva.*

*Con riferimento ai prodotti index linked collocati attraverso prospetto depositato presso la Consob e con emittente bancario di diritto islandese, le imprese di assicurazione sono state invitate a rappresentare alla propria clientela, mediante opportune comunicazioni sul sito internet, il deterioramento della situazione finanziaria delle banche garanti delle polizze già nel mese di giugno, ossia prima degli eventi (verificatisi il successivo ottobre) che hanno peggiorato il rischio di credito di tali emittenti.*

*Al fine di rendere disponibile al pubblico un'informativa adeguata, è stata altresì oggetto di accertamenti, mediante richieste di dati e notizie alle imprese di assicurazione, l'esposizione dei fondi interni, collegati a prodotti di tipo unit linked commercializzati in Italia, agli attivi interessati dalla frode Madoff.*

Con riguardo all'attività di coordinamento tra Consob e Banca d'Italia, nel 2008 sono stati avviati i lavori dei comitati di contatto fra i due Istituti previsti dal Protocollo d'intesa stipulato in data 31 ottobre 2007, ai sensi dell'art. 5, comma 5-bis, del Tuf, al fine di coordinare l'esercizio delle funzioni di vigilanza e ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti vigilati.

*In tale quadro, Banca d'Italia e Consob, in data 7 novembre 2008, hanno siglato un accordo per il coordinamento delle procedure per l'emanazione dei provvedimenti autorizzativi per i quali il Tuf prevede il rilascio di pareri. Le procedure coordinate descritte nell'accordo riguardano, in particolare, le autorizzazioni relative a Sim e altre imprese di investimento, Sgr, Sicav e all'offerta in Italia di Oicr non armonizzati. Le stesse procedure hanno sostituito quelle disciplinate dal Protocollo d'intesa del 12 luglio 1999.*

*L'attività di coordinamento ha interessato anche la documentazione richiesta dalla Banca d'Italia alle banche in sede di presentazione dell'istanza di autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento, e per la quale è previsto il successivo invio alla Consob.*

*Sono state altresì individuate e condivise talune modalità organizzative volte a migliorare lo scambio reciproco dei flussi informativi concernenti l'operatività transfrontaliera degli intermediari italiani ed esteri.*

*Sono inoltre in corso iniziative volte a migliorare e consolidare le necessarie forme di collaborazione e coordinamento tra le due Autorità nell'esercizio, ciascuna per i profili di competenza, dell'attività di vigilanza, anche di natura ispettiva, nei confronti degli intermediari bancari e finanziari con riferimento alla prestazione dei servizi di investimento.*

## **2. Le società di gestione del risparmio**

A fine 2008 risultavano iscritte nell'Albo tenuto dalla Banca d'Italia 215 Sgr (211 nel 2007). Le Sgr di nuova istituzione hanno ad oggetto prevalentemente la gestione di fondi chiusi.

Nel 2008 Commissione ha inviato 167 richieste di dati e notizie alle Sgr italiane e ha effettuato 52 incontri, di cui 5 a seguito di formale convocazione di esponenti aziendali; ha inoltre rilasciato alla Banca d'Italia 52 pareri relativi all'istituzione, all'estensione operativa, allo scioglimento, a operazioni straordinarie sul capitale e all'esternalizzazione di alcune funzioni aziendali di Sgr (82 nel 2007).

L'attività di vigilanza sulle società di gestione di fondi comuni aperti ha riguardato gli aspetti organizzativi e procedurali di rilievo ai fini dell'applicazione della MiFID.

*L'esame degli assetti organizzativi, mirato soprattutto alla verifica dell'applicazione delle nuove regole in tema di best execution, incentivi, conflitti di interesse e compliance, ha avuto ad oggetto 8 società, selezionate tra quelle di medie dimensioni in termini di ammontare di patrimonio gestito. L'attività di vigilanza informativa è stata svolta, innanzitutto, mediante l'analisi della documentazione trasmessa periodicamente, cui ha fatto seguito l'inoltro di richieste di dati e notizie e una verifica ispettiva. Le risultanze emerse dall'analisi hanno evidenziato che l'impatto delle nuove disposizioni è stato particolarmente significativo sia sull'articolazione dei controlli interni (è stata infatti istituita un'apposita funzione preposta allo svolgimento dei controlli di compliance), sia sulla struttura di pricing del servizio di gestione di portafogli.*

Nel 2008 è proseguita la vigilanza sulle società di gestione di Oicr aperti italiani attraverso indicatori sintetici di *performance*, di rischio e di costi.

*È stato esaminato, tra l'altro, lo stile di gestione (attivo/passivo/flessibile) dei 1.028 fondi comuni aperti che risultavano operativi al 30 giugno 2008. In linea con i comportamenti rilevanti negli anni precedenti, anche nel 2008 le scelte gestorie hanno seguito un approccio prudente. In particolare, i fondi a benchmark e con stile gestionale attivo si sono allineati al parametro di riferimento, mentre i fondi flessibili hanno assunto un grado di rischio inferiore a quello dichiarato nella documentazione d'offerta. Tale stile gestionale unitamente ai costi elevati hanno spesso generato rendimenti inferiori a quelli degli indici di mercato di riferimento.*

*Nel corso dell'anno è stato avviato un procedimento ispettivo nei confronti di una Sgr che presta il servizio di gestione di portafogli su base individuale.*

L'evoluzione della crisi internazionale ha dato impulso a specifiche iniziative di vigilanza, mirate a cogliere gli effetti del fallimento di taluni intermediari esteri sui prodotti del risparmio gestito offerti alla clientela *retail*.

*In seguito all'avvio della procedura concorsuale del gruppo Lehman Brothers, con riferimento al servizio di gestione individuale si è provveduto a inoltrare richieste di dati e notizie a 5 Sgr che, tramite le proprie gestioni di portafoglio, presentavano la maggiore esposizione al default della banca di investimento statunitense. Con riguardo all'attività di gestione collettiva, sono state formulate richieste di dati e notizie a 8 Sgr che gestivano almeno un fondo aperto per il quale l'esposizione risultava superiore all'1 per cento del patrimonio.*

*L'esposizione dei portafogli gestiti su base individuale, riconducibili a clientela istituzionale, è risultata pari all'1 per cento del patrimonio, mentre quella delle gestioni collettive si è attestata allo 0,7 per cento del patrimonio.*

In considerazione dell'aggravarsi della crisi di liquidità dei mercati finanziari, la Consob, in collaborazione con la Banca d'Italia, ha avviato un monitoraggio su base continuativa della situazione di liquidità dei fondi comuni aperti.

*In particolare, sono state trasmesse alle prime 5 Sgr per patrimonio gestito (circa la metà della massa gestita dai fondi comuni di investimento) richieste di dati per la verifica della situazione di liquidità giacente nei portafogli rispetto all'ammontare dei rimborsi richiesti. Ulteriori richieste di dati sono state inviate con riferimento agli Oicr aperti di diritto estero commercializzati alla clientela al dettaglio e gestiti da società riconducibili al medesimo gruppo*

delle suddette 5 Sgr selezionate (fondi cosiddetti "estero-vestiti" o round-trip). Le indagini hanno pertanto interessato un campione costituito da 218 fondi aperti di diritto italiano e 260 fondi armonizzati aperti di diritto estero.

Dalle evidenze raccolte è risultato che le attività liquide detenute dai fondi aperti (ossia depositi bancari, pronti contro termine attivi e operazioni assimilate, nonché posizione di liquidità), al netto delle passività a breve, erano tali da consentire di far fronte alle richieste di rimborso.

Gli sviluppi della crisi hanno reso necessario proseguire il monitoraggio della liquidità dei fondi su base quindicinale. Il campione è stato pertanto ampliato includendo le principali 12 Sgr, relativamente ai 423 fondi aperti di diritto italiano da esse gestiti e ai 357 Oicr esteri armonizzati commercializzati alla clientela al dettaglio e gestiti da società riconducibili al medesimo gruppo delle suddette Sgr.

Nel dicembre 2008, in collaborazione con la Banca d'Italia, si è proceduto a verificare l'esposizione dei fondi aperti e delle gestioni individuali ad attività riconducibili ai fondi Madoff.

L'analisi si è svolta mediante la trasmissione di richieste di dati e notizie alle 12 Sgr oggetto di monitoraggio periodico con riguardo alla situazione di liquidità dei fondi aperti. Con riferimento a 4 Sgr, è emersa la presenza nei portafogli di 11 fondi mobiliari aperti di diritto italiano (di cui 10 non armonizzati) di assets esposti a prodotti Madoff per un controvalore complessivo di circa 13,6 milioni di euro. Con riferimento alle gestioni individuali, sono risultati esposti i portafogli gestiti da 3 Sgr, per un importo pari a circa 28 milioni di euro.

All'esito delle verifiche, si è provveduto a inoltrare a 3 Sgr ulteriori richieste di dati e notizie. Nei confronti di una Sgr è stata avviata una verifica ispettiva per accertamenti legati al processo di gestione, in considerazione della significatività dell'incidenza percentuale degli assets interessati dalla frode Madoff sui portafogli di due fondi da essa gestiti.

La Commissione ha, inoltre, proseguito l'azione di controllo sul segmento dei fondi chiusi immobiliari.

In particolare sono state effettuate 23 richieste di comunicazione di dati e notizie nonché di trasmissione di atti e documenti nei confronti di società operative nella gestione dei fondi immobiliari; in 2 casi si è proceduto alla convocazione formale degli organi sociali. Sono state inoltre avviate e concluse 2 ispezioni ricognitive.

L'azione di vigilanza ha riguardato principalmente i fondi immobiliari che sono al termine della loro durata, ovvero sono in procinto o hanno già avviato la liquidazione del proprio portafoglio immobiliare, con particolare attenzione ai fondi con elevato indebitamento. Al proposito, sono state esaminate le modalità di dismissione degli assets, al fine di verificare il rispetto delle regole di correttezza e trasparenza comportamentale e le procedure adottate dalle Sgr per la valutazione delle attività in portafoglio nelle diverse fasi dell'attività gestoria.

Nel 2008 è proseguita anche l'attività di vigilanza sulla correttezza dei comportamenti delle Sgr che gestiscono fondi mobiliari chiusi, specializzati in azioni non

quotate di società di medio-piccola dimensione con difficoltà di accesso al mercato del capitale di rischio (cosiddetti fondi di *private equity*).

*I controlli si sono concentrati sulla verifica dell'applicazione delle procedure interne, anche in tema di gestione dei conflitti di interesse, con particolare riguardo alle situazioni di conflitto originate dalla tipologia di attività svolta. Nel corso dell'anno è stato altresì avviato e concluso un procedimento ispettivo ricognitivo nei confronti di una Sgr che gestisce fondi di private equity.*

L'attività di controllo è stata particolarmente intensa anche nei confronti delle Sgr che gestiscono fondi speculativi, comparto che negli ultimi anni ha conosciuto un significativo sviluppo (Riquadro 4). In particolare, è stata avviata una ispezione ricognitiva nei confronti di una società di gestione; specifiche iniziative di vigilanza, inoltre, sono state intraprese a fronte degli sviluppi della crisi internazionale.

*Un fenomeno che ha sollecitato l'intervento della Commissione ha riguardato l'incremento delle richieste di rimborso che ha interessato i fondi speculativi italiani a partire dal mese di settembre. A quella data, in particolare, i fondi riconducibili a un campione di 19 Sgr, rappresentativo della quasi totalità del patrimonio gestito, hanno registrato un deflusso di circa 5 volte superiore a quello del mese precedente; le richieste di rimborso hanno continuato a essere consistenti anche nei due mesi successivi. L'attività di vigilanza è stata pertanto orientata al controllo delle tensioni di liquidità originate dall'incidenza dei rimborsi sul patrimonio netto. Tale controllo è proseguito fino al mese di dicembre con riferimento alle prime 10 Sgr per massa gestita di fondi speculativi italiani. Con particolare riguardo a un campione di 126 fondi di fondi speculativi, è emerso inoltre che 31 fondi (rappresentativi in termini di patrimonio di circa il 37 per cento del campione) esibivano una componente illiquida del portafoglio (costituita da fondi interessati da procedure di sospensione dei rimborsi o del calcolo del Nav, liquidazione, operazioni di separazione di parti di patrimonio collegate a un rimborso a medio lungo termine - cosiddetto side-pocket) compresa tra il 15 e il 55 per cento del patrimonio netto.*

*In seguito alla frode Madoff, è stata verificata l'esposizione dei fondi speculativi italiani nell'ambito del Gruppo permanente di esperti sul risparmio gestito del Cesr (Investment Management Expert Group). I controlli, effettuati con riferimento a 10 Sgr di fondi speculativi, hanno condotto alla richiesta nei confronti di 2 Sgr maggiormente esposte, di trasmissione della documentazione a supporto delle scelte di investimento, con particolare attenzione ai processi di analisi e valutazione preventiva dell'investimento.*

Per ciò che riguarda il profilo dell'informativa da rendere ai sottoscrittori, nel corso del 2008 è proseguita l'attività di vigilanza *ex-ante* sui prospetti dei fondi comuni di investimento aperti e chiusi (si veda il precedente capitolo I "La vigilanza sulle società").

*La retrocessione di commissioni a favore dei collocatori nel 2007 continua a costituire la componente più rilevante (67 per cento) del costo del "prodotto-fondo" sostenuto dall'investitore.*

*In alcuni casi, inoltre, le Sgr si sono avvalse dei prospetti d'offerta dei fondi aperti per rendere agli investitori l'informativa che, in base alla regolamentazione vigente, deve essere diffusa prima dell'avvio del servizio di gestione, come ad esempio le informazioni sulla best execution e sugli incentivi pagati o ricevuti.*

## Riquadro 4

**I fondi speculativi**

In Italia, il comparto dei fondi speculativi (cosiddetti *hedge*) ha registrato una crescita significativa negli ultimi anni, sebbene l'accesso a tale prodotto sia riservato a investitori non *retail*. A fronte della assoluta flessibilità gestionale, in termini di strumenti finanziari oggetto di possibile investimento e tecniche utilizzate, che caratterizza gli *hedge funds*, la legislazione italiana pone, infatti, limitazioni in termini di accesso all'investimento (la soglia minima dello stesso non può essere inferiore a 500.000 euro) e di distribuzione (le quote di fondi speculativi non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento).

Gli sviluppi della crisi finanziaria hanno inciso negativamente sui fondi *hedge*, che hanno dovuto far fronte a consistenti richieste di rimborso, nonché operare nel rispetto dei divieti di vendita allo scoperto applicati su molti mercati azionari come misura di contenimento degli effetti della crisi.

I fondi di fondi *hedge*, tipologia nettamente prevalente nel mercato italiano, sono stati investiti dalle difficoltà dei fondi *target*, a loro volta oggetto di consistenti richieste di rimborso e da difficoltà gestionali indotte dall'illiquidità delle attività detenute in portafoglio. Rispetto ai fondi cosiddetti puri, i fondi di fondi *hedge* risultano più esposti ai rischi operativi, in quanto i processi produttivi dei soggetti gestori *target* presentano vaste aree di opacità, soprattutto in tema di monitoraggio della rischiosità dei portafogli e di metodologia di valutazione degli strumenti finanziari detenuti (cosiddetto *mark to model*).

In ambito nazionale, le difficoltà sperimentate dai fondi di fondi *hedge* hanno trovato una risposta normativa nelle disposizioni dell'art. 14, commi 6-9, del d.l. 29 novembre 2008, n. 185, che ha introdotto la possibilità di sospensione del rimborso delle quote (cosiddetto *gate*) e di scissione parziale del fondo, trasferendo le attività illiquide in un nuovo fondo di tipo chiuso (cosiddetto *side-pocket*).

Situazioni analoghe si sono registrate anche presso taluni Paesi dell'Unione Europea. È altresì in atto un processo di riforma della disciplina dei fondi *hedge*, che vede coinvolti diversi gruppi e organismi internazionali (i Capi di Stato e di Governo del G-20, il *Financial Stability Forum*, la Iosco e le Istituzioni europee).

Alla luce del consenso che si registra su taluni temi, sembra destinato a essere abbandonato il tradizionale approccio basato sulla *deregulation* e sull'autoregolamentazione dei fondi *hedge*. Tra i temi di maggiore attenzione, si ricordano il rapporto dei fondi con i centri cosiddetti *off-shore*, ove assai spesso i gestori domiciliano i fondi speculativi gestiti; l'esigenza di adeguare le procedure di gestione alla manifestazione di rischi finora sottovalutati, quale quello di liquidità; la definizione di regole di condotta più rigorose nell'ambito delle scelte di investimento, soprattutto nel caso di fondi di fondi.

La regolamentazione italiana che già prevede, tra l'altro, regole organizzative, procedurali e di correttezza di comportamento, costituisce un possibile modello di riferimento per la definizione della disciplina degli *hedge fund*.