ATTI PARLAMENTARI

XVI LEGISLATURA

CAMERA DEI DEPUTATI

Doc. **XXVIII**
n. **1**

RELAZIONE

SULL'ATTIVITÀ DELLA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)

(Anni 2007 e 2008)

(Articolo 1, comma 13, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modificazioni)

Presentata dal Ministro dell'economia e delle finanze

(TREMONTI)

Trasmessa alla Presidenza l'8 luglio 2009

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

PAGINA BIANCA

INDICE

RELAZIONE PER L'ANNO 2007

Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario ..... *Pag.* 7

Relazione al Ministro dell'economia e delle finanze ..... » 33

A. Le questioni in corso e le linee di indirizzo ..... » 35

I. Il contesto economico e istituzionale ..... » 37
II. L'esercizio dell'attività di vigilanza della Consob ... » 63
III. Le linee di indirizzo dell'attività della Consob . » 97

B. L'evoluzione del quadro di riferimento ..... » 123

I. Le società ..... » 125
II. I mercati ..... » 142
III. Gli intermediari e le famiglie ..... » 162

C. L'attività della Consob ..... » 185

I. La vigilanza sulle società ..... » 187
II. La vigilanza sui mercati ..... » 208
III. La vigilanza sugli intermediari ..... » 219
IV. I provvedimenti sanzionatori e cautelari ..... » 228
V. L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali ..... » 240
VI. Le relazioni internazionali ..... » 254
VII. I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob ..... » 263
VIII. La gestione interna e le relazioni con l'estero ..... » 271

D. Appendice e Note metodologiche ..... » 281

Indice generale ..... » 297

Indice dei riquadri

1. I fondi immobiliari ..... » 176
2. La quotazione delle *Investment Companies* ..... » 194
3. La costituzione di banche per pubblica sottoscrizione . » 195

RELAZIONE PER L'ANNO 2008

A. Le questioni in corso e le linee di indirizzo ..... *Pag.* 317

I. La crisi finanziaria ..... » 321
II. L'attività di vigilanza ..... » 343
III. L'attività regolamentare ..... » 365
IV. L'attività di *enforcement* e i rapporti con l'Autorità Giudiziaria ..... » 378
V. Le aree di rischio e le linee strategiche per il 2009 .. » 393

B. L'evoluzione del quadro di riferimento ..... » 411

I. Le società ..... » 413
II. I mercati ..... » 430
III. Gli intermediari e le famiglie ..... » 450

C. L'attività della Consob ..... » 477

I. La vigilanza sulle società ..... » 479
II. La vigilanza sui mercati ..... » 504
III. La vigilanza sugli intermediari ..... » 516
IV. I provvedimenti sanzionatori e cautelari ..... » 532
V. L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali ..... » 542
VI. Le relazioni internazionali ..... » 559
VII. I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob ..... » 571
VIII. La gestione interna e le relazioni con l'esterno .... » 590

Note metodologiche ..... » 593

Indice generale ..... » 597

CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 2007

ROMA, 31 MARZO 2008

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente
Lamberto CARDIA

Componenti
Paolo DI BENEDETTO
Vittorio CONTI
Michele PEZZINGA
Luca ENRIQUES

Direttore Generale
Massimo TEZZON

PAGINA BIANCA

DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO

Il testo che segue è stato letto il 14 luglio 2008 dal Presidente della Consob presso la Borsa Italiana.

PAGINA BIANCA

Signor Ministro dell'Economia e delle Finanze, Autorità, Signore e Signori,

a nome della Consob e mio personale desidero esprimere il più sentito ringraziamento, oltre che a Lei Signor Ministro, ai rappresentanti del Parlamento, del Governo, alle Autorità civili, militari e religiose e ai partecipanti tutti che, con la loro presenza, danno prestigio alla nostra Istituzione e testimoniano la loro attenzione alla vita del mercato e ai problemi che – mai come in questo periodo – si presentano e si affrontano in uno scenario ormai globale e dall'evoluzione sempre più veloce e complessa.

La presente occasione di incontro annuale – che da oltre un decennio si affianca al dialogo istituzionale con il Parlamento, con il Governo e in particolare con il Ministro dell'Economia – consente alla Consob di rendere conto e di sottoporre al giudizio di tutti il suo operato nonché di indicare le linee-guida che intende seguire, nel rigoroso rispetto della normativa esistente, fornendo al mercato e ai risparmiatori il proprio contributo di conoscenza.

La Commissione rinnova il suo ringraziamento anche alla città di Milano che ci ospita e al suo Sindaco, alla cui disponibilità è da attribuire l'acquisizione in concessione dell'attuale sede della Consob, nel prestigioso palazzo Carmagnola di Via Broletto, sede per l'ampliamento della quale sono in corso approfondimenti, che si auspica possano avere esito positivo.

Sentimenti di gratitudine sono rivolti infine alla Borsa Italiana per la rinnovata ospitalità con cui signorilmente ci accoglie.

1. Le turbolenze finanziarie e i mercati mobiliari

Da circa un anno i segnali di incertezza e di debolezza dei mercati finanziari internazionali hanno assunto il carattere di una profonda turbolenza.

La crisi, che ha avuto origine nel mercato dei mutui immobiliari negli Stati Uniti, ha avuto ripercussioni significative sull'andamento delle borse, sulla situazione dei principali intermediari, sulle condizioni di stabilità dei sistemi finanziari e sull'andamento dell'economia.

Si è interrotta una tendenza positiva in atto da alcuni anni. Sono emersi segnali di fragilità del sistema finanziario, la cui crescita tumultuosa era dovuta a incentivi non sempre compatibili con principi di corretta gestione e allocazione del rischio.

La pronta reazione della Banca Centrale Europea e della *Federal Reserve* americana, nonché delle Autorità di vigilanza, ha consentito finora di evitare conseguenze drammatiche per i risparmiatori. Lo sforzo di coordinamento degli interventi a livello nazionale e internazionale è stato, per intensità, senza precedenti.

A un anno di distanza dal suo manifestarsi, la crisi non può dirsi superata. Sono emersi problemi che richiedono risposte adeguate e tempestive per fronteggiare le tensioni in atto e per prevenirne di nuove. Gli approcci e, in parte, le regole di vigilanza devono essere rinnovati. È necessario assicurare maggiore complementarità tra finalità di stabilità e finalità di trasparenza e correttezza. L'integrazione, ormai irreversibile, tra i comparti del mercato finanziario richiede forme più incisive di coordinamento e di cooperazione.

Rimane, tuttavia, molta strada da percorrere per assicurare, soprattutto nel mercato europeo, un efficace coordinamento tra Autorità competenti su mercati e intermediari che operano in più Paesi. Nonostante gli accordi sottoscritti per assicurare la collaborazione nelle prime fasi di difficoltà nel mercato, le situazioni di crisi sembrano tuttora gestite prevalentemente secondo un'ottica nazionale.

In Italia, le conseguenze immediate della turbolenza dei mercati internazionali sono state più contenute che in altri Paesi.

La Consob è intervenuta al manifestarsi dei primi sintomi della crisi di liquidità che ha colpito progressivamente diversi segmenti del mercato, al fine di valutare il grado di coinvolgimento degli operatori e dei risparmiatori italiani.

Dalle informazioni raccolte nell'estate del 2007 risultava che l'esposizione delle società quotate operanti nei settori bancario e assicurativo verso strumenti finanziari riconducibili ai mutui *subprime* era limitata.

La Consob ha richiesto alle singole società di comunicare al mercato i prevedibili effetti sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria, in occasione della prima

pubblicazione dei risultati contabili di periodo, e comunque senza indugio, laddove l'impatto fosse di importo significativo.

Anche dalle indagini avviate relativamente ai portafogli amministrati o gestiti per conto della clientela era emerso che l'esposizione delle famiglie italiane a rischi legati a mutui *subprime* non era particolarmente critica. In effetti, a differenza di quanto avvenuto in altri paesi, in Italia non si sono verificati casi di fondi comuni aperti costretti a sospendere temporaneamente i riscatti per l'impossibilità di stabilire il valore delle quote.

Di valutazione più complessa sono le conseguenze indirette e di più lungo periodo delle turbolenze finanziarie.

La crisi di liquidità che si è determinata ha effetti negativi sul mercato del credito e sulla raccolta di risorse finanziarie da parte delle imprese. I risultati economici degli emittenti, soprattutto bancari e assicurativi, restano esposti ai rischi derivanti da possibili deterioramenti del ciclo economico e da ulteriori riduzioni dei valori mobiliari.

In questa situazione di difficoltà sistemica, le Autorità hanno compiuto uno sforzo notevole e hanno concordato una linea di condotta comune per trovare, a tutela degli investitori, un adeguato equilibrio fra l'interesse a ricevere informazioni tempestive e l'esigenza di salvaguardare l'integrità del meccanismo di formazione dei prezzi.

Quando singoli intermediari fronteggiano situazioni di difficoltà è particolarmente delicata la gestione dell'informazione continua al mercato. La diffusione di informazioni parziali, specie se *prima facie* di valenza negativa, può acuire le tensioni.

La necessità di bilanciare esigenze contrapposte si pone anche in occasione di operazioni di ricapitalizzazione finalizzate a riequilibrare la struttura finanziaria di banche particolarmente esposte. Nei Paesi europei, il diritto di tutti gli azionisti a partecipare agli aumenti di capitale per evitare diluizioni della quota azionaria può rendere più difficile e costosa la raccolta di risorse finanziarie rispetto a quanto avviene negli Stati Uniti, dove l'operazione può essere conclusa con un insieme ristretto di sottoscrittori e solo successivamente comunicata al mercato.

La crisi dei mutui *subprime* ha rivelato problemi strutturali del mercato delle cartolarizzazioni riguardanti in particolare la valutazione degli strumenti finanziari e la trasparenza delle operazioni.

È stata messa in discussione, a ragion veduta, la capacità delle agenzie di *rating* di rivedere tempestivamente i propri giudizi e, in alcuni casi, la stessa validità dei modelli di assegnazione del *rating*, nel cui ambito la presenza di conflitti d'interessi può avere effetti distorsivi.

Le iniziative dell'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), del *Committee of European Securities Regulators* (CESR) e quelle annunciate

recentemente dalla Commissione Europea rappresentano il tentativo di dare una risposta a questo fallimento del mercato. Si prospettano regole nuove e forme di sorveglianza sulla *governance* interna e sulla gestione dei conflitti di interessi. Data la natura particolare dell'attività delle agenzie di *rating* e la loro vocazione a operare su scala globale, è necessario e urgente che si raggiunga ampia convergenza internazionale sulle iniziative di regolamentazione e che si trovi la giusta misura nel definirne l'intensità, evitando costi eccessivi.

In Italia, in occasione del recepimento della direttiva sugli abusi di mercato[(1)], era stata introdotta una norma sui conflitti di interessi delle agenzie di *rating* che attribuiva alla Consob competenze regolamentari e di vigilanza. Tale norma è stata abrogata prima della sua entrata in vigore[(2)]. Si è forse persa un'occasione per avviare un'attività che, anche attraverso un dialogo con le agenzie di *rating* operanti in Italia, avrebbe potuto contribuire a una maggiore trasparenza e correttezza dei comportamenti.

L'opportunità di rendere più trasparenti i mercati non regolamentati, che ormai sembra riconosciuta anche a livello internazionale, rappresenta un'altra questione aperta.

Maggiori informazioni pubbliche sugli scambi realizzati tra controparti istituzionali potrebbero infatti favorire una gestione dei rischi più consapevole da parte di tutti gli investitori. La disponibilità di dati sul mercato ridurrebbe la dipendenza degli investitori dal monopolio informativo delle agenzie di *rating* e agevolerebbe la corretta valorizzazione in bilancio dei prodotti più complessi.

In generale, come era emerso anche durante le vicende legate alle scalate bancarie, va governata la potenziale tensione fra finalità di trasparenza del mercato e obiettivi di stabilità degli intermediari e del sistema.

La corretta gestione dei rischi da parte delle istituzioni finanziarie non è rilevante solo per la sana e prudente gestione. La crisi in atto ha confermato che, in situazioni di forte tensione sui mercati, stabilità e trasparenza sono fortemente interconnesse.

Il modello di ripartizione delle competenze tra le Autorità sulla base della finalità della vigilanza consente di perseguire in maniera trasparente i diversi interessi pubblici. Sono sollecitate forme di dialogo e di cooperazione più intense fra le Autorità, come si è verificato nella recente crisi. Ne deriva un rafforzamento dei meccanismi di responsabilizzazione delle Autorità stesse nei confronti del mercato e delle istituzioni. Si evita il pericolo di determinare gerarchie tra obiettivi cui l'ordinamento riconosce, non certo a caso, pari dignità per la tutela del risparmio.

I tempi sono maturi per una revisione del sistema e dell'architettura delle Autorità di vigilanza, anche al fine di porre termine alle situazioni di incertezza e ai rischi di duplicazioni di interventi a cui finora si è fatto fronte con reciproca collaborazione e responsabile unità di intenti.

Nella collaborazione tra le Autorità nazionali che vigilano sui mercati finanziari si è ormai aperta una nuova stagione, anche grazie all'esperienza maturata e a strumenti normativi più incisivi.

Il 31 ottobre 2007, Consob e Banca d'Italia hanno esercitato la potestà regolamentare congiunta in materia di assetti organizzativi e procedurali degli intermediari e hanno stipulato un protocollo d'intesa per il coordinamento delle funzioni di vigilanza.

Una comunicazione congiunta e un protocollo d'intesa sono in fase di adozione da parte di Consob e Isvap, per coordinare la disciplina e la vigilanza in tema di trasparenza dei contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario.

È in corso di sottoscrizione un accordo tra Autorità per l'Energia Elettrica ed il Gas e Consob in materia di regolamentazione e vigilanza sui mercati di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica.

Nel marzo 2008, Ministero dell'Economia, Banca d'Italia, Consob e Isvap hanno costituito il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria con l'obiettivo di prevenire e gestire le crisi finanziarie con potenziali effetti di natura sistemica.

Le incertezze legate alle turbolenze dei mercati finanziari si sono riflesse sull'andamento dei prezzi azionari. I principali indici internazionali, che avevano chiuso il 2007 con un saldo positivo, sebbene notevolmente inferiore a quello degli anni precedenti, mostrano un andamento fortemente negativo nel primo semestre del 2008[(3)].

Il mercato italiano già nel 2007 aveva registrato un consistente calo delle quotazioni, proseguito, in linea con la tendenza europea, nel primo semestre del 2008[(4)]. Ne stanno derivando conseguenze negative sulla capacità di attrazione di nuovi emittenti. Il numero di ammissioni a quotazione a seguito di offerte pubbliche iniziali nel primo semestre 2008 è più che dimezzato rispetto allo stesso periodo dei due anni precedenti[(5)].

Le prospettive di sviluppo della piazza finanziaria italiana sono legate all'evoluzione dell'integrazione fra Borsa Italiana e *London Stock Exchange*, perfezionata nell'ottobre 2007 con l'acquisizione da parte della *holding* inglese, quotata sul mercato di Londra, della proprietà di Borsa Italiana S.p.A. L'operazione si inserisce in un contesto di accresciuta concorrenza tra mercati, anche non regolamentati, nel quale esigenze di diversificazione dei servizi offerti e di aumento dei volumi di attività inducono le società di gestione alla ricerca attiva di alleanze e aggregazioni.

Per favorire la consultazione preventiva e la concertazione nel caso di decisioni rilevanti che riguardino i due mercati, la Consob e la *Financial Services Authority* (FSA) hanno sottoscritto il 13 dicembre 2007 un Memorandum d'intesa.

È in corso una revisione della struttura organizzativa del gruppo cui fa capo il mercato italiano, con l'obiettivo di rendere uniformi ed efficienti i processi decisionali e gestionali. L'evoluzione fa temere la possibilità di un progressivo spostamento dell'asse decisionale sulla piazza londinese.

Le banche italiane già azioniste di Borsa Italiana avevano acquisito inizialmente una partecipazione complessiva pari al 28% del capitale della *holding*. Oggi, tale partecipazione è scesa a circa il 19%. In futuro, la presenza di soggetti italiani potrebbe ulteriormente ridursi.

A un anno dall'integrazione, appare prevalere un senso di incertezza e apprensione in merito ai vantaggi concreti per la piazza finanziaria italiana. È compito e dovere della Consob accertare che i cambiamenti non abbiano ricadute negative sulla qualità e sulla competitività del nostro mercato.

Occorre assicurare che la definizione degli obiettivi strategici e della struttura organizzativa della società di gestione del mercato italiano siano compatibili con il necessario e corretto svolgimento delle funzioni istituzionali che le sono assegnate nel nostro ordinamento. In questo scenario, si potrebbe anche riconsiderare la ripartizione delle competenze tra Autorità di vigilanza e società di gestione, che vede oggi la Consob intervenire nell'approvazione del prospetto ma non, come avviene ad esempio nel Regno Unito, nella decisione di ammissione a quotazione.

La prevista adozione dell'infrastruttura di negoziazione inglese quale piattaforma comune ai due mercati comporta cambiamenti rilevanti nella microstruttura del mercato. È importante garantire un graduale adattamento degli operatori, minimizzando il rischio che nella transizione si verifichino eventi in grado di compromettere l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Secondo l'impegno assunto dalla *holding* inglese nel documento di offerta, l'integrazione non dovrebbe comportare, a pari qualità dei servizi offerti, un aumento delle tariffe. La Consob considera il mantenimento di questo impegno un elemento importante, funzionale ad assicurare la competitività dell'industria finanziaria italiana, che costituisce uno degli obiettivi della vigilanza sui mercati.

L'integrazione tra i due mercati avrà riflessi anche sulle scelte di quotazione delle società italiane. Affinché questi siano positivi, occorre che il processo di integrazione tenga conto, nel definire regole e procedure, delle peculiarità del sistema italiano.

Per incentivare la quotazione può essere importante l'ampliamento degli strumenti che favoriscono l'apertura delle società italiane al mercato del capitale di rischio. Con questo obiettivo è nato un anno fa il Mercato Alternativo del Capitale[6]. Nella stessa direzione si profila l'iniziativa annunciata da Borsa Italiana di realizzare un sistema multilaterale di negoziazione sul modello dell'*Alternative Investment Market* (AIM)

inglese[7], che ha dimostrato una notevole capacità di attrarre le imprese di piccole dimensioni. Un contributo può venire anche da un maggior ricorso alla libertà statutaria per articolare gli strumenti di partecipazione al capitale, sfruttando i margini offerti dal quadro normativo, che potrebbero essere ulteriormente estesi dal Legislatore almeno per le società in via di quotazione.

2. La tutela delle minoranze azionarie e la regolamentazione dei conflitti di interessi

Il sistema normativo italiano prevede nuovi strumenti di partecipazione delle minoranze azionarie al governo societario.

È stato introdotto l'obbligo del voto di lista anche per l'elezione degli organi di amministrazione ed è stato stabilito che il presidente dell'organo di controllo sia nominato tra i sindaci eletti dalle minoranze.

Si tratta di regole innovative, anche nel confronto internazionale. La Consob è chiamata a svolgere un ruolo importante nel definire disposizioni attuative e nel vigilare sul loro rispetto sostanziale, con l'obiettivo di favorire assetti più aperti alla dialettica tra azionisti.

La rappresentanza degli azionisti di minoranza assume un significato particolare per le società quotate italiane, considerate le caratteristiche strutturali ed evolutive dei loro assetti proprietari.

Se da un lato permane il ruolo determinante degli azionisti di controllo e delle coalizioni di azionisti rilevanti[8], dall'altro sta crescendo la presenza di investitori istituzionali, soprattutto internazionali, interessati a svolgere funzioni di stimolo e monitoraggio[9].

La stagione assembleare appena conclusa ha rappresentato un primo test per il nuovo sistema di elezione degli organi di amministrazione e controllo.

Emergono segnali positivi rispetto alle scelte di fondo del Legislatore e alle norme attuative della Consob, in particolare sulle soglie di presentazione delle liste e sulle disposizioni di trasparenza volte ad assicurare l'effettiva indipendenza delle liste di minoranza.

Gli investitori istituzionali, soprattutto internazionali, hanno visto nella partecipazione alla nomina degli organi sociali uno strumento efficace per realizzare forme di attivismo societario trasparenti e non necessariamente conflittuali nei confronti degli assetti di controllo esistenti. In altri Paesi europei, gli investitori istituzionali più aggressivi e i fondi sovrani incontrano posizioni di maggior chiusura rispetto alla loro partecipazione al governo societario.

Talune recenti assemblee di società quotate hanno però evidenziato difficoltà nell'assicurare piena trasparenza sui collegamenti tra liste presentate come provenienti dalle minoranze e azionisti di controllo. Sono stati necessari interventi della Consob per integrare le informazioni fornite e per responsabilizzare gli organi sociali a un'applicazione della disciplina coerente con la finalità di tutela delle minoranze. Alla luce di questa esperienza, che mostra il permanere di una certa resistenza al cambiamento, la Consob ha sottoposto alla consultazione del mercato una comunicazione volta a orientare i comportamenti verso una maggiore aderenza allo spirito della legge.

Sulla stessa linea si pone la proposta di regolamentazione delle operazioni con parti correlate che la Consob ha sottoposto a pubblica consultazione nello scorso aprile.

La proposta delinea una riforma ad ampio spettro. Vengono ipotizzate norme procedurali e norme di trasparenza, tra le quali l'immediata comunicazione al pubblico di informazioni sulle operazioni più significative.

È intendimento della Consob che dalla nuova disciplina esca rafforzata la funzione degli amministratori indipendenti, cui risulterebbero affidati compiti determinanti nell'intero processo che porta alla realizzazione di operazioni rilevanti con parti correlate.

Il ruolo degli amministratori indipendenti per la tutela della generalità degli azionisti rappresenta una sfida aperta in tutti gli ordinamenti. Valorizzare la loro funzione nelle operazioni in conflitto di interessi è obiettivo in linea con l'evoluzione dei principi internazionali di *corporate governance*. Convergono in questa direzione le esperienze di altri Paesi, come gli Stati Uniti, la Raccomandazione europea[10] del 2005 sul ruolo degli amministratori non esecutivi, le scelte del Legislatore italiano e lo stesso codice di autodisciplina delle società quotate, cui non sempre è stata data un'applicazione sostanziale.

È opinione della Consob che il tempestivo coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate di maggior rilievo non comporti l'assunzione di un ruolo esecutivo tale da comprometterne l'indipendenza; al contrario, esso consente di ridurre le asimmetrie informative strutturalmente presenti negli organi di amministrazione e particolarmente estese nelle operazioni con parti correlate, favorendo scelte consapevoli e orientate all'esclusivo perseguimento dell'interesse sociale.

È evidente che per svolgere tali funzioni sono necessarie specifiche competenze e professionalità; requisiti che gli amministratori indipendenti devono possedere per assicurare l'autonomia di giudizio che deve effettivamente qualificare il loro ruolo.

La disciplina proposta tiene anche conto delle diverse caratteristiche strutturali di determinate categorie di società quotate.

Sono state individuate procedure più snelle per le società di piccole dimensioni, per le società neo-quotate e per le società con azioni diffuse. È stata prevista una soglia di significatività più bassa per identificare le operazioni rilevanti nelle società dove maggiori sono i rischi di estrazione di benefici privati, a causa di una separazione tra proprietà e controllo strutturalmente più elevata[11].

Si tratta di un disegno complesso che postula un ampio e franco confronto con tutte le componenti del mercato. La Commissione adotterà le decisioni di competenza solo dopo l'esame completo e approfondito di tutte le osservazioni, i rilievi e i contributi forniti, con particolare attenzione all'equilibrio tra costi e benefici e ai tempi necessari per l'adeguamento dell'organizzazione e della composizione degli organi di amministrazione e controllo.

Nell'attuale fase di mercato, gli andamenti negativi possono indurre gli azionisti di controllo a lanciare offerte volte a cancellare i titoli dalla quotazione. Diventa urgente garantire agli azionisti di minoranza la possibilità di effettuare scelte consapevoli in merito all'adesione all'offerta.

La Consob ha in fase di avanzata elaborazione, nell'ambito delle norme attuative della direttiva sulle OPA, misure a tutela degli azionisti di minoranza in tali operazioni.

La previsione di una riapertura dei termini dell'offerta, ad esempio, potrebbe attenuare la pressione a vendere che gli azionisti di minoranza subiscono quando si prefigura il venir meno della quotazione del titolo o la riduzione della sua liquidità. L'informazione sul grado di adesione nella prima fase dell'offerta può essere un elemento determinante per una decisione più consapevole.

Gli amministratori indipendenti potrebbero essere maggiormente responsabilizzati nell'elaborazione delle valutazioni del consiglio di amministrazione della società-bersaglio sul merito dell'offerta. Il comunicato della società al mercato dovrebbe riportare separatamente i loro giudizi.

Va in questa direzione anche la scelta, compiuta dal Legislatore in sede di recepimento della direttiva sulle OPA, di non applicare alle offerte promosse dall'azionista di controllo il divieto di adottare misure che ostacolino il successo dell'offerta. In questi casi, come dimostra l'esperienza di altri paesi, i doveri fiduciari degli amministratori potrebbero giustificare l'adozione di misure difensive qualora l'offerta non fosse ritenuta nell'interesse di tutti gli azionisti.

Sui sistemi di governo societario incide anche la disciplina dei limiti al cumulo degli incarichi dei componenti gli organi di controllo introdotta dalla riforma del risparmio.

Nell'attuazione della delega regolamentare, la Commissione – considerati gli impatti sull'organizzazione societaria e sulle attività di alcune categorie professionali – ha tenuto in particolare considerazione le osservazioni del mercato, comunque rappresentate, sia in sede di consultazione sia in fase di avvio.

È stata accolta la richiesta di modificare il sistema di calcolo dei pesi da attribuire agli incarichi svolti nelle società dello stesso gruppo, assimilando gli incarichi di amministrazione a quelli di controllo. L'entrata in vigore della disciplina è stata prorogata per favorire il graduale adattamento del mercato.

Eventuali ulteriori perfezionamenti, che potranno essere valutati solo dopo un congruo periodo di tempo e un accurato esame della prassi operativa, non potranno affievolire l'efficace applicazione della volontà del Legislatore né penalizzare chi, nel rispetto delle previsioni regolamentari, si sia già adeguato ai limiti attualmente previsti.

3. Gli intermediari e il risparmio gestito nel nuovo quadro definito dalla MiFID

Il quadro normativo in cui operano oggi gli intermediari è il frutto di un impegnativo percorso di modernizzazione che sta richiedendo notevoli sforzi e investimenti di risorse.

La legge sul risparmio, anticipando orientamenti allo studio anche in ambito comunitario, ha esteso la disciplina dei servizi di investimento alla distribuzione dei prodotti bancari e assicurativi a contenuto finanziario. Le regole di comportamento introdotte con l'attuazione della direttiva MiFID hanno guidato l'aggiornamento e la riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio.

Lo scenario competitivo ha raggiunto un adeguato grado di uniformità e coerenza sul piano delle regole. Ulteriori iniziative sono opportune per garantire una condizione di uguaglianza sostanziale di comportamento nella distribuzione delle diverse tipologie di prodotti.

Per dare maggiore certezza agli intermediari, la Consob ha elaborato orientamenti interpretativi e si è resa disponibile a riconoscere linee-guida elaborate dalle Associazioni di categoria. Si tratta di una nuova modalità di relazione con gli operatori volta a garantire flessibilità applicativa.

In tale quadro si inserisce il documento di consultazione sulla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi, che richiama gli intermediari a una particolare diligenza nel proporre investimenti in prodotti per i quali non sono disponibili mercati di scambio caratterizzati da adeguati livelli di liquidità e di trasparenza. In tali casi divengono ancor più importanti le valutazioni di appropriatezza e adeguatezza e la completa informazione al cliente.

Anche il collocamento presso il pubblico di prodotti emessi dalle banche, quali obbligazioni subordinate e prodotti ibridi, idonei tra l'altro al rafforzamento del patrimonio

di vigilanza, acuisce l'esigenza di tutelare l'interesse del cliente. Nel recente passato questi prodotti erano esclusivamente destinati alla clientela istituzionale.

I nuovi modelli di rapporto con la clientela, indotti dal recepimento della MiFID, dovrebbero attenuare il fenomeno, particolarmente rilevante nel mercato italiano, del deflusso di risorse dal risparmio gestito a favore di prodotti complessi.

L'analisi comparata delle principali economie europee mostra che in Italia il settore del risparmio gestito ha ancora un significativo potenziale per soddisfare la domanda dei risparmiatori, soprattutto in una prospettiva di incentivazione di forme di investimento di medio-lungo periodo anche con finalità previdenziali.

La concentrazione degli assetti proprietari delle società di gestione del risparmio in capo a gruppi bancari rimane tuttora un elemento di debolezza strutturale, sebbene siano in corso le prime operazioni di de-consolidamento. Il collocamento dei fondi comuni aperti italiani è effettuato per circa il 90% da reti bancarie appartenenti al gruppo.

Le strategie di gruppo hanno in molti casi privilegiato la distribuzione di prodotti diversi dai fondi, come obbligazioni bancarie e prodotti assicurativi. La politica di remunerazione delle reti di vendita ha spesso generato forti incentivi alla distribuzione di prodotti strutturati. Si sottraggono a questa logica le reti distributive indipendenti.

Nel collocamento delle quote di fondi, gli accordi di retrocessione delle commissioni hanno drenato a favore delle reti di vendita la maggior parte delle commissioni pagate dai clienti, limitando l'afflusso di risorse alle società di gestione. La carenza di mezzi finanziari, unita alla scarsa autonomia rispetto alle strategie del gruppo di appartenenza, ha limitato lo sviluppo qualitativo delle strutture di gestione.

Il ricorso a canali distributivi di gruppo non sembra destinato a mutare nell'immediato. La Consob ha avviato un'iniziativa per introdurre, attraverso la dematerializzazione, condizioni di piena e pronta trasferibilità delle quote di fondi. Tale iniziativa dovrebbe favorire l'operatività su piattaforme telematiche di canali alternativi di distribuzione, in un'ottica di "architettura aperta". La maggiore concorrenza nella distribuzione dovrebbe aumentare la qualità dei servizi offerti agli investitori, contribuendo a una migliore selezione degli operatori. Verranno in maggiore evidenza le differenze tra gestioni attive, a più alto valore aggiunto, e gestioni che replicano la composizione di portafogli-obiettivo.

È necessario che l'industria italiana del risparmio gestito investa in tecnologia, ma soprattutto in risorse umane dotate di competenza e professionalità.

Lo sviluppo del settore è un obiettivo dell'intero sistema economico italiano cui sono chiamati a contribuire anche i regolatori, definendo un contesto normativo e di vigilanza proporzionato e attento ai costi.

Non può escludersi che l'evoluzione delle caratteristiche del settore del risparmio gestito induca in futuro a una riflessione, da parte delle Autorità e del Legislatore, volta alla semplificazione dell'assetto normativo, anche in vista delle iniziative annunciate a livello europeo.

4. La strategia regolamentare e di vigilanza della Consob

Il 2007 è stato l'anno del consolidamento della disciplina europea dei mercati finanziari.

L'Italia ha sostanzialmente completato l'adeguamento al nuovo quadro normativo con il recepimento delle direttive sui mercati di strumenti finanziari, sulle OPA, sugli obblighi informativi degli emittenti e sul prospetto[12]. Si auspica che quanto prima possa essere recepita la direttiva sulla revisione contabile[13].

Nuovi interventi regolamentari a livello europeo si profilano nel settore delle agenzie di *rating* e dei fondi comuni di investimento. È stata avviata una riflessione sul tema della trasparenza dei mercati non azionari, sulla quale, fino ad oggi, non erano stati ritenuti necessari interventi normativi.

In sede extraeuropea la IOSCO, con l'approvazione del rapporto della *Task Force* sulla crisi dei *subprime*, ha definito un piano di lavoro per valutare possibili interventi in materia di trasparenza degli emittenti, di gestione dei rischi da parte degli intermediari e di valutazione dei prodotti di finanza strutturata. Eventuali principi elaborati dalla IOSCO entreranno a far parte degli *standard* adottati dalle istituzioni finanziarie internazionali (Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale) nelle valutazioni periodiche dell'adeguatezza dei sistemi finanziari dei Paesi membri.

La Consob partecipa attivamente alle attività degli organismi di coordinamento delle Autorità di vigilanza, assumendo funzioni di responsabilità: recentemente è stata rieletta nel Comitato Esecutivo della IOSCO, dove siede ininterrottamente dal 1986; un dipendente della Consob ricopre per la prima volta, dal 1° gennaio di quest'anno, la carica di segretario generale del CESR.

L'armonizzazione internazionale ed europea dei sistemi legislativi non annulla di per sé gli spazi per la competizione fra ordinamenti e Autorità di vigilanza nazionali, né assicura la piena eliminazione di opportunità di arbitraggi regolamentari per imprese ed emittenti.

All'armonizzazione normativa non ha ancora fatto seguito una piena armonizzazione della vigilanza e dei regimi sanzionatori[14].

La Consob, così come il Governo italiano nelle sedi istituzionali deputate, si è fatta portatrice di istanze di crescita del ruolo istituzionale dei Comitati europei di coordinamento tra le Autorità del mercato finanziario[15]. Le proposte di introdurre il

principio del voto a maggioranza qualificata e di attribuire natura vincolante agli *standard* emanati incontrano tuttavia l'orientamento non favorevole di alcuni Paesi.

Andrà affrontato anche il problema di assicurare una migliore allocazione delle funzioni tra i diversi organismi comunitari, che tenga conto della crescente integrazione tra i vari comparti dei mercati finanziari e dell'esigenza di rafforzare il ruolo delle Autorità di vigilanza anche nella definizione del quadro normativo.

In un contesto europeo caratterizzato dal persistere di disomogeneità, l'approccio della Consob all'attività regolamentare e di *enforcement* tiene conto dell'opportunità di non incidere negativamente sulla posizione competitiva del sistema finanziario italiano, assicurando al contempo una adeguata protezione degli investitori.

Si pone l'esigenza di razionalizzare il quadro normativo nazionale, profondamente ridisegnato a seguito del recepimento delle direttive e dell'attuazione della riforma del risparmio.

L'onere complessivo della regolamentazione, sotto il profilo dei costi e delle possibili incoerenze sistematiche, deve risultare proporzionato ai benefici attesi e alle esigenze di sviluppo dei mercati. Appare necessario adottare con rigore, in tutte le sedi di produzione di norme, i principi della *better regulation*, sottoponendo le ipotesi di nuove regolamentazioni e il quadro complessivo delle regole esistenti a valutazioni d'impatto.

Dal canto suo, la Consob intende procedere a un'operazione di sistematizzazione e semplificazione dei propri regolamenti secondo le seguenti linee-guida:

- riduzione degli oneri complessivi di adempimento per i soggetti vigilati, con specifica attenzione alle aree già ampiamente armonizzate a livello europeo;
- differenziazione delle regole in funzione di parametri dimensionali e di rischio dei soggetti vigilati;
- riduzione del livello di dettaglio delle prescrizioni e sviluppo di linee-guida operative attraverso il confronto con gli operatori;
- attenzione ai potenziali effetti della regolamentazione sul grado di concorrenza e sulla competitività generale della piazza finanziaria italiana.

Nella definizione dei modelli di vigilanza, la Consob è impegnata in un'evoluzione che privilegi l'analisi dei fattori di rischio sistemici e specifici, sulla cui base definire una scala di priorità.

Recenti innovazioni normative prevedono il potenziamento di attività di controllo sistematico su determinate aree, quali l'informazione societaria e l'attività delle società di revisione. Anche l'emergere di fenomeni generali, potenzialmente critici per la tutela degli investitori, quale la diffusione di strumenti finanziari complessi, richiede un monitoraggio continuo e ad ampio spettro.

L'obiettivo è giungere alla formulazione di un piano strategico che individui, anche attraverso il confronto con operatori e investitori, gli strumenti di natura regolamentare, di vigilanza e organizzativi per fronteggiare i rischi di mercato e regolamentari.

Alla maggiore attenzione per l'analisi preventiva dei fattori di rischio si accompagna l'impegno nella vigilanza quotidiana sul mercato, complesso e articolato anche nell'ultimo anno.

La Consob ha affrontato nuove aree di vigilanza, tra le quali si segnalano per importanza la trasparenza dell'offerta dei prodotti finanziario-assicurativi (che ha riguardato quasi 1.200 prospetti negli ultimi 12 mesi), il governo societario nel modello dualistico e i controlli di qualità sulle società di revisione.

Un'area di particolare delicatezza riguarda la vigilanza sulla trasparenza informativa e sull'integrità dei mercati in presenza di vicende societarie complesse e caratterizzate da elementi di incertezza.

L'azione di vigilanza è stata volta a prevenire quanto più possibile, e comunque a rimuovere con tempestività, eventuali asimmetrie informative, attraverso una costante azione di verifica delle potenziali anomalie e l'immediata adozione di iniziative atte a ripristinare la regolarità del mercato.

Vicende di particolare rilevanza hanno riguardato alcuni dei principali gruppi italiani, quali Enel e Telecom, interessati, il primo da operazioni di acquisizione a livello internazionale, il secondo da progetti di riorganizzazione industriale e da cambiamenti negli assetti di controllo. In entrambi i casi la Consob ha effettuato diverse richieste di integrazione delle informazioni diffuse al pubblico, anche in stretto collegamento con altre Autorità europee.

Profili significativi per l'informazione al mercato e per la tutela degli azionisti di minoranza si sono presentati in alcune operazioni di offerta pubblica d'acquisto volontaria su titoli quotati da parte del soggetto controllante.

In questi casi, la Commissione ha richiesto alla società quotata oggetto dell'offerta di fornire maggiori dettagli sul ruolo svolto dagli amministratori indipendenti nella valutazione dell'operazione, sul rispetto delle norme di *corporate governance* e sull'intervento di esperti indipendenti.

Aspetti in parte simili sono emersi anche nel caso di offerte pubbliche di acquisto promosse su quote di fondi comuni di investimento di tipo chiuso. La Consob ha seguito con particolare attenzione queste offerte, al fine di individuare eventuali violazioni delle regole di trasparenza e correttezza dell'informativa fornita al mercato e delle regole di diligente e corretto comportamento da parte dei soggetti gestori.

Una vicenda di ben noto rilievo, che si è protratta per tutto il 2007 e che non ha ancora trovato esito, riguarda la privatizzazione di Alitalia. La complessa situazione societaria, le peculiarità delle procedure di dismissione della partecipazione pubblica e il ruolo svolto dalla compagnia nell'assicurare il servizio pubblico di trasporto aereo nei collegamenti nazionali hanno determinato condizioni particolarissime che hanno portato il Governo ad adottare provvedimenti straordinari e certamente unici rispetto alla situazione di una società quotata in un mercato regolamentato.

La società, fin dal luglio 2004, è stata assoggettata a obblighi d'informazione mensile del mercato sulla propria situazione finanziaria, essendosi verificate condizioni di rischio per la continuità aziendale.

Nel corso dell'intera procedura di dismissione, la Consob è intervenuta con continuità, anche nei confronti dell'azionista di controllo, per assicurare la diffusione di informazioni utili per il mercato, procedendo a convocare gli esponenti aziendali e a richiedere comunicati e integrazioni sulle informazioni diffuse. È stato inoltre richiesto, in via generale, agli organi di Governo di rendere noti, e aggiornare tempestivamente, tempi e modalità della procedura, sottolineando ripetutamente l'opportunità che venissero diffuse al pubblico le sole posizioni ufficiali.

La complessità della vicenda, nella quale si sono presentate numerose fasi di notevole incertezza informativa, ha richiesto alla Consob una costante attività di vigilanza sull'integrità e sul regolare funzionamento del mercato. Le attività di accertamento sono tuttora in corso.

Da ultimo, nell'attuale fase successiva al decreto-legge[16] che ha disposto tra l'altro la misura eccezionale della sospensione dagli obblighi informativi in merito alle attività finalizzate alla preparazione dell'offerta per l'acquisizione del controllo di Alitalia, la Consob ha condiviso la decisione della Borsa Italiana di sospendere le quotazioni del titolo. Infatti, non potendo garantire al mercato la piena conoscenza dell'evolversi degli eventi societari, si è valutato che non sussistessero le condizioni per la regolarità delle negoziazioni. Il venire meno degli obblighi informativi, comunque, non determina il venire meno dei divieti, previsti dal Testo Unico della Finanza (TUF), in materia di *insider trading* e manipolazione; divieti sul cui rispetto la Consob continua a svolgere attività di vigilanza.

Una vicenda di particolare gravità è emersa verso la fine del primo semestre del 2007, quando, anche a seguito di specifiche richieste della Consob, Banca Italease ha comunicato al mercato l'esistenza di rilevanti rischi di controparte riferibili a contratti su strumenti derivati non quotati stipulati con la clientela. La Consob ha svolto accertamenti, anche tramite audizioni, nei confronti degli amministratori e del collegio sindacale della banca, nonché della società di revisione, e ha effettuato segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in merito a fatti ritenuti di possibile rilevanza penale. Il comportamento della

banca nella prestazione di servizi di investimento è stato ed è oggetto di iniziative di vigilanza.

I numerosi interventi legislativi degli ultimi anni hanno profondamente mutato il sistema sanzionatorio sia sotto il profilo del diritto sostanziale sia sotto il profilo procedurale, aumentandone la capacità dissuasiva.

Per la repressione degli abusi di mercato, in particolare, è stato definito un sistema composito: a sanzioni amministrative pecuniarie di importo anche rilevante si accompagnano sanzioni accessorie interdittive e patrimoniali, oltre a sanzioni pecuniarie per responsabilità propria dell'ente a cui appartiene l'autore della violazione.

Per quanto riguarda il profilo procedurale, l'aspetto di maggior rilievo ha riguardato l'attribuzione diretta alla Consob del potere di applicare sanzioni, a conclusione di un iter procedimentale, improntato alla salvaguardia del principio di separatezza tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie.

Nel periodo compreso tra il 1° gennaio 2007 e il 30 giugno 2008, la Commissione ha concluso 283 procedimenti sanzionatori. L'ammontare delle sanzioni pecuniarie applicate è stato di 46 milioni di euro; inoltre, sono stati sequestrati e successivamente confiscati beni per un controvalore complessivo di 42 milioni di euro, a seguito di accertate fattispecie di *insider trading*. Nei confronti di 16 persone fisiche, responsabili di abusi di mercato, sono state applicate sanzioni interdittive accessorie per complessivi 129 mesi.

All'esito di una lunga attività di indagine, anche ispettiva, sulla distribuzione di prodotti derivati non quotati, sono stati adottati provvedimenti sanzionatori nei confronti di intermediari bancari. Sono state rilevate carenze procedurali nei criteri di selezione della clientela e delle operazioni proposte, nei processi di determinazione del prezzo e di strutturazione di nuovi prodotti derivati.

Alla luce dell'esperienza maturata, potrebbe essere opportuna una riconsiderazione d'ordine sistematico del vigente regime sanzionatorio amministrativo, al fine di verificarne la complessiva coerenza, funzionalità e adeguatezza.

La riduzione degli importi delle sanzioni minime per alcune tipologie di violazioni e l'introduzione di forme alternative alla sanzione pecuniaria, quali i richiami scritti, potrebbero consentire sanzioni più proporzionate alla gravità oggettiva e soggettiva delle singole violazioni.

Problemi applicativi sono posti anche dalla norma che stabilisce che la sanzione accessoria obbligatoria della confisca ha per oggetto il prodotto o il profitto dell'illecito e i beni utilizzati per commetterlo, individuati anche per equivalente[17]. Tale formulazione reca in sé una sorta di automatismo che, in sede di quantificazione dei beni oggetto di confisca, può tradursi nell'adozione di un provvedimento ablatorio di entità sproporzionata

rispetto alla gravità dei fatti rilevati e alla sanzione pecuniaria applicata. È auspicabile una revisione di tale disposizione.

Lo svolgimento dell'attività di vigilanza della Consob comporta frequenti e intensi rapporti di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, con la quale si condividono impegno e spazi sempre più ampi di informazione.

L'evoluzione legislativa ha rafforzato l'intensità ed esteso l'ambito di applicazione della collaborazione tra Consob e Autorità Giudiziaria, in particolare nella vigilanza sugli abusi di mercato. Significativamente ampliati sono i poteri attivabili dalla Commissione nel corso delle indagini preliminari.

Il ruolo dell'Autorità amministrativa si è affiancato a quello dell'Autorità Giudiziaria, non solo per la repressione delle fattispecie penali, ma anche per l'accertamento delle violazioni di natura amministrativa, ora autonomamente sanzionabili dalla Consob. Nell'ambito di tale attività di collaborazione sono state svolte indagini, relative a diversi casi, che hanno impegnato gli uffici della Commissione in un'intensa attività di cooperazione e di scambio di informazioni e documenti con le Procure competenti.

Negli ultimi 18 mesi, la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria oltre 130 segnalazioni per ipotesi di violazioni penalmente sanzionate; 14 hanno riguardato ipotesi di abusi di mercato. In 19 nuovi procedimenti penali, la Consob si è costituita parte civile al fine di perseguire la tutela dell'interesse all'efficiente funzionamento del mercato[(18)].

Nello stesso periodo le decisioni in merito a pretese risarcitorie nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza sono state, con una sola eccezione, favorevoli all'Istituto[(19)].

Nel corso del 2007 sono stati instaurati i primi giudizi di opposizione avverso delibere Consob irrogative di sanzioni amministrative per abusi di mercato. I 6 giudizi che si sono conclusi finora hanno confermato la sussistenza dell'illecito sanzionato dalla Consob e, in un caso recentissimo, anche la confisca del profitto e dei beni utilizzati per commettere l'illecito.

Tali decisioni hanno affrontato, tra l'altro, il tema del rapporto tra le sanzioni applicabili per illeciti di manipolazione del mercato, confermando il c.d. "doppio binario", ovverossia la soggezione dell'autore di condotte manipolative a sanzioni sia amministrative che penali e la completa autonomia dei procedimenti che conducono alla loro applicazione.

Sono giunte a decisione anche 6 cause relative a impugnative di bilanci intentate dalla Consob[(20)]. Le decisioni, in 5 casi, hanno condiviso i rilievi della Consob. In un caso non sono state confermate le valutazioni di merito dell'Istituto.

L'insieme sempre più complesso e articolato delle attività che la Consob è chiamata a svolgere, anche in conseguenza dei nuovi compiti affidatile dal Legislatore e sollecitati dall'evoluzione del mercato, richiede risorse, poteri e capacità di intervento adeguati, sempre più specializzati.

Lo sviluppo della Consob ha beneficiato di recente di un aumento dell'organico di 100 unità, senza oneri a carico dello Stato, il cui contributo complessivo al finanziamento dell'Istituto rappresenta ormai poco più del 10% del suo fabbisogno.

La progressiva riduzione della contribuzione pubblica, ma soprattutto i principi di autonomia e di indipendenza che informano l'attività dell'Istituto, non giustificano l'assoggettamento della Consob, per asserite esigenze di finanza pubblica, a limiti e vincoli nelle capacità di auto-organizzazione e nelle politiche di assunzione del personale.

L'indipendenza dell'Autorità trova fondamento nella natura degli interessi primari affidati alla sua tutela ed è conforme ai principi che in ambito comunitario e internazionale definiscono i requisiti delle Autorità di vigilanza.

5. Conclusioni

Stiamo vivendo un periodo di grande incertezza per l'integrità e la stabilità del sistema finanziario e per le prospettive di crescita dell'economia reale. L'impatto sulla fiducia è esasperato dalla sempre più intensa interazione tra fenomeni finanziari e sviluppo economico. Si genera una diffusa domanda di tutela e di interventi per fronteggiare il rischio di un progressivo deterioramento delle condizioni generali dell'economia.

Le risposte ai problemi emersi devono tendere a salvaguardare la capacità del mercato finanziario di costituire uno strumento di sostegno e stimolo della crescita.

Non va disconosciuto né ostacolato il ruolo dinamico e propulsivo dell'innovazione finanziaria, che ha contribuito significativamente alle più recenti fasi di crescita. I prodotti divengono tuttavia sempre più complessi e richiedono un corrispondente adeguamento degli *standard* di trasparenza e di correttezza da parte di coloro che li creano e li distribuiscono.

Il primo strumento di difesa per assicurare l'integrità del sistema di intermediazione del risparmio è costituito dai meccanismi di reazione del mercato stesso. Vanno in questa direzione i processi di riorganizzazione e di ricapitalizzazione che stanno coinvolgendo i principali intermediari internazionali. Nelle attuali condizioni, anche le sanzioni reputazionali assumono maggiore incisività e possono indurre gli operatori ad adottare misure correttive.

Le Autorità, colpendo le violazioni la cui estensione e gravità rappresentano un rischio per il mercato e indirizzando i comportamenti degli operatori verso *standard* più

elevati di correttezza e trasparenza, contribuiscono al ripristino di condizioni di maggiore fiducia nelle capacità di recupero e sviluppo del sistema.

La tempestività e l'incisività dell'azione di vigilanza e sanzionatoria, oltre a svolgere una sempre più attiva funzione preventiva, rafforzano gli stessi meccanismi di selezione e autodisciplina del mercato. Gli interventi effettuati dalle Autorità nel corso della recente crisi per assicurare chiarezza sulle reali condizioni di esposizione al rischio degli operatori hanno svolto un ruolo importante nel sollecitare e orientare le iniziative correttive del mercato e le azioni di vigilanza. L'individuazione tempestiva di nuove aree di debolezza del sistema consente anche di valutare la possibilità di adeguamenti del quadro normativo e degli *standard* internazionali di trasparenza.

La Consob è consapevole della necessità di adottare linee di sviluppo del proprio intervento adeguate ai problemi, anche in parte nuovi, che coinvolgono la tutela della trasparenza e della correttezza.

Recenti iniziative mirano a rafforzare i meccanismi di governo societario degli emittenti quotati e a responsabilizzare gli intermediari nei rapporti con i risparmiatori. Si è inteso valorizzare il ruolo degli amministratori indipendenti a tutela dell'interesse sociale nelle operazioni a più alto rischio di conflitto di interessi. Si è manifestata la disponibilità della Consob a riconoscere il valore di linee-guida agli orientamenti applicativi delle Associazioni degli intermediari.

L'Istituto sta dedicando particolare attenzione anche al settore del risparmio gestito che riveste una funzione strategica per soddisfare la domanda di investimento professionale e per lo sviluppo della piazza finanziaria italiana.

Per far fronte alla prolungata difficoltà del settore, le Autorità di vigilanza, con il concorso degli operatori, stanno elaborando un rapporto, di cui è prossima la pubblicazione, contenente specifiche linee di intervento e ipotesi di riforma normativa. Gli interventi, mirati soprattutto all'apertura dei canali distributivi e al rafforzamento dell'indipendenza delle società di gestione, postulano anche un più deciso impegno degli operatori nell'effettuare investimenti e scelte strategiche adeguati.

Sul piano interno, la Consob ha in programma una verifica delle procedure e dell'organizzazione dell'Istituto per individuare interventi che riducano i tempi dei procedimenti e sviluppino le capacità di monitoraggio dei fenomeni di mercato.

Si stanno potenziando le procedure di consultazione, anche attraverso la realizzazione di approfondite analisi d'impatto di ipotesi regolamentari. L'attiva partecipazione a recenti iniziative di pubblico confronto su proposte dell'Istituto fa ritenere valida la strada intrapresa.

La tutela dei risparmiatori presuppone un innalzamento del livello – ancora insufficiente – della cultura finanziaria.

Iniziative mirate di educazione finanziaria sono diventate una priorità della Consob. Agli interventi dell'Istituto dovranno affiancarsi quelli di altri soggetti pubblici e privati, con il coinvolgimento dei cittadini sin dalla più giovane età.

Sono stati di recente introdotti nell'ordinamento nuovi strumenti di tutela diretta dei risparmiatori, affidati alla gestione della Consob. Si tratta del Fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori e della Camera di conciliazione e di arbitrato per la risoluzione di controversie insorte tra gli investitori e gli intermediari. È in fase avanzata la definizione della disciplina attuativa dei due istituti, ispirata all'esigenza di fornire ai risparmiatori meccanismi e procedure rapidi, economici e di agevole fruibilità.

L'introduzione nell'ordinamento italiano dell'azione collettiva risarcitoria, prevista dalla legge finanziaria per il 2008, è stata recentemente rinviata per meglio definirne le modalità applicative[21]. Tale rinvio non deve distogliere l'attenzione dalla funzione positiva che potrebbe svolgere l'azione collettiva, se ben disciplinata, per tutelare la posizione di debolezza del singolo consumatore.

Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,

sono passati oltre 30 anni dalla nascita della Consob nel giugno 1974. Chi vi parla ha avuto l'onore di partecipare al più recente processo di trasformazione di un'Autorità che si è radicalmente rinnovata, dopo anni di impegno per modernizzare il quadro istituzionale e per fornire al mercato un sistema di regole certe e chiare, che possano essere ampiamente condivise e da tutti rispettate.

La Consob può oggi operare con la consapevolezza di disporre di strumenti, risorse e riconoscimenti più adeguati per svolgere il ruolo affidatole dal Legislatore. L'apporto di competenze sempre più sofisticate e di forze giovani e motivate arricchisce le possibilità di esercitare funzioni la cui complessità pone ogni giorno nuove sfide.

Colgo l'occasione per ringraziare i colleghi della Commissione, il Direttore Generale, i dirigenti e i dipendenti tutti, costituiti in buona parte da giovani e per oltre la metà da donne, che lavorano con grande impegno e rinnovato senso di appartenenza; ringrazio anche le Organizzazioni Sindacali per il loro costante stimolo a sempre meglio operare.

La consolidata efficace collaborazione con la Banca d'Italia e con le altre Autorità, con tutte le Magistrature, con l'Avvocatura dello Stato e con la Guardia di Finanza, ai quali rinnovo vivi ringraziamenti, indica un'unità di intenti che è garanzia di un comune operare per fortificare la fiducia nel sistema e per far fronte alle crescenti esigenze di tutela dei risparmiatori.

Nel difficile momento che i mercati stanno attraversando, la Consob rinnova l'impegno ad agire con equilibrio e con finalità sempre più tese alla prevenzione, con piena consapevolezza delle proprie responsabilità, convinta che il sistema economico e finanziario italiano saprà trovare gli stimoli e l'energia per superare le attuali difficoltà e ritrovare una vocazione alla crescita, condizione indispensabile per lo sviluppo del mercato.

NOTE DEL DISCORSO

(1) La legge n. 62 del 18 aprile 2005 (legge comunitaria 2004), con la quale è stata recepita la direttiva sugli abusi di mercato, prevedeva che le disposizioni dell'art. 114, comma 8, in materia di correttezza e trasparenza dei conflitti di interessi per i soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, si applicassero anche alle agenzie di *rating*.

(2) La legge n. 262 del 28 dicembre 2005 ha espressamente previsto l'esclusione delle agenzie di *rating* dall'applicazione delle norme di trasparenza e correttezza di cui all'art. 114, comma 8, come riformulato dalla stessa legge.

(3) L'indice *Standard & Poor's 500* rappresentativo delle principali azioni degli Stati Uniti ha subito un calo nel primo semestre 2008 del 13%. Nello stesso periodo, l'indice Dow Jones Euro Stoxx rappresentativo delle principali azioni europee ha avuto una flessione del 24%.

(4) L'indice *Standard & Poor's-Mib* ha chiuso il 2007 con una flessione del 7% e il primo semestre 2008 con un ulteriore calo del 24%.

(5) Nel primo semestre 2008, hanno avuto avvio le negoziazioni di 5 nuove società a fronte delle 15 quotatesi nel primo semestre 2007 e delle 10 nello stesso periodo del 2006.

(6) Il Mercato Alternativo del Capitale (MAC), istituito nel 2007 come sistema di scambi organizzati, dal 1° novembre 2007, con l'entrata in vigore della MiFID, ha assunto lo *status* di Sistema multilaterale di negoziazione. Il MAC è riservato a investitori professionali e si fonda su requisiti d'accesso semplificati.

(7) L'*Alternative Investment Market* (AIM), strutturato come sistema multilaterale di negoziazione aperto agli investitori al dettaglio, è caratterizzato da regole semplificate rispetto ai mercati regolamentati, cui si affianca una rilevante responsabilità dell'intermediario che accompagna l'impresa sul mercato (*Nominated Advisor* o NOMAD).

(8) A fine 2007, 200 delle 297 società quotate, che rappresentavano poco più del 50% della capitalizzazione totale del mercato, erano controllate di diritto o di fatto da un singolo azionista. Per 43 altre società, il cui peso sulla capitalizzazione totale era pari a circa il 15%, era presente un patto di sindacato sulla società stessa o sulla sua controllante che, per le clausole contrattuali e per la quota complessivamente apportata al patto, appariva idoneo a consentire agli aderenti di esercitare una funzione determinante sul controllo della società. Se si escludono le 8 società cooperative, nelle restanti 46 società non controllate da un singolo azionista o da un patto di sindacato, la quota complessivamente detenuta dagli azionisti rilevanti era superiore al 50%, lasciando ipotizzare la presenza di fenomeni coalizionali di tipo informale.

(9) Alla fine del 2007, investitori istituzionali con quote superiori al 2% erano presenti nel 60% delle società quotate, con una preponderanza dei soggetti esteri. Quattro anni prima, il fenomeno interessava solo il 30% delle società quotate.

(10) Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza.

(11) La previsione di una disciplina più stringente, in termini di identificazione delle operazioni rilevanti con parti correlate, per le società che utilizzano determinati strumenti di separazione tra proprietà e controllo dà attuazione all'ipotesi, prospettata nel discorso al mercato dello scorso anno, di assoggettare a rafforzati obblighi di informazione le operazioni con parti correlate di società che presentano un più elevato rischio di conflitto di interessi.

(12) Direttiva MiFID n. 2004/39/CE recepita con D.Lgs. n. 164 del 17/9/2007; Direttiva OPA n. 2004/25/CE recepita con D.Lgs. n. 229 del 19/11/2007; Direttiva *Transparency* n. 2004/109/CE

recepita con D.Lgs. n. 195 del 6/11/2007; Direttiva Prospetto n. 2003/71/CE recepita con D.Lgs. n. 51 del 28/3/2007.

(13) Nuova VIII Direttiva n. 2006/43/CE.

(14) Gli *standard* regolamentari e di vigilanza promossi dal CESR non sono giuridicamente vincolanti per gli Stati membri. Indagini del CESR mettono in evidenza la persistente diversità nelle prassi di vigilanza, in particolare nell'attività di controllo sui prospetti informativi e nell'*enforcement* degli abusi di mercato. Per favorire una maggiore convergenza nel settore dei fondi comuni di investimento, il CESR ha costituto all'inizio del 2007 una specifica *Task Force* operativa, nell'ambito del Gruppo di esperti sul risparmio gestito presieduto dal Presidente della Consob.

(15) I comitati di coordinamento europeo sono costituiti oltre che dal CESR, dal *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS) e dal *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (CEIOPS).

(16) Decreto-legge 3 giugno 2008, n. 97.

(17) L'art. 187 *sexies* del TUF prevede che l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie in materia di abusi di mercato comporta sempre la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo.

(18) Tra le costituzioni di parte civile, degna di segnalazione è la vicenda "Antonveneta", concernente un procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche, oltre a 8 persone giuridiche responsabili *ex lege* 231/2001, imputate di diversi reati tra cui aggiotaggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità di vigilanza. Il 23 maggio 2008, il Giudice per l'udienza preliminare ha pronunciato sentenza di patteggiamento nei confronti degli imputati che ne avevano formulato richiesta e ha emesso decreto di rinvio a giudizio nei confronti degli altri.

Di recente si è anche avviato il procedimento penale per reati di manipolazione del mercato in relazione alla nota vicenda dell'*equity swap* sulle azioni Fiat.

Negli ultimi 18 mesi sono stati definiti in primo grado 4 procedimenti e confermate in appello 3 sentenze per reati di abuso di mercato, nei quali la Consob si era costituita parte civile, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e con la condanna anche al risarcimento dei danni.

(19) In particolare, 53 sentenze hanno definito parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da investitori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina". Le decisioni hanno in massima parte dichiarato la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna di questi ultimi al risarcimento dei danni. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono state respinte perché non sono state ravvisate violazioni da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

Nei giorni scorsi il Tribunale civile di Roma ha condannato la Consob al risarcimento dei danni nei confronti di risparmiatori per asserita omessa vigilanza su una Sim e un agente di cambio in relazione a fatti risalenti al periodo 1994-1996. La Commissione, una volta acquisite le motivazioni della sentenza, valuterà l'esperibilità di iniziative di contrasto.

(20) Alcune decisioni in materia segnalano posizioni giurisprudenziali diverse sulla natura dell'interesse ad agire della Consob e sulla sua permanenza nel caso in cui, nel corso del giudizio, la società cessi di essere quotata. La Commissione è impegnata ad approfondire l'argomento, anche alla luce dell'applicabilità dei principi contabili internazionali e della possibilità di dichiarare l'illegittimità di situazioni contabili, indipendentemente dall'azione di impugnativa.

(21) Decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112.

PAGINA BIANCA

RELAZIONE AL MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

La relazione che segue, riferita all'anno 2007, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che prevede la trasmissione al Ministro dell'Economia e delle Finanze, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dall'Istituto, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire.

PAGINA BIANCA

A

LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO

PAGINA BIANCA

I – IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE

Il 2007 è l'anno del consolidamento del quadro legislativo europeo dei mercati finanziari, attraverso la quasi completa trasposizione delle direttive negli ordinamenti nazionali degli Stati membri, ma anche l'anno dell'instabilità dei mercati. La crisi di liquidità dei mercati – pur originata dai problemi del segmento del mercato nord-americano relativo ai mutui *subprime* – sta propagandosi in maniera preoccupante e in dimensioni non prevedibili sul sistema finanziario mondiale.

L'insieme di questi fenomeni pone una rinnovata enfasi sulla capacità di intervento e cooperazione delle Istituzioni a livello sopranazionale e, nell'ambito di ciascun Paese, tra le diverse Autorità di vigilanza.

Si è ormai aperta una nuova stagione nella collaborazione tra le Autorità nazionali che vigilano a vario titolo sui mercati finanziari; collaborazione che risulta rafforzata anche dalle disposizioni della legge sul risparmio (n. 262 del 28 dicembre 2005).

Tale legge infatti prevede che le Autorità, oltre a non potersi reciprocamente opporre il segreto d'ufficio, procedano a individuare forme di coordinamento anche attraverso la stipulazione di protocolli d'intesa e l'istituzione di comitati di coordinamento (artt. 20 e 21).

Il 31 ottobre 2007 Consob e Banca d'Italia hanno esercitato la prevista potestà regolamentare congiunta attribuita loro dal decreto di recepimento della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID[(1)]), relativamente agli assetti organizzativi e procedurali degli intermediari. Nel febbraio 2008 le due Autorità hanno altresì adottato un regolamento congiunto nel quale sono state aggiornate e coordinate – sulla base delle rispettive competenze – le numerose disposizioni attinenti alla gestione accentrata, alla garanzia e alla liquidazione di strumenti finanziari.

Sempre il 31 ottobre Consob e Banca d'Italia hanno anche stipulato un protocollo d'intesa per il coordinamento dell'esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari, anche con riferimento allo scambio di informazioni sulle irregolarità rilevate e i provvedimenti assunti.

Una comunicazione congiunta e un protocollo d'intesa per coordinare l'esercizio delle funzioni di vigilanza sono in fase di adozione da parte della Consob e dell'Isvap, al termine della consultazione del mercato avviata il 28 dicembre 2007, per coordinare la disciplina dettata dal Codice delle Assicurazioni e dai regolamenti Isvap e quella recata dal Tuf e dai regolamenti Consob in tema di trasparenza dei contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario offerti al pubblico dei risparmiatori.

Nel marzo 2008 è stato sottoscritto un protocollo d'intesa tra Ministero dell'Economia, Banca d'Italia, Consob e Isvap, finalizzato alla costituzione presso il

Ministero di un Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria. Il Comitato ha il compito di promuovere, attraverso la collaborazione e lo scambio di informazioni, la stabilità finanziaria e la prevenzione e la gestione delle crisi finanziarie con potenziali effetti di natura sistemica, incluse quelle con ripercussioni rilevanti in altri Paesi.

Alla fusione tra il *London Stock Exchange* (Lse) e la Borsa Italiana perfezionata nell'ottobre 2007 ha fatto seguito il 14 dicembre 2007 la sottoscrizione da parte della Consob e della *Financial Services Authority* (Fsa) del Regno Unito di un memorandum d'intesa per la cooperazione in materia di vigilanza.

L'instabilità dei mercati ha confermato l'importanza fondamentale dell'intermediazione dei flussi di risparmio operata sia dai grandi investitori istituzionali internazionali sia dai principali gruppi bancari.

Per le banche italiane si tratta di un periodo particolarmente delicato che richiede impegno e investimento di risorse per l'adeguamento al nuovo quadro normativo frutto del recepimento della direttiva MiFID, per l'assunzione di comportamenti nuovi nei rapporti con la clientela, per resistere a una concorrenza accresciuta, e per certi aspetti preoccupante, anche dalla fusione della Borsa Italiana con il *London Stock Exchange* nonché per risolvere la crisi del risparmio gestito a favore di prodotti non sempre idonei a costituire la migliore opportunità di investimento per i risparmiatori.

In questo contesto, la Consob ha operato su una molteplicità di fronti:

- ha partecipato alle sedi di cooperazione internazionale e nazionale, laddove si realizzano gli equilibri generali dell'ordinamento legislativo e delle iniziative di regolamentazione e vigilanza, tra le quali da ultimo si segnalano quelle in materia di agenzie di *rating*, che hanno ricevuto rinnovato impulso dalla crisi *subprime*;
- ha emanato un imponente corpo di norme regolamentari attuative sia delle direttive europee sia delle norme introdotte dalla legge sul risparmio;
- ha proseguito la vigilanza continua sulla trasparenza degli emittenti di fronte a vicende societarie di grande complessità, quali Alitalia, Telecom ed Enel e di fronte all'accresciuta instabilità e volatilità del mercato;
- ha vigilato sul coinvolgimento degli operatori e dei risparmiatori italiani nella crisi *subprime*, con esiti che indicano un impatto della crisi sul mercato italiano dai contorni meno gravi rispetto ad altri Paesi;
- ha confermato l'importanza delle riforme normative adottate, in particolare in materia di abusi di mercato e di potestà sanzionatoria, portando a conclusione 227 procedimenti sanzionatori nel 2007 (circa il doppio dell'anno precedente, con sanzioni pecuniarie quasi quintuplicate in un anno, da 8 a 43,7 milioni di euro); tra questi si segnalano importanti procedimenti sanzionatori relativi al fenomeno – che sta caratterizzando il

mercato italiano – del collocamento di rilevanti volumi di strumenti derivati presso soggetti non finanziari, rilevato dalla Consob con un'indagine mirata sin dal 2004;

- ha affrontato nuove aree di vigilanza, tra le quali si segnalano per la loro importanza, la trasparenza dell'offerta dei prodotti finanziario-assicurativi (che ha riguardato 444 prospetti nel secondo semestre 2007), il governo societario nel modello dualistico e i controlli di qualità sulle società di revisione.

L'attività della Consob è stata ed è complessa e articolata e richiede sforzi imponenti per fronteggiare aree di mercato diverse, in continua evoluzione e dai profili operativi di giorno in giorno più complessi.

Il rinnovato impulso alla cooperazione internazionale nonché con le altre Autorità nazionali e gli organi di Governo, unitamente all'accresciuto rigore e alla maggiore dissuasività di un riformato impianto normativo e a una Consob potenziata nei poteri e nelle risorse, hanno consentito di affrontare un nuovo anno difficile, dopo la stagione dei crack societari e delle scalate bancarie, perseguendo sempre e con determinazione l'obiettivo della miglior tutela dei risparmiatori e del mercato nel suo complesso.

1. L'evoluzione del quadro normativo

1.1. Lo scenario europeo

Il recepimento delle direttive del Piano d'azione europeo per i servizi finanziari

Alla fine degli anni '90, l'Europa ha avviato un intenso processo di riflessione sugli assetti della disciplina sui mercati mobiliari, ormai inadeguata rispetto alle profonde trasformazioni indotte dall'introduzione dell'euro, dall'accelerazione dei programmi di privatizzazione e di correzione degli squilibri di finanza pubblica in diversi Stati membri e, in generale, dalla crescita della globalizzazione e integrazione dei mercati.

Il riassetto normativo descritto nel Piano d'Azione per i servizi finanziari pubblicato dalla Commissione Europea mirava alla rimozione delle barriere regolamentari allo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari all'ingrosso, alla creazione di mercati accessibili e sicuri per gli investitori al dettaglio e al rafforzamento delle norme di vigilanza prudenziale.

L'attività di produzione normativa che ne è seguita è ormai giunta a compimento. Gli Stati membri dell'Unione stanno recependo nei propri ordinamenti nazionali il nuovo complesso di norme delineato in ambito comunitario.

L'Italia nel 2007, con il recepimento delle direttive sui mercati di strumenti finanziari (cosiddetta direttiva MiFID - Direttiva 2004/39/CE.), sulle offerte pubbliche di acquisto (Direttiva 2004/25/CE), sugli obblighi informativi degli emittenti (cosiddetta direttiva *Transparency* - Direttiva 2004/109/CE) e sul prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica

o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (Direttiva 2003/71/CE) ha sostanzialmente completato l'adeguamento al Piano d'Azione per i servizi finanziari[2]. Tassello ancora mancante è il recepimento dell'VIII direttiva sulla revisione contabile (Direttiva 2006/43/CE), che dovrà avvenire entro giugno 2008, sulla base di principi già introdotti dalla legge sul risparmio.

La Consob ha emanato i regolamenti di attuazione della MiFID di propria pertinenza nonché il regolamento congiunto con la Banca d'Italia nel novembre 2007. A partire dal secondo semestre del 2008, quando l'Istituto avrà predisposto nei tempi previsti dal legislatore la disciplina attuativa delle direttive recepite nel corso del 2007, il complesso della disciplina sui valori mobiliari sarà allineato agli standard europei.

Con il recepimento delle direttive del Piano d'azione e l'attuazione della legge sul risparmio si è determinato un cambiamento del quadro normativo domestico che interessa praticamente tutti i segmenti della disciplina dei valori mobiliari.

L'armonizzazione europea dei sistemi legislativi nazionali non annulla di per sé gli spazi per la competizione fra ordinamenti e fra Autorità di vigilanza nazionali, né assicura la piena eliminazione di opportunità di arbitraggi regolamentari per imprese ed emittenti.

Alcune direttive comunitarie dettano infatti una disciplina di armonizzazione minima (in particolare la direttiva Opa, la direttiva *Transparency* e quella sugli abusi di mercato) e lasciano agli Stati membri ampi margini di discrezionalità in fase di recepimento. Inoltre, all'armonizzazione normativa non ha ancora fatto seguito una piena armonizzazione delle prassi e degli standard di vigilanza da parte delle Autorità dei singoli Stati membri, in grado di assicurare un'effettiva convergenza delle modalità di applicazione della disciplina comunitaria e dei regimi sanzionatori, aspetto quest'ultimo oggetto di particolare attenzione anche da parte dei comitati europei che riuniscono i ministri finanziari[3]. Anche le direttive di armonizzazione massima, che prevedono una regolamentazione comunitaria di elevato dettaglio (cosiddetta disciplina di livello 2), devono essere supportate da chiarimenti e orientamenti (cosiddetto livello 3) ad opera delle Autorità nazionali.

La convergenza degli standard regolamentari e delle prassi di vigilanza è promossa attraverso gli orientamenti e le linee di indirizzo dettate dal *Committee of European Securities Regulators* - Cesr), che tuttavia non sono giuridicamente vincolanti per gli Stati membri. Rimangono comunque spazi di autonomia per le singole Autorità nazionali nelle aree in cui il Cesr non emana principi di livello 3 o su temi per i quali persistono incertezze applicative e per i quali le posizioni del Cesr, spesso a causa della difficoltà di raggiungere un consenso unanime, non riescono a essere "categoriche".

Indagini del Cesr mettono in evidenza la persistenza di diversità nelle prassi di vigilanza, in particolare nell'attività di controllo sui prospetti informativi[4] e nell'*enforcement* degli abusi di mercato[5]. Analoghi problemi rilevati nel settore dei fondi comuni di investimento hanno indotto il Cesr a costituire all'inizio del 2007, nell'ambito

del Gruppo di esperti sul risparmio gestito, una *Task Force* Operativa con l'obiettivo di favorire il *mutual understanding* tra le autorità di vigilanza e lo sviluppo di prassi di vigilanza comuni. Il Cesr intende seguire un approccio analogo anche per alcuni aspetti della disciplina dettata dalla MiFID.

In un contesto europeo caratterizzato dal persistere di disomogeneità, l'approccio della Consob – come peraltro delle omologhe Autorità europee – all'attività regolamentare e di *enforcement* tiene conto dell'esigenza di non incidere negativamente sulla posizione competitiva del sistema finanziario italiano.

Questa attività richiede un intenso confronto con le Autorità degli altri Stati membri nelle sedi internazionali competenti. La Consob dovrà fare leva sulle proprie esperienze di vigilanza e sull'analisi dei problemi applicativi della disciplina comunitaria riscontrati in ambito domestico per orientare il dibattito e sollecitare l'adozione di soluzioni e standard che non creino condizioni di svantaggio per intermediari ed emittenti domestici.

La cooperazione internazionale e il ruolo dei Comitati di livello 3

Consapevole dell'esigenza di accelerare la convergenza operativa dei sistemi nazionali, la Commissione Europea ha costituito nel 2007 l'*Interinstitutional Monitoring Group* per la revisione dell'efficacia del sistema Lamfalussy ad assicurare un grado adeguato di regolamentazione dei mercati europei e di collaborazione tra le autorità di vigilanza. L'*Interinstitutional Monitoring Group* ha rassegnato le proprie conclusioni e formulato proposte che sono state oggetto di dibattito sia nelle sedi istituzionali europee sia nei Comitati di livello 3.

L'argomento è stato affrontato anche dal Consiglio Ecofin, che riunisce i Ministri delle finanze dei paesi membri dell'Unione Europea, che ha formulato ufficialmente le proprie conclusioni il 7 dicembre 2007. Il Consiglio non ha ritenuto opportuno procedere a una revisione totale del sistema della vigilanza sui mercati finanziari europei, valutando sufficiente un rafforzamento dei Comitati di livello 3 (ossia Cesr[6], Cebs[7] e Ceiops[8]). Le raccomandazioni dell'Ecofin sono attualmente all'esame dei Comitati.

Secondo le raccomandazioni dell'Ecofin, rilevanti sia per la legislazione comunitaria (Livelli 1 e 2) sia per l'attività dei Comitati (livello 3), le nuove direttive dovrebbero limitare le opzioni permesse agli Stati membri in fase di recepimento, prevedendo forme di armonizzazione massima. La Commissione Europea e i Comitati di livello 3, inoltre, dovrebbero adoperarsi per eliminare le differenze esistenti a livello nazionale in materia di poteri delle autorità di vigilanza e di regimi sanzionatori. Ulteriori raccomandazioni prevedono: la presentazione, da parte della Commissione Europea entro aprile 2008, di proposte per rafforzare le modalità operative dei Comitati senza, tuttavia, modificarne l'attuale assetto o ridurre la responsabilità delle autorità di vigilanza nazionali; la valutazione, da parte dei Ministri, delle modalità per introdurre per via legislativa un "mandato europeo" per le autorità di vigilanza; la formulazione, da parte dei Comitati, di

proposte per migliorare l'adesione agli *standards* di livello 3 senza trasformarli in norme vincolanti, nonché la valutazione dell'opportunità di introdurre forme di voto a maggioranza. La Commissione Europea, infine, è stata invitata a valutare l'opportunità di finanziare alcune attività dei Comitati di interesse per l'intera Unione.

Su questi temi la Consob aveva già espresso la propria posizione, in occasione della elaborazione del documento che il Cesr ha inviato all'Ecofin. La Consob ha auspicato l'introduzione nel Cesr di un sistema di voto a maggioranza secondo le ponderazioni previste dal Trattato per agevolare l'approvazione delle misure di livello 3; ha sottolineato l'opportunità di valutare se taluni standard del Cesr (specificamente indicati in direttive comunitarie) debbano essere vincolanti per i paesi membri; ha rilevato che un mandato europeo alla convergenza per le autorità può essere considerato utile solo se è lo stesso per tutte le autorità interessate ed è regolato da norme comunitarie (Consob e Banca d'Italia sono già tenute a operare secondo gli indirizzi del legislatore comunitario recepiti nel Tuf). Si ritiene essenziale, inoltre, una armonizzazione delle sanzioni a livello europeo, in particolare nel settore degli abusi di mercato.

Anche il tema della cooperazione europea e internazionale ha avuto un forte impulso, sollecitato dagli effetti della crisi dei *subprime*.

Le diverse organizzazioni internazionali (Iosco[9], Comitato di Basilea, Iais[10] e *Joint Forum*), nell'ambito del coordinamento globale assicurato dal *Financial Stability Forum*, hanno costituito gruppi *ad hoc* per lo studio della crisi e l'individuazione di possibili interventi, anche di natura regolamentare, tesi a evitare il riprodursi di situazioni simili. L'Iosco ha istituito una *Task Force* dei Presidenti (*Task Force on recent market events*) che rassegnerà un rapporto entro maggio 2008. Il Cesr, invece, concentrerà per il momento l'attività sul mandato ricevuto dalla Commissione Europea in materia di agenzie di *rating*.

La crisi dei mutui *subprime* ha dimostrato, inoltre, l'importanza di assicurare un'adeguata e tempestiva cooperazione da parte di tutti i soggetti responsabili della stabilità del sistema finanziario. L'Ecofin ha infatti raccomandato alle autorità di vigilanza un maggiore coordinamento e forme di cooperazione che riguardino anche la prevenzione dell'insorgere di possibili crisi.

Già nel 2005 i Ministri delle finanze dell'Unione e i responsabili delle Banche Centrali avevano stipulato un accordo-quadro per la cooperazione in occasione di crisi finanziarie transnazionali. A livello nazionale, in linea con quanto previsto dall'accordo-quadro, la cooperazione viene assicurata da accordi *ad hoc* tra le autorità competenti. L'accordo del 2005 è stato sottoposto ad aggiornamento nell'anno in corso per includere tra i firmatari anche le Autorità responsabili per la vigilanza sui mercati di valori mobiliari e sulle assicurazioni. Sono, inoltre, state previste linee-guida per la gestione di crisi con impatto sistemico[11].

Il Presidente del Cesr ha recentemente sottoposto il nuovo testo dell'accordo ai membri. La procedura scritta per l'approvazione dell'accordo si è completata nel marzo 2008.

Il dibattito sulla regolamentazione delle agenzie di rating

La crisi dei mutui *subprime* ha riportato all'attenzione dei regolatori il tema delle agenzie di *rating*, alle quali è stato contestato, come già accaduto in passato, mancanza di tempestività nella revisione dei giudizi e di trasparenza dei modelli di valutazione impiegati e degli eventuali cambiamenti apportati. Si è inoltre paventato il rischio che le agenzie non siano completamente indipendenti e imparziali nei propri giudizi, soprattutto nel caso dei prodotti di finanza strutturata legati a operazioni di cartolarizzazione di crediti, poiché in tali casi il rilascio di un *rating* molto elevato è condizione indispensabile per procedere al collocamento, ossia per rendere possibili operazioni dalle quali le agenzie stesse traggono commissioni che ormai rappresentano più della metà dei loro ricavi.

Le agenzie di *rating* hanno messo in atto alcune iniziative volte a migliorare la comprensione da parte degli investitori del significato dei giudizi rilasciati e dei criteri di valutazione impiegati, ma la crisi ha mostrato come vi sia ancora un certo livello di incertezza e di confusione.

In ambito internazionale sta maturando la consapevolezza che le forme di autoregolamentazione introdotte a partire dal 2004 – Codice di autodisciplina emanato dalla Iosco – non abbiano avuto un esito soddisfacente e non siano pienamente adeguate a mitigare i problemi emersi. È sempre più condivisa la convinzione che sia necessario individuare strumenti più appropriati, eventualmente anche di natura regolamentare, per rafforzare la qualità dei giudizi di *rating*.

Una regolamentazione pubblica delle agenzie di *rating* è già presente nella disciplina sui requisiti patrimoniali delle banche prevista da Basilea II. Tale disciplina contiene disposizioni relative al riconoscimento delle agenzie di *rating* finalizzato a consentire alle banche l'utilizzo dei relativi giudizi nel calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte del rischio di credito. Ai fini del riconoscimento rilevano, oltre ai profili di reputazione delle agenzie sul mercato, la valutazione dell'oggettività e trasparenza delle metodologie adottate, dell'indipendenza e delle procedure di verifica periodica dei *rating* emessi.

Il Cesr sta lavorando per rispondere alla richiesta della Commissione Europea, del settembre 2007, di valutare, nell'ambito di un rapporto annuale[12], l'esistenza di eventuali responsabilità o criticità relative al settore delle agenzie di *rating*, con particolare riguardo ai prodotti di finanza strutturata. La Commissione Europea ha inoltre richiesto di verificare se sia ancora preferibile la scelta di privilegiare un approccio basato sull'autoregolamentazione rispetto all'adozione di forme di regolamentazione pubblica delle agenzie di *rating*.

Il Cesr ha approfondito, in un documento posto in consultazione pubblica nel febbraio 2008, i principali problemi del *rating* per prodotti di finanza strutturata, che riguardano: potenziali conflitti di interessi, derivanti dalla forte interazione che si instaura fra le agenzie di *rating* e gli altri partecipanti alle operazioni di cartolarizzazione; struttura di remunerazione delle agenzie; trasparenza delle metodologie impiegate; adeguatezza delle risorse assegnate all'elaborazione e monitoraggio dei *rating*; frequenza del monitoraggio sui *rating* e tempestività delle relative "*rating actions*", con particolare riferimento agli eventi collegati alla crisi dei mutui *subprime*; analisi dei cambiamenti recentemente apportati ai propri Codici di condotta dalle quattro agenzie di *rating* internazionali(13).

Nel documento in consultazione il Cesr ha preso in considerazione 2 scenari regolamentari: il primo prevede il mantenimento dell'attuale regime di autoregolamentazione, con eventuali integrazioni; il secondo prevede l'introduzione di un regime regolamentare all'interno dell'Unione Europea, lasciando aperte varie opzioni(14).

Sulla base degli esiti della consultazione, il Cesr valuterà l'opportunità di raccomandare l'introduzione di una specifica disciplina, ovvero di rimanere, in un'ottica di *moral suasion*, nei confini dell'autoregolamentazione.

Con riferimento ai lavori in ambito Iosco, nel documento della *Task Force* sulla crisi *subprime*, previsto per maggio 2008, si analizzeranno i temi del comportamento e organizzazione delle agenzie di *rating* nella crisi e si indicheranno modifiche al Codice di condotta Iosco.

1.2. Le misure di attuazione della MiFID

Nel 2007 è stato completato il processo di recepimento della direttiva MiFID e delle misure di livello 2(15).

L'intervento regolamentare della Consob si è dunque rigorosamente mosso all'interno del rigido tracciato delineato dal legislatore comunitario, nel rispetto del divieto di introduzione di obblighi aggiuntivi (cosiddetto *gold plating*).

L'adozione delle previsioni regolamentari è stata preceduta da un processo di consultazione che ha visto un'ampia partecipazione dei vari soggetti interessati. Tale partecipazione ha permesso un'approfondita analisi delle diverse esigenze di investitori e operatori del mercato. Inoltre, al fine di fornire un tempestivo riscontro alle esigenze di chiarimento sulle modalità applicative della nuova disciplina, la Commissione ha fornito alcuni primi chiarimenti e indicazioni interpretative.

La disciplina degli intermediari

Il nuovo Regolamento Intermediari della Consob recepisce il principio generale della direttiva secondo cui, nella prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari devono

agire sempre in modo da servire al meglio gli interessi dei clienti. Tale principio si sviluppa in un *corpus* di disposizioni connotate da un grado di dettaglio talvolta superiore a quello della previgente normativa.

L'innovazione fondamentale è rappresentata dall'introduzione di una distinzione fra servizi di investimento "a valore aggiunto" – consulenza e gestione di portafogli – e servizi "esecutivi" – collocamento, negoziazione in conto proprio, esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione di ordini. Per i servizi a valore aggiunto è previsto un sistema di tutele – che si estende anche ai clienti professionali – molto più puntuale e articolato rispetto ai servizi esecutivi.

L'impianto strategico della nuova regolamentazione implica dunque un effettivo innalzamento del grado di protezione degli investitori, soprattutto nei casi in cui la consulenza diventa il punto nodale del rapporto intermediario-cliente e se da questa originano poi servizi esecutivi.

Altro elemento di novità è rappresentato da un sistema di classificazione della clientela più articolato e da una più accentuata graduazione degli obblighi degli intermediari in funzione della tipologia di clientela. I clienti sono classificati in tre categorie: le controparti qualificate, i clienti professionali e i clienti al dettaglio (definiti in via "residuale")[(16)].

Per i servizi di investimento a valore aggiunto prestati a clienti al dettaglio è previsto un sistema di tutele molto articolato, incentrato sull'obbligo da parte degli intermediari di acquisire una serie di informazioni per valutare l'"adeguatezza" delle operazioni proposte o consigliate rispetto al profilo dell'investitore; per i servizi esecutivi è possibile invece tenere conto di un *set* di informazioni più limitato per stabilire la compatibilità fra le caratteristiche del cliente e il tipo di operazione (si parla di semplice "appropriatezza"). Tale disciplina vale, in misura sia pure molto limitata, anche per i servizi prestati a clienti professionali[(17)]. Nella prestazione di servizi di negoziazione a controparti qualificate è prevista una totale disapplicazione delle principali regole di condotta.

Ulteriore importante novità è connessa al ruolo centrale assegnato al servizio di consulenza, che nella disciplina previgente era considerato un mero servizio accessorio. Non sarà più possibile prestare un'attività di consulenza qualificabile come "incidentale", ossia incorporata in altri servizi di investimento. Tutti gli intermediari che consigliano ai clienti di sottoscrivere o di negoziare specifici strumenti finanziari devono essere autorizzati alla prestazione del servizio di consulenza e rispettare la disciplina sull'adeguatezza prevista per tale servizio.

In linea con le raccomandazioni del Cesr[(18)], la Commissione ha fornito chiarimenti sulle modalità operative nelle quali può articolarsi la consulenza, definendo le condizioni che determinano l'applicazione della regola di adeguatezza, con particolare riferimento a tre aspetti: l'ampiezza dell'insieme dei prodotti oggetto del servizio; la periodicità

dell'attività; l'associazione ai servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini[19].

Impatto di rilievo per l'industria deriverà all'adozione del nuovo sistema di classificazione della clientela, che sottoporrà gli intermediari a un notevole sforzo di revisione delle procedure. È verosimile che tale impegno sia maggiore per la clientela rappresentata da imprese, poiché molti soggetti classificati nel vecchio regime come "operatori qualificati" potrebbero non avere i requisiti dimensionali previsti dalla MiFID per essere considerati "clienti professionali di diritto"[20]. La corretta riclassificazione di un elevato numero di imprese (e persone fisiche) come clienti al dettaglio potrà contribuire a prevenire comportamenti scorretti o elusivi della disciplina sulle regole di condotta, aumentando al contempo la platea di soggetti che potranno beneficiare e/o richiedere il più incisivo livello di tutela previsto dalla MiFID.

In linea con gli orientamenti di livello 3 dettati dal Cesr, la Consob ha fornito chiarimenti sulle condizioni che giustificano la percezione di incentivi ricevuti da terzi (cosiddetti *inducements*) con riferimento a due fattispecie di particolare rilievo per il mercato italiano: la retrocessione di commissioni dalla "società-prodotto" (ad esempio, l'Sgr che emette quote di Oicr) all'intermediario distributore (in particolare nell'esercizio del servizio di collocamento)[21]; la retrocessione di commissioni dalla società di gestione degli Oicr oggetto di investimento (Oicr-*target*) al gestore di portafogli (di solito gestioni patrimoniali di fondi) che opera per conto dei propri clienti (e che in talune circostanze trasferisce a sua volta le commissioni all'intermediario distributore)[22].

La retrocessione di commissioni dalla società-prodotto al distributore può considerarsi volta ad aumentare il servizio se al collocamento viene associato il servizio di consulenza, ovvero quando la retrocessione consente al cliente di avere accesso a un insieme ampio di prodotti o a forme di assistenza soprattutto in fase "post-vendita"[23]. Difficile, invece, sostenere che la retrocessione di commissioni accresce la qualità del servizio quando il trasferimento avviene dalla società di gestione degli Oicr-*target* al gestore di portafogli, stante anche la natura di servizio a elevato valore aggiunto della gestione individuale.

La Consob ha anche definito con la Banca d'Italia la disciplina regolamentare relativa agli assetti organizzativi e procedurali degli intermediari, assegnata alla competenza congiunta delle due autorità[24], e ha stipulato con la Banca d'Italia il protocollo d'intesa che, ai sensi delle disposizioni del Tuf[25], contiene norme di coordinamento dell'esercizio delle funzioni di vigilanza anche con riferimento allo scambio di informazioni circa le irregolarità rilevate e i provvedimenti assunti.

Il Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob e il Protocollo di intesa tengono conto sia delle disposizioni relative alle citate materie della MiFID sia delle norme di natura organizzativa delle direttive in materia di adeguatezza patrimoniale delle banche e delle imprese di investimento[26].

La disciplina risulta ispirata al principio generale dell'unitarietà del sistema organizzativo per le diverse finalità e al principio della proporzionalità, in base al quale i destinatari applicano le disposizioni del Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati.

Nell'ambito del generale sistema organizzativo, particolare rilevanza assumono le regole interne e i meccanismi operativi adottati dall'intermediario al fine di realizzare condotte corrette e trasparenti. In tale contesto, la funzione di controllo di conformità (*compliance*) assume una importanza centrale al fine del monitoraggio delle regole e dei processi aziendali adottati.

Ulteriore presidio per la correttezza dei comportamenti è costituito dalle disposizioni in materia di conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti. Viene prescritto che gli intermediari definiscano una politica di gestione dei conflitti di interesse volta a individuare le situazioni di conflitto e le misure per gestirli. Si richiede l'istituzione di un apposito registro nel quale siano annotate le situazioni nelle quali sia sorto o possa sorgere un conflitto di interesse potenzialmente lesivo in modo grave degli interessi dei clienti.

La disciplina dei mercati

La MiFID innova profondamente anche la disciplina dei mercati, abolendo la regola della concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati e creando le condizioni per il libero operare della concorrenza tra molteplici piattaforme di negoziazione. Oltre ai mercati regolamentati vengono, infatti, disciplinati i sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* o Mtf), la cui gestione è ora ricompresa tra i servizi di investimento, e le imprese di investimento che operano in qualità di internalizzatori sistematici di ordini.

Gli obiettivi di efficienza dei mercati e tutela degli investitori poggiano su un regime articolato di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione, *best execution* e gestione degli ordini dei clienti. La materia della trasparenza *pre* e *post*-negoziazione, in particolare, è stata disegnata con riferimento a un concetto integrato di mercato (dato dall'insieme di borse, Mtf e internalizzatori), seguendo un approccio funzionale. Le regole di armonizzazione (massima) dettate dalla MiFID sono tuttavia limitate agli strumenti azionari.

La MiFID detta requisiti di trasparenza pre-negoziazione uniformi per mercati regolamentati e Mtf, stabilendo l'obbligo di pubblicare un insieme di informazioni individuate in dettaglio dalla disciplina di livello 2. Gli internalizzatori sistematici sono tenuti invece a pubblicare quotazioni irrevocabili solo per le azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati e per le quali esista un mercato liquido e per quantitativi sino alla dimensione standard del mercato (cosiddetta *standard market size*). Tali quotazioni devono essere aggiornate su base regolare e continua durante il normale

orario di contrattazione e pubblicate in modo da risultare facilmente accessibili ad altri partecipanti al mercato a condizioni commerciali ragionevoli. A tal fine, i mercati possono consentire agli internalizzatori l'accesso ai propri sistemi, a condizioni commerciali ragionevoli, per esporre e aggiornare le quotazioni[27].

Per ciò che riguarda la trasparenza post-negoziazione, la MiFID prevede che, per le sole azioni ammesse a negoziazione in un mercato regolamentato, i mercati regolamentati, gli Mtf e le imprese di investimento (non solo quindi gli internalizzatori) pubblichino una serie di informazioni, per quanto possibile in tempo reale, a condizioni commerciali ragionevoli e in modo che siano facilmente accessibili agli altri partecipanti al mercato.

Il legislatore comunitario riconosce agli Stati membri l'opzione di estendere tale disciplina anche a strumenti finanziari diversi dalle azioni. Il legislatore italiano ha scelto di lasciare l'esercizio di tale facoltà alla Consob, la quale ha ritenuto opportuno introdurre alcune disposizioni in materia, considerando sia che alcune informazioni sugli scambi di titoli obbligazionari erano già disponibili prima del recepimento della MiFID, in virtù degli obblighi informativi posti in capo ai sistemi di scambi organizzati (Sso), sia il fenomeno della larga diffusione delle obbligazioni fra i clienti non professionali.

Le norme di trasparenza introdotte dalla Consob per gli strumenti non azionari si applicano a tutte le sedi di negoziazione disciplinate dalla MiFID, ma lasciano agli operatori la facoltà di individuare e applicare il regime più adeguato, tenendo conto di fattori quali le caratteristiche strutturali del mercato, il tipo di strumento finanziario negoziato, le dimensioni delle operazioni e il tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota degli investitori al dettaglio. I requisiti di trasparenza post-negoziazione riguardano, invece, tutti i soggetti abilitati che concludono operazioni al di fuori di un mercato regolamentato, un Mtf o un internalizzatore sistematico, ma solo per gli strumenti ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati italiani.

Un adeguato regime di trasparenza non è tuttavia sufficiente a neutralizzare i potenziali rischi derivanti da una forte liberalizzazione nell'offerta dei servizi di gestione di sistemi di scambio, se non si assicura il consolidamento delle informazioni. Prevedere la confluenza e compatibilità delle informazioni è requisito essenziale per garantire la qualità nel processo di *price discovery*, la parità di accesso agli investitori e un'efficace attuazione della nuova disciplina sulla *best execution*.

Il legislatore comunitario ha raccomandato agli Stati membri di eliminare gli ostacoli che possono impedire il consolidamento delle informazioni a livello europeo, lasciando tuttavia ai meccanismi di mercato l'offerta di tale tipologia di servizio. Il Cesr ha dettato linee-guida sulla qualità dei dati, le modalità e gli standard di pubblicazione[28].

Il legislatore italiano ha attribuito alla Consob la facoltà di adottare misure volte a eliminare gli ostacoli al consolidamento delle informazioni e alla relativa pubblicazione. Il nuovo Regolamento Mercati stabilisce che le informazioni pre e post-negoziazione devono

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

1.3. L'attuazione della legge sul risparmio

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. L'evoluzione del quadro economico e finanziario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2.2. Le prospettive per i mercati finanziari

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'attività della Consob in materia di derivati

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La vicenda Italease

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Le nuove aree di vigilanza della Consob

3.1. La vigilanza di trasparenza sui prodotti finanziario-assicurativi

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

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

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

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

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

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

In considerazione della complessità dei prodotti finanziario-assicurativi e delle specificità sottese alla loro ingegnerizzazione finanziaria – frequentemente combinata a elementi tecnici appartenenti alla sfera attuariale-assicurativa – è stato definito un modello di vigilanza basato su appositi strumenti, anche informatici.

Il modello è stato elaborato con un duplice obiettivo:

- a livello di singolo prodotto, per verificare la conformità dell'informativa contenuta nella documentazione d'offerta agli schemi regolamentari;
- a livello di mercato, per realizzare una "mappatura" delle caratteristiche dei prodotti oggetto di sollecitazione funzionale ad analizzare le dinamiche dell' offerta (ossia, le politiche commerciali delle imprese di assicurazione) e della domanda (l'orientamento degli investitori).

Il modello di vigilanza si basa sulla analisi di alcuni elementi chiave contenuti nel relativo prospetto informativo e attinenti agli aspetti di onerosità e rischiosità del prodotto stesso.

Elemento essenziale della disciplina di trasparenza imposta dalla Consob riguarda la rappresentazione della struttura dei costi dei prodotti finanziario-assicurativi, mediante una tabella che descrive la scomposizione in termini percentuali del premio versato, al fine di distinguere la diversa natura dei vari costi sostenuti dall'investitore, dando piena trasparenza all'onerosità del prodotto.

È stata inoltre prevista un'adeguata descrizione dei prodotti in relazione alle caratteristiche della loro ingegnerizzazione finanziaria e dei relativi fattori di rischio.

In particolare, per i prodotti di tipo *unit linked* o *index linked*, è stata richiesta l'indicazione qualitativa del grado di rischio del prodotto e una adeguata rappresentazione degli scenari di rendimento del capitale investito al termine della durata del contratto, da rappresentare mediante il confronto probabilistico con il rendimento di un'attività finanziaria priva di rischio sul medesimo orizzonte temporale.

Con riferimento ai prodotti finanziari di capitalizzazione che investono in gestioni interne separate e/o in altre provviste di attivi, è stata prevista una adeguata trasparenza sul funzionamento del processo di rivalutazione periodica al fine di superare l'elevato grado di opacità che ha finora caratterizzato tali prodotti. Infatti, sebbene alcune caratteristiche tecnico-contrattuali (e.g. il rendimento minimo garantito) tutelino il potenziale investitore-contraente, le polizze di capitalizzazione presentano rilevanti profili di problematicità connessi al processo di valorizzazione delle attività finanziarie che ne caratterizzano l'investimento. La c.d. rivalutazione periodica del capitale investito in questo tipo di prodotto è legata al risultato della gestione, e, quindi, a una valorizzazione degli attivi che non si basa sul valore corrente di mercato (come invece richiesto per le quote di fondi interni e/o Oicr nei prodotti di tipo *unit linked* ovvero per le componenti obbligazionarie e

derivative nei prodotti di tipo *index linked*), bensì sugli utili o le perdite effettivamente realizzati.

Nel periodo luglio - dicembre 2007, i prospetti d'offerta depositati presso l'Archivio Prospetti della Consob e sottoposti all'attività di vigilanza sono stati 444, di cui il 78% relativi a prodotti assicurativi di tipo *index linked* o *unit linked*, con una lieve prevalenza dei primi, e il 22% a prodotti di capitalizzazione.

L'applicazione di specifici allertatori previsti dal modello di vigilanza ha consentito di rilevare la presenza di anomalie nella documentazione depositata. Le segnalazioni dei sistemi di vigilanza, che hanno spesso comportato approfondimenti di natura quantitativa tesi a verificare le caratteristiche di rischio dei prodotti attraverso l'analisi della loro morfologia finanziaria, hanno comportato interventi di *enforcement* su 182 prospetti, portando, in molti casi, all'aggiornamento dell'informativa per gli investitori con l'obiettivo di evitare un'erronea e/o incompleta rappresentazione dei costi e/o dei rischi dei prodotti offerti. Gli interventi, che hanno coinvolto in modo sostanzialmente omogeneo le diverse tipologie di prodotti, hanno riguardato in un terzo dei casi la scomposizione dei costi, con una maggiore frequenza per i prodotti di tipo *unit linked* e *index linked*, e in due terzi la rappresentazione della ingegnerizzazione finanziaria e dei relativi fattori di rischio.

L'applicazione del modello di vigilanza, unitamente alle azioni di *enforcement* realizzate nel corso del secondo semestre del 2007, ha messo in evidenza alcuni problemi applicativi del Regolamento Emittenti. Sono state quindi predisposte ipotesi di modifiche delle norme regolamentari e degli schemi di prospetto per minimizzare le incertezze interpretative.

Tali ipotesi sono state sottoposte a consultazione, nell'ambito di una più generale consultazione condotta congiuntamente da Consob e Isvap per coordinare la disciplina dettata dal Codice delle Assicurazioni e dai regolamenti Isvap (relativa alla distribuzione di polizze di ramo I) e quella recata dal Tuf e dai regolamenti Consob (relativa ai prodotti finanziari di ramo III). Al termine dei lavori, Consob e Isvap adotteranno una comunicazione congiunta che renderà definitive le indicazioni operative e stipuleranno un protocollo d'intesa al fine di coordinare l'esercizio delle rispettive funzioni di vigilanza.

3.2. La vigilanza sul governo societario nel modello dualistico di amministrazione e controllo

L'introduzione nell'ordinamento italiano della facoltà di scegliere il sistema di amministrazione e controllo delle società tra diversi modelli ha aperto una nuova fase nella *corporate governance* delle imprese italiane. La maggiore libertà di scelta nell'articolazione delle funzioni di amministrazione e controllo offre la possibilità di diversificare la fisionomia delle società, tenendo conto delle specifiche caratteristiche di

ogni realtà, sotto il profilo degli assetti proprietari, delle strutture organizzative, del settore di appartenenza e della impostazione strategica.

Le imprese italiane hanno mostrato una certa prudenza nello sfruttare la possibilità di scelta del modello societario: il sistema monistico è presente in poco più dell'1% del totale delle società per azioni italiane (1,3%), il dualistico in poco meno (0,8%).

Anche per le società quotate il ricorso a forme societarie alternative è stato lento: fino alla fine del 2006 solo 3 società avevano adottato il sistema monistico e 3 il sistema dualistico. Si trattava peraltro di società di piccole dimensioni. A fine 2006 con la fusione tra i gruppi Banca Intesa e San Paolo Imi, che ha dato luogo alla società Intesa Sanpaolo Spa, si è attivata una tendenza all'adozione del sistema dualistico che ha interessato in particolare il sistema bancario e le società interessate da operazioni di fusione. Tra il 2007 e i primi mesi del 2008 hanno optato per il sistema dualistico, cinque società, di cui tre banche[43].

Risulta utile evidenziare che sebbene in valore assoluto le società quotate che hanno adottato il sistema dualistico sono solo nove, il loro peso appare assai rilevante. Le cinque società con il sistema dualistico appartenenti all'indice S&P Mib rappresentano infatti oltre il 20% della capitalizzazione dello stesso indice. Tali dati sembrano in linea con quelli desumibili nel sistema francese, nel quale, come in Italia la scelta del modello societario è lasciata alle singole società: tra le società francesi che hanno adottato il sistema dualistico, le otto appartenenti all'indice Cac40 rappresentano poco più del 18% della capitalizzazione dello stesso indice.

Si tratta quindi di un quadro in evoluzione, peraltro in fase di avvio ed è quindi difficile trarre indicazioni consolidate.

Dalle prime evidenze si conferma la presenza di specifici fattori alla base della scelta del modello societario. Le società che hanno adottato il sistema monistico sono tutte di piccole dimensioni (inferiori a 500 milioni di capitalizzazione), sono di recente quotazione e presentano assetti proprietari caratterizzati da un controllo familiare.

Le società che hanno adottato il sistema dualistico hanno come caratteristica comune (con una sola eccezione) un assetto di controllo di tipo coalizionale con una forte presenza di istituzioni finanziarie e di fondazioni.

Il complesso di queste evidenze, indubbiamente parziali, giustifica comunque l'attenzione che l'adozione del sistema dualistico sta ricevendo in Italia, da parte degli studiosi ma soprattutto da parte delle Autorità di vigilanza del mercato finanziario, e sollecita sotto diversi profili un'attenta considerazione delle modalità applicative:

- l'articolazione delle funzioni di gestione e controllo tra i due organi societari, il consiglio di gestione e il consiglio di sorveglianza, in conseguenza di un certo grado di commistione strutturale tra tali funzioni, rispetto al sistema tradizionale dove il collegio sindacale ha esclusivamente funzioni di controllo;

- gli effetti che le modalità applicative del modello dualistico possono avere rispetto al corretto ed efficace funzionamento dei meccanismi di controllo interno alle società quotate.

La Consob ha avviato, per quanto di competenza, un'analisi sul ricorso da parte delle società quotate al modello dualistico e sui possibili effetti che l'adozione di un modello diverso da quello tradizionale potrebbe produrre sul sistema di vigilanza delle quotate.

In particolare, con specifico riguardo ai processi d'integrazione societaria che hanno comportato l'adozione del modello dualistico, si è cercato di assicurare la più ampia trasparenza sulle modifiche della *governance* richiedendo di indicare nelle relazioni degli amministratori alle assemblee nonché nei documenti informativi sulle fusioni chiarimenti sulle specifiche competenze dei nuovi organi di amministrazione e controllo della società risultante dalla fusione e dei comitati eventualmente costituiti all'interno di tali organi.

In via di *moral suasion*, a prescindere dalla qualificazione di alcuni contratti come patti parasociali, è stata richiesta una tempestiva pubblicazione, con le modalità di cui all'art. 122 del Tuf, delle clausole, contenute negli accordi quadro sulla fusione, relative alla composizione e al funzionamento degli organi societari.

Tali approfondimenti sono stati effettuati anche al fine di accertare che le nuove strutture di *governance* mantengano saldi i presidi di controllo interno, e ciò in considerazione della peculiarità del modello dualistico per cui all'organo deputato al controllo interno (il consiglio di sorveglianza) sono attribuiti compiti che nel modello tradizionale spettano all'assemblea[44] e, qualora lo preveda lo statuto, funzioni di c.d. "alta amministrazione"[45].

Occorre, inoltre, sottolineare come il Testo Unico della Finanza abbia previsto per i componenti del consiglio di sorveglianza gli stessi doveri di vigilanza sulla gestione individuati per i sindaci nel sistema tradizionale (nonché gli stessi requisiti di indipendenza e analoghi poteri) e abbia attribuito al consiglio di sorveglianza lo stesso ruolo di "interlocutore privilegiato" della Consob nei controlli sulla gestione.

Alla luce della breve esperienza applicativa non si ritiene possibile esprimere giudizi definitivi sui modelli alternativi di amministrazione e controllo ma sembra opportuno evidenziare alcuni aspetti che, a un primo esame, meritano una particolare attenzione.

Notevoli dubbi sorgono in relazione alla definizione di operazioni strategiche e, cioè, nella delimitazione della competenza del Consiglio di Sorveglianza nell'esercizio del suo potere di "alta amministrazione".

Dall'analisi degli statuti delle società che hanno adottato il modello dualistico si è riscontrato che in sette casi è stato attribuito al Consiglio di Sorveglianza il potere di deliberare in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari della società, in un caso è stato attribuito al Consiglio di Sorveglianza il potere di deliberare in ordine ai piani industriali e finanziari e di autorizzare le operazioni di investimento che

impegnano la società oltre un certo importo e, infine, nell'ultimo caso analizzato nessun potere è stato attribuito al Consiglio di Sorveglianza in relazione alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari della società.

Dall'analisi degli statuti è emerso, inoltre, che il riferimento alle competenze gestionali del Consiglio di Sorveglianza è indiretto e si realizza quando, assegnando la funzione amministrativa al Consiglio di Gestione, si garantiscono le competenze a esso attribuite dalla legge o dallo statuto.

Interpretando in modo estensivo, però, che cosa si debba intendere per operazioni strategiche, sono state espressamente attribuite al consiglio di sorveglianza numerose competenze di tipo gestorio, anche se con differenze tra società e società (ad es. si parla dell'approvazione di qualsiasi operazione di natura straordinaria, dell'approvazione di ogni modifica statutaria da sottoporre all'assemblea, di competenze in materia di organigrammi di gruppo, di politiche di remunerazione, di acquisto azioni proprie, ecc.).

Risultano evidenti, quindi, le perplessità sull'efficacia di un'attività di vigilanza svolta da soggetti intensamente impegnati nell'attività di tipo gestorio. Più specificamente, occorre domandarsi come si possano conciliare in capo ai componenti dell'organo di controllo l'attribuzione di compiti gestori, che richiedono valutazioni sul merito delle operazioni e quindi sull'opportunità delle stesse, e la terzietà di giudizio necessaria per effettuare il controllo di legittimità sulla gestione richiesto dalla legge.

Da ciò consegue un evidente rischio di sovrapposizione di competenze tra organo di gestione e organo di controllo con una connessa confusione di ruoli e responsabilità.

D'altro canto, però, la possibilità offerta al Consiglio di Sorveglianza di deliberare in ordine ai piani industriali e finanziari e ai piani strategici consente a quest'ultimo, date le maggiori informazioni disponibili, di verificare la correttezza della gestione in modo più efficiente rispetto all'organo di controllo del sistema tradizionale.

La sfida del sistema dualistico consiste, pertanto, nel cercare di conciliare i vantaggi che dallo stesso possono derivare – e cioè l'incremento di informazioni disponibili per l'organo di controllo – con gli svantaggi strutturali insiti nello stesso sistema – e cioè la possibile commistione tra funzione di gestione e funzione di controllo.

L'individuazione di possibili soluzioni al problema risulta non semplice in considerazione della limitata esperienza alla quale è possibile far riferimento e, soprattutto, alle caratteristiche che contraddistinguono tale sistema di amministrazione e controllo rispetto a quanto previsto in altri ordinamenti.

Alla luce di quanto detto occorre valutare, innanzitutto, se, in un'eventuale prospettiva di perfezionamento della riforma, non sia preferibile individuare all'interno del consiglio di sorveglianza un comitato al quale delegare i compiti inerenti alla funzione di controllo.

In alternativa a tale soluzione, sarebbe auspicabile – similmente a quanto previsto dalle recenti Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche emesse da Banca d'Italia – rendere obbligatoria l'istituzione di un comitato per il controllo interno, con poteri istruttori, consultivi e propositivi, il cui parere dovrebbe essere obbligatorio. Tale sistema si completerebbe con l'obbligo di motivazione da parte del Consiglio di Sorveglianza delle decisioni assunte in difformità del parere emesso dal comitato.

Al fine di massimizzare i benefici sopra menzionati, la commistione di funzioni che strutturalmente caratterizza il sistema dualistico potrebbe, altresì, essere arginata ma non eliminata rendendo obbligatoria, nel caso in cui vengano conferiti al Consiglio di sorveglianza i poteri di cui alla lettera f-*bis*) dell'art. 2409-*terdecies* c.c., la redazione dell'elenco delle operazioni strategiche. La preventiva definizione delle operazioni strategiche eliminerebbe la discrezionalità circa le operazioni da sottoporre al vaglio del Consiglio di sorveglianza e, allo stesso tempo, renderebbe necessaria una valutazione delle operazioni da considerare "strategiche". Obbligo analogo è stato previsto anche nelle citate disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia il cui ambito di applicazione risulta naturalmente limitato alle banche.

Un'ulteriore area di approfondimento riguarda la possibilità per i consiglieri di sorveglianza di assistere alle adunanze del consiglio di gestione. Infatti, se da un lato, limiti alla partecipazione possono influire negativamente sulla quantità di informazioni disponibili e quindi sulla qualità del controllo esercitatile, dall'altro, la partecipazione dei controllori, forniti anche di compiti di alta amministrazione, alle riunioni dell'organo di gestione può aumentare la commistione tra funzione di controllo e funzione di gestione. Una possibile soluzione potrebbe essere individuata, intervenendo per via legislativa nella direzione prima indicata di valorizzare la funzione del comitato di controllo, nel limitare la partecipazione ai soli componenti di tale comitato. Una ulteriore possibile alternativa potrebbe essere individuata, sempre nell'ambito di un eventuale perfezionamento della riforma, nello specificare puntualmente contenuto e limiti della partecipazione dei consiglieri di Sorveglianza al Consiglio di gestione.

3.3. I controlli di qualità sulle società di revisione

Le modifiche apportate al Tuf dalla riforma del risparmio, nel recepire alcuni principi contenuti nella nuova VIII direttiva nonché i primi orientamenti delineati dalla Commissione Europea in materia di controlli sull'attività di revisione contabile, hanno consentito di indirizzare l'attività di vigilanza attraverso nuove linee evolutive.

In particolare, il nuovo art. 162 del Tuf, in virtù delle modifiche introdotte dal d.lgs. n. 303/2006, ha assegnato alla Consob il compito di provvedere allo svolgimento sistematico di "controlli di qualità" sulle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale.

Tale attività si concretizza nella verifica dell'efficacia delle misure organizzative e delle procedure adottate dalle società per garantire elevati *standard* di qualità. Tutti gli organismi di supervisione degli *auditor* a livello internazionale stanno investendo risorse nei controlli di qualità cui viene attribuito un ruolo determinante per innalzare la qualità della revisione a livello globale.

Alla luce di tale quadro evolutivo, si è resa necessaria anche per la Consob la definizione di strategie e piani operativi in linea con il nuovo approccio, che richiede uno spostamento del *focus* della vigilanza dal singolo incarico di revisione alla complessiva organizzazione delle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale e, in particolare, alle procedure adottate per garantire che i lavori vengano svolti nel rispetto dei principi di revisione.

Nella valutazione della configurazione, ampiezza e tempistica delle procedure adottate dalla singole società, la Consob tiene conto di aspetti quali la dimensione della società, la sua distribuzione geografica, la sua struttura organizzativa e i costi/benefici di dette procedure nella specifica realtà applicativa.

Più in particolare, le procedure di controllo debbono riferirsi ad aree di particolare rilievo, quali: i requisiti professionali e di competenza del personale, le fasi dell'accettazione e del mantenimento della clientela, dell'assegnazione degli incarichi a personale di livello adeguato, la direzione e la supervisione dei lavori di revisione, la consultazione di figure dotate dell'esperienza e della competenza richieste dalla specifica situazione. Si tratta di procedure che la società è chiamata a monitorare, attraverso assidui controlli volti a verificarne l'adeguatezza e l'efficacia operativa.

Il modello di vigilanza sulle società di revisione risulta quindi oggi articolato nello svolgimento di una pluralità di attività da pianificare sulla base di parametri di materialità/rischiosità e delle risorse disponibili e che si articola sia su controlli sistematici, sia sulla realizzazione di specifiche attività di *enforcement* su incarichi di revisione relativi a documentazione contabile che ha presentato problemi di informazione al mercato. A questo si aggiunge una rilevante attività di regolamentazione tecnica, prevalentemente realizzata partecipando al processo di emanazione dei principi di revisione internazionali (Isa), nell'ottica di un eventuale *endorsement* di tali standard da parte della Commissione Europea nel 2009, come nel caso dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs (*International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards*).

In tale contesto sono state avviate nella seconda metà del 2007 verifiche su tre società di revisione – una di grandi, una di medie e una di piccole dimensioni – al fine di accertare la conformità delle procedure organizzative da esse adottate al Principio di revisione n. 220, raccomandato dalla Consob, avente ad oggetto "Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile".

Tali verifiche si sostanziano, sinteticamente, nello svolgimento delle seguenti attività:

- analisi della struttura organizzativa e del *network* di appartenenza;
- valutazione delle direttive e delle procedure adottate dalla società di revisione ai fini del rispetto del Documento n. 220 in tema di controlli di qualità;
- esame dell'attività di monitoraggio interno svolta dalla società di revisione, verificando i test svolti e la loro adeguatezza rispetto ai relativi obiettivi di controllo;
- svolgimento di test autonomi per la verifica dell'effettiva adozione delle procedure sul controllo di qualità, sulla base dei risultati dell'attività descritta nel punto precedente, anche attraverso l'esame di specifica documentazione relativa a un campione di incarichi;
- predisposizione della relazione ispettiva contenente gli obiettivi dell'ispezione, la descrizione delle attività svolte e dei risultati riscontrati.

Nell'anno in corso si proseguirà nello svolgimento di verifiche nei confronti di altre società di revisione iscritte nell'Albo Consob, selezionate in base alla loro rilevanza sul mercato, e si procederà altresì ad adottare le eventuali misure di vigilanza ritenute necessarie nei singoli casi per il miglioramento di specifici aspetti procedurali, in vista del più generale innalzamento della qualità dell'attività di revisione svolta da tali società.

4. L'attività sanzionatoria

I numerosi interventi legislativi degli ultimi anni hanno profondamente mutato il previgente sistema sanzionatorio previsto dal Testo Unico della Finanza sia sotto il profilo del diritto sostanziale, con particolare riferimento all'individuazione delle fattispecie violative tipizzate e alla misura delle sanzioni, sia sotto il profilo procedurale.

Per quanto riguarda il primo aspetto, l'attuale impianto sanzionatorio del Tuf si connota per la spiccata capacità dissuasiva, decisamente maggiore rispetto al passato. Tale impostazione indica una raggiunta consapevolezza a livello legislativo della necessità di un efficace sistema di deterrenza e, ove necessario, di repressione di comportamenti anche gravi che, nell'arrecare nocumento alla trasparenza e all'integrità dei mercati, finiscono con il minare la fiducia degli investitori e la stessa credibilità del sistema finanziario.

L'efficacia del sistema sanzionatorio è stata rafforzata in particolare per quanto attiene alla repressione di comportamenti concretanti abusi di mercato, per i quali è stato definito un sistema composito, nel cui ambito a sanzioni amministrative pecuniarie di importo anche rilevante (fino a 15 milioni di euro per fattispecie di *insider trading* e fino a 25 milioni di euro per condotte manipolative del mercato, incrementabili fino al triplo ovvero fino a dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito) si accompagnano sanzioni accessorie interdittive (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e incapacità

temporanea ad assumere incarichi presso soggetti operanti sui mercati finanziari) e patrimoniali a contenuto ablativo (confisca di beni), oltre a sanzioni pecuniarie per responsabilità propria dell'ente a cui l'autore della violazione appartiene, ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf.

Per quanto riguarda il profilo procedurale, l'aspetto di maggiore rilevanza ha riguardato l'attribuzione diretta alla Consob del potere di applicare sanzioni, a conclusione di un *iter* procedimentale che, per espressa volontà del legislatore, deve essere improntato alla salvaguardia del principio di separatezza tra funzioni istruttorie – la cui attivazione e il cui svolgimento rientrano tra le attribuzioni proprie degli uffici dell'Istituto – e funzioni decisorie, rimesse all'autonomia valutativa e deliberativa della Commissione.

In attuazione di tale previsione normativa – introdotta con la legge n. 62 dell'aprile 2005, di recepimento della normativa comunitaria in materia di abusi di mercato, e riaffermata con la legge sul risparmio – già nel giugno 2005 sono state definite conseguenti regole procedurali, funzionali a garantire l'osservanza del precetto e il pieno dispiegarsi del diritto di difesa dei soggetti coinvolti, e in conformità a esse sono stati espletati i numerosi procedimenti sanzionatori avviati e conclusi sino ad oggi.

In particolare, nel corso del 2007 la Commissione ha adottato provvedimenti finali relativi a 227 procedimenti sanzionatori (116 nel 2006); di questi, 200 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni per accertate violazioni delle disposizioni del Testo Unico della Finanza e dei relativi regolamenti attuativi.

L'ammontare delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a 43,7 milioni di euro, a fronte di 8 milioni di euro circa nel 2006; inoltre, sono stati sequestrati, prima, e confiscati, poi, beni per un controvalore complessivo pari a 39,9 milioni di euro, a seguito di accertate fattispecie di *insider trading*. Nei confronti degli autori di violazioni concretanti abusi di mercato sono state anche applicate sanzioni interdittive accessorie (perdita dei requisiti di onorabilità e incapacità ad assumere incarichi di direzione, amministrazione e controllo) per complessivi 117 mesi.

Il notevole incremento dell'attività sanzionatoria e, in tale contesto, del volume delle sanzioni applicate è effetto, prevalentemente, delle nuove norme in materia di *market abuse* di derivazione comunitaria, nel cui ambito applicativo sono da subito ricadute vicende societarie e di mercato di grande rilievo, che hanno a lungo impegnato la Consob sia in sede di indagini, sia di successivo accertamento di comportamenti violativi.

Rientra tra queste, anzitutto, l'operazione di *equity swap* avente ad oggetto azioni Fiat Spa, posta in essere da Exor Group Sa (società del Gruppo Agnelli) con Merrill Lynch International nell'aprile 2005, in merito alla quale è stata adottata, nel febbraio 2007, la prima delibera sanzionatoria della Consob in applicazione delle nuove norme.

Gli accertamenti svolti, anche mediante la cooperazione internazionale, hanno fatto emergere che l'informazione resa al pubblico in data 24 agosto 2005 da parte di Ifil

Investments Spa e di Giovanni Agnelli & C. Sapa – nella quale si negava l'esistenza di possibili iniziative per evitare l'effetto diluitivo della partecipazione in Fiat, in quel momento detenuta da Ifil, che sarebbe conseguito dall'esecuzione dell'aumento di capitale della stessa Fiat al servizio del prestito "convertendo" con le banche in scadenza il successivo mese di settembre – conteneva una rappresentazione falsa della situazione all'epoca esistente, idonea a fornire al pubblico degli investitori indicazioni fuorvianti.

Tale falsa rappresentazione discendeva dal fatto che alla data di diffusione delle informazioni da parte del Gruppo Agnelli era già in corso di esecuzione il progetto finalizzato a consentire il mantenimento in capo a Ifil di una partecipazione pari al 30% del capitale sociale di Fiat Spa, fondato sull'esistenza del contratto di *equity swap*, stipulato il precedente aprile con Merrill Lynch e reso noto al mercato solo a metà settembre 2005.

Ne è conseguita l'applicazione di sanzioni (pecuniarie e interdittive) previste dal Tuf per i casi di manipolazione informativa del mercato, che hanno riguardato sia le persone fisiche responsabili, a vario titolo, delle false informazioni fornite al mercato e alla Consob, sia le due società del Gruppo Agnelli in nome e per conto delle quali erano stati diffusi i due comunicati stampa.

Le recenti decisioni assunte dalla Corte d'Appello di Torino sul merito dei ricorsi avverso tali sanzioni presentati da tutti i soggetti interessati hanno confermato la fondatezza dell'impianto accertativo posto a base dei provvedimenti Consob, pur avendo ridotto l'entità di talune delle sanzioni pecuniarie applicate.

Sempre in relazione alla medesima vicenda sono state applicate sanzioni pecuniarie anche nei confronti di esponenti aziendali di Exor Group e Merrill Lynch per il mancato adempimento degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti previsti dall'art. 120 del Tuf.

Condotte manipolative del mercato sono state accertate anche con riferimento all'andamento del titolo Rcs nel periodo aprile-agosto 2005, per effetto dell'intensa operatività posta in essere su tale titolo da società riconducibili al Sig. Ricucci.

L'ampia attività di indagine espletata ha consentito di accertare una serie di comportamenti manipolativi realizzati sia mediante plurime operazioni di mercato, sia attraverso la reiterata diffusione al mercato di informazioni false e fuorvianti. Tali comportamenti manipolativi sono stati posti in essere nell'ambito di una strategia volta a richiamare l'attenzione del pubblico sul titolo Rcs e, in tal modo, sostenerne le quotazioni in modo strumentale al perseguimento di finalità proprie dello stesso Sig. Ricucci.

Le relative sanzioni comminate, deliberate dalla Consob nel settembre 2007, hanno tenuto conto che tali condotte hanno ingannato il mercato, dando credibilità e alimentando aspettative di "scalata" a Rcs, nonché influendo sulla formazione dei prezzi del titolo.

In relazione alla medesima vicenda sono state comminate sanzioni anche per reiterate violazioni degli obblighi in materia di informativa societaria. Ha trovato, inoltre, prima

applicazione la disposizione di cui all'art. 187-quinquiesdecies del Testo Unico della Finanza, ai sensi del quale è sanzionato chiunque, con azioni od omissioni, procuri ritardo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob.

Altra vicenda che ha portato all'applicazione di sanzioni per abusi di mercato ha riguardato l'andamento del titolo della Società Sportiva Lazio Spa sul finire del 2005 e nei primi mesi del 2006, in connessione con la diffusione di notizie circa l'asserita intenzione di un gruppo farmaceutico estero di acquisire il controllo della società calcistica.

L'articolata attività di indagine, svolta anche mediante una tempestiva cooperazione internazionale, ha consentito di accertare che tale notizia – via via supportata con indicazioni di dettaglio e avvalorata con affermazioni atte a indurre il pubblico a ritenere che la Consob disponesse all'epoca di elementi comprovanti la veridicità della stessa – era falsa e idonea anche a fuorviare il pubblico degli investitori.

Ne è conseguita l'applicazione a carico del soggetto che aveva diffuso le false informazioni (il Sig. Giorgio Chinaglia) di sanzioni pecuniarie per manipolazione informativa del mercato nonché per procurato ritardo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob, avendo egli posto in essere anche una serie di atti consistiti in falsità e omissioni, con l'effetto di ostacolare e rendere più onerosa l'attività di accertamento dei fatti da parte dell'Autorità di vigilanza.

Un consistente aumento dell'attività sanzionatoria si è registrata nel 2007 anche per violazioni diverse dagli abusi di mercato.

I provvedimenti sanzionatori per violazione della normativa in materia di emittenti assunti nel corso del 2007 sono stati in tutto 54 (13 nel 2006), e hanno riguardato 70 soggetti (61 nel 2006). Le violazioni hanno riguardato, in più della metà dei casi, disposizioni in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e di pubblicazione dei patti parasociali. Tra questi si segnalano i provvedimenti sanzionatori assunti nei confronti di esponenti aziendali di Unipol e Deutsche Bank in relazione all'accertato patto occulto su titoli Bnl in connessione alla vicenda della contesa per il controllo della società avvenuta nel 2005. Meno frequenti sono state le violazioni delle norme sulla diffusione al mercato di informazioni *price sensitive*, della sollecitazione del pubblico risparmio e di offerte pubbliche d'acquisto.

L'attività di vigilanza svolta sul fronte degli intermediari di mercato ha comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie in 16 casi (5 nel 2006) a carico, complessivamente, di 196 esponenti aziendali (96 nel 2006) di 7 Sim, 6 banche e 3 Sgr.

Le irregolarità più ricorrenti hanno riguardato violazioni delle disposizioni in materia di idoneità degli assetti organizzativo-procedurali interni ai fini dell'ordinato e corretto svolgimento dei servizi di investimento autorizzati; la mancata osservanza delle norme che impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; la violazione delle disposizioni in

materia di conflitto d'interessi; accertate carenze dei set informativi forniti alla clientela in merito alle caratteristiche dei prodotti finanziari offerti.

Meritano di essere ricordati, in tale contesto, i provvedimenti sanzionatori assunti in relazione all'operatività su prodotti derivati Otc posta in essere da due società del Gruppo Unicredit. Gli specifici profili di criticità rilevati in sede di accertamenti, anche ispettivi, con riguardo alle procedure interne disciplinanti tale operatività hanno riguardato, in particolare, i criteri di selezione della clientela potenziale e delle operazioni proposte, la determinazione del *pricing* delle operazioni, la strutturazione dei nuovi prodotti derivati, l'inidoneità dei flussi informativi interni.

L'esperienza applicativa finora maturata nell'applicazione del nuovo sistema sanzionatorio consente di esprimere un giudizio di adeguatezza dell'impianto complessivo rispetto alle finalità con esso perseguite; dalla stessa esperienza applicativa e da riflessioni operate in tale contesto sono emersi, nondimeno, alcuni profili di criticità che appaiono meritevoli di considerazione.

Un primo aspetto riguarda l'entità della sanzione minima attualmente prevista dagli artt. 187-*bis* e 187-*ter* del Tuf per abusi di mercato, pari a 100.000 euro per ciascuna violazione. Si tratta di importo che se nella maggior parte dei casi può essere ritenuto adeguato alla rilevanza e gravità dei fenomeni rilevati, può tuttavia rivelarsi in concreto eccessivo in relazione a comportamenti violativi di accertata lieve gravità, ugualmente sanzionabili. Per ovviare a ciò e per assicurare, in ogni circostanza, la necessaria proporzionalità e adeguatezza della sanzione applicata rispetto alla gravità oggettiva e soggettiva dei fatti rilevati, si segnala l'opportunità di ridurre l'attuale misura minima della sanzione, ripristinando il minimo edittale di 20.000 euro introdotto dalla citata legge n. 62 dell'aprile 2005 e quintuplicato poi con la legge sul risparmio del dicembre 2005.

Sempre in materia di sanzioni per abusi di mercato, problemi applicativi di particolare delicatezza e rilevanza pone l'attuale testo dell'art. 187-*sexies*, disciplinante la sanzione accessoria obbligatoria della confisca, laddove si stabilisce che essa ha per oggetto il prodotto o il profitto dell'illecito e i beni utilizzati per commetterlo, individuati anche per equivalente.

L'onnicomprensiva formulazione adoperata dal legislatore – funzionale ad assicurare piena effettività a tale sanzione accessoria, che ha come scopo quello di sottrarre al circuito economico i beni utilizzati per la commissione dell'illecito e i relativi proventi – reca in sé una sorta di automatismo che, in sede di quantificazione dei beni oggetto di confisca, può tradursi nell'adozione, in concreto, di un provvedimento ablatorio di entità sproporzionata rispetto alla gravità dei fatti rilevati e alla sanzione pecuniaria applicata.

È auspicabile, pertanto, una revisione di tale disposizione che – pur continuando ad assicurare il raggiungimento dell'indicato scopo perseguito con la legislazione in materia – ne depotenzi l'attuale automatismo applicativo, in modo da consentire l'assoggettamento a

confisca di beni per un controvalore più congruo in relazione alle specificità del caso e alla gravità dei fatti di volta in volta rilevati.

Un intervento riformatore pare opportuno anche con riferimento al vigente sistema sanzionatorio disciplinante i casi di violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti al capitale di emittenti quotati e delle operazioni di *internal dealing* nonché, più in generale, con riguardo al regime sanzionatorio disciplinante le violazioni degli adempimenti in materia di informativa societaria (artt. 114 e seguenti del Tuf).

Trattandosi di adempimenti – non di rado – a carattere ricorrente e ordinario, possono verificarsi violazioni di entità particolarmente tenue (ritardi minimi nell'adempimento degli obblighi informativi; variazioni del tutto marginali delle partecipazioni e, comunque, concretamente ininfluenti sugli assetti proprietari degli emittenti partecipati; accertato mancato danno al mercato per effetto della violazione); per tali ipotesi le entità delle sanzioni minime attualmente previste, pari a 25.000 euro per i casi di omissione e 5.000 euro per i casi di ritardo non superiore a due mesi, possono rivelarsi elevate.

Analoghe considerazioni possono essere svolte anche con riguardo alla sanzione minima (50.000 euro) attualmente prevista dall'art. 187-*quinquiesdecies* per i casi di inottemperanza alle richiesta formulate dalla Consob e di procurato ritardo all'esercizio della relative funzioni, in relazione ai quali parrebbe opportuno il ripristino del minimo edittale ante legge sul risparmio (10.000 euro).

Più in generale, potrebbe essere opportuna una riconsiderazione d'ordine sistematico del vigente regime sanzionatorio amministrativo previsto dal Tuf, volto a verificarne la complessiva coerenza, funzionalità e adeguatezza, alla luce degli interventi effettuati negli ultimi anni. In tale quadro, oltre alla riduzione degli importi delle sanzioni minime per alcune tipologie di violazioni, si potrebbe considerare anche l'introduzione di forme alternative alla sanzione pecuniaria (quali i richiami scritti attualmente previsti solo per i promotori finanziari). L'utilizzo di questi strumenti alternativi può favorire una interazione più efficace tra Autorità di vigilanza e soggetti vigilati secondo un approccio che, soprattutto attraverso una valorizzazione della componente di tipo reputazionale del sistema, punti a elevare il grado complessivo di *compliance* alle norme, consentendo al contempo all'Autorità di vigilanza la necessaria flessibilità e una minore onerosità dell'azione amministrativa.

5. I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e il contenzioso

5.1. Le segnalazioni di ipotesi penalmente rilevanti e la collaborazione informativa

La Consob intrattiene frequenti rapporti di collaborazione di tipo segnalativo e informativo con l'Autorità Giudiziaria in relazione a ipotesi di possibile rilievo penale. In

particolare, il Presidente della Consob inoltra all'Autorità Giudiziaria competente una "segnalazione" corredata della documentazione di supporto, qualora dalle evidenze istruttorie emergano fattispecie ritenute penalmente rilevanti.

Tale attività di segnalazione, ai sensi dell'art. 331, comma 1, c.p.p.[46], riguarda sia reati di tipo comune, quali ad esempio reati contro il patrimonio, sia reati relativi al settore di attività della Consob.

Nel 2007 la Consob ha trasmesso 107 rapporti all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate; 10 segnalazioni hanno riguardato ipotesi rilevanti in materia di *market abuse* (di cui 3 per abuso di informazioni privilegiate e 7 per manipolazione, sia di tipo operativo che informativo); le altre hanno avuto ad oggetto ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (quali appropriazione indebita e truffa), prevalentemente rilevate nell'ambito di attività illecite poste in essere da promotori finanziari.

L'attività di supporto alla Magistratura inquirente, anche nell'ambito di indagini penali già in corso, è proseguita con la consueta piena collaborazione svolta in relazione alle numerose richieste di dati e notizie formulate dall'Autorità Giudiziaria. In particolare, la Consob ha riscontrato 112 richieste riguardanti sia l'acquisizione di dati relativi a soggetti vigilati sia documenti, informazioni e chiarimenti su istruttorie svolte o in corso di svolgimento da parte dell'Istituto nell'esercizio delle proprie funzioni.

Nel 2007, la collaborazione ex art. 187-*decies*, comma 3[47] del Tuf ha continuato a trovare proficua applicazione in occasione dello svolgimento delle indagini relative alle vicende "Antonveneta", "Bnl/Unipol", "Alitalia", "Autostrade", "Ipi" nonché a vicende riguardanti società calcistiche con azioni quotate, che hanno impegnato gli uffici della Commissione in un'intensa attività di cooperazione e di scambio di informazioni e documenti con le Procure competenti.

5.2. Il contenzioso

L'intervento della Consob nei procedimenti penali e il contenzioso civile

La Consob, nel corso del 2007, si è costituita parte civile in 13 nuovi procedimenti penali[48], al fine di perseguire la tutela dell'interesse all'efficiente funzionamento del mercato. Nella maggior parte dei casi, la Consob stessa, all'esito della vigilanza svolta, aveva inviato alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni. I capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio hanno configurato i fatti ascritti agli imputati in termini sostanzialmente confermativi degli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob.

Nell'ambito di tali procedimenti, il 15 giugno 2007 è iniziata innanzi al Tribunale di Brescia l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 8 persone fisiche –

ex esponenti aziendali di Finmatica Spa – imputati dei reati di aggiotaggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza.

Tra le costituzioni di parte civile degna di specifica segnalazione è quella concernente la vicenda "Antonveneta". Il 23 novembre 2007 ha preso avvio innanzi al Tribunale di Milano l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche – oltre a 8 persone giuridiche responsabili ex 231/2001 – imputate, a vario titolo, di diversi reati tra cui l'aggiotaggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza.

Nel corso del 2007 e nei primi mesi del 2008, sono stati definiti in primo grado quattro procedimenti aventi ad oggetto reati di *maket abuse*, nei quali la Consob si era costituita parte civile, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e con la condanna anche al risarcimento dei danni in favore della Consob, e sono state confermate in appello tre sentenze pronunciate dal Tribunale di Milano nel 2006, sempre in materia di abusi di mercato, che, avendo riconosciuto la responsabilità penale degli imputati, avevano pronunciato la condanna degli stessi al risarcimento dei danni nei confronti della Consob[(49)].

Nel corso del 2007, inoltre, si è registrato un incremento – rispetto all'anno precedente – del numero delle sentenze (n. 52) che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni investitori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina".

Le decisioni, tutte favorevoli all'Istituto, hanno in massima parte dichiarato la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna di questi ultimi al risarcimento dei danni. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono invece state respinte, attesa la dichiarata insussistenza – nel merito – di profili di responsabilità extracontrattuale dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni, in quanto non è stata ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

È stata respinta, dal Tribunale di Padova, anche la domanda di risarcimento del danno proposta nei confronti della Consob per asserito omesso esercizio dei poteri di vigilanza su una Sim, rilevando l'inesistenza di alcun collegamento causale tra i fatti dedotti a fondamento della pretesa risarcitoria, il comportamento dell'Autorità di controllo e le perdite subite dalla parte attrice.

Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Il contenzioso riguardante i provvedimenti adottati o proposti dalla Consob nell'esercizio delle proprie potestà di vigilanza e sanzionatorie ha subito un forte

incremento negli ultimi anni, anche in conseguenza dell'aumento del numero complessivo di tali provvedimenti.

Nel corso del 2007 sono stati instaurati i primi giudizi di opposizione avverso delibere Consob irrogative di sanzioni amministrative per abusi di mercato. Cinque di questi giudizi si sono conclusi nel corso dell'anno: si tratta delle opposizioni alla Corte d'Appello di Torino avverso la delibera con la quale erano state comminate alle società Ifil Investments e Giovanni Agnelli e C., e ai signori Gianluigi Gabetti, Franzo Grande Stevens e Virgilio Marrone sanzioni amministrative in relazione alla vicenda "Ifil/Exor".

La Corte d'Appello di Torino ha confermato la sussistenza dell'illecito manipolativo accertato e sanzionato dalla Consob, confermando integralmente le sanzioni applicate ai signori Grande Stevens e Marrone e riducendo l'ammontare delle sanzioni comminate al sig. Gabetti e alle società Ifil Investments e Giovanni Agnelli e C..

Tali decisioni hanno affrontato, tra l'altro, il tema del rapporto tra le sanzioni applicabili per illeciti di "manipolazione del mercato" confermando il c.d. "doppio binario", ovverosia la soggezione dell'autore di condotte manipolative a sanzioni sia amministrative che penali e la completa autonomia dei procedimenti che conducono alla loro applicazione.

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, nel luglio del 2007 l'Associazione Nazionale fra le Banche Popolari insieme ad alcune Banche popolari hanno impugnato il Regolamento Emittenti, nella parte in cui, attuando gli articoli 147-*ter*, comma 1 e 148, comma 2, del Tuf ha previsto quote minime di partecipazione per la presentazione delle liste di candidati alla nomina degli organi di amministrazione e controllo(50). Nel dicembre 2007 il Tar del Lazio ha respinto i ricorsi con dispositivo del quale si attendono le motivazioni.

Tra le più significative pronunce del giudice ordinario adottate nel corso del 2007, si segnalano alcuni decreti di Corti d'Appello che hanno deciso sulle opposizioni, presentate ai sensi dell'art. 195 del Tuf, avverso delibere irrogative di sanzioni pecuniarie della Consob, nei confronti di diversi soggetti coinvolti nella vicenda Antonveneta del 2005.

Collegati alla stessa vicenda, devono essere menzionati anche due decreti della Corte d'Appello di Roma che hanno rigettato i ricorsi avverso l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie per violazione dell'art. 122, comma 1, 4 e 5, del Tuf in un caso, e degli art. 106, comma 1, e 109, del Tuf nell'altro(51).

Nel corso dell'anno sono giunte a decisione sei cause (davanti a quattro diversi Tribunali) relative a impugnative di bilanci intentate dalla Consob ai sensi dell'art. 157, comma 2, del Tuf. Tali decisioni, in un solo caso non hanno confermato le valutazioni della Consob, mentre nei restanti 5 casi hanno pienamente condiviso i rilievi dell'Istituto.

III – LE LINEE DI INDIRIZZO DELL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. Gli indirizzi nell'attività regolamentare

1.1. La regolamentazione attuativa delle direttive Opa, *Transparency* e prospetto

La direttiva sull'Opa

Il 28 dicembre 2007 sono entrate in vigore le norme di recepimento della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto ed entro sei mesi da tale data la Consob dovrà emanare la regolamentazione di attuazione della nuova disciplina.

La normativa di recepimento della direttiva amplia i margini di intervento nell'esercizio di poteri istruttori e di accertamento e assegna alla Consob competenze relative a nuove fattispecie contemplate dal legislatore comunitario.

In particolare, rientrano nella prima categoria di disposizioni le norme che prevedono l'attribuzione alla Consob del potere di modificare il prezzo nei casi di Opa obbligatoria, pur nel rispetto di condizioni e criteri predeterminati, e di individuare, con provvedimento motivato, i casi di esenzione dall'obbligo di Opa con margini più ampi rispetto al passato, pur nell'ambito delle stesse fattispecie contemplate dalla disciplina previgente. Rientra nella seconda categoria di disposizioni l'attribuzione alla Consob della valutazione dell'equivalenza tra le disposizioni applicabili alla società emittente e a quella offerente ai fini dell'attivazione della clausola di reciprocità.

Per ciò che riguarda il potere di intervenire sul prezzo dell'offerta, si deve premettere che, come previsto dalla disciplina comunitaria, il prezzo dell'Opa obbligatoria deve essere pari a quello più elevato pagato dall'offerente (o da persone che agiscono di concerto con l'offerente) nei dodici mesi antecedenti la comunicazione dell'offerta. La Consob, tuttavia, deve disciplinare con regolamento le ipotesi nelle quali l'offerta deve essere effettuata a un prezzo diverso da quello stabilito in via generale.

Il legislatore ha previsto esplicitamente le fattispecie generali in presenza delle quali la Consob può fissare il prezzo su valori diversi da quello massimo pagato. Ad esempio, si prevede che nei casi in cui i prezzi di mercato siano influenzati da eventi eccezionali o sussista il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione, ovvero nei casi in cui il prezzo più elevato pagato dall'offerente è il prezzo di operazioni di compravendita effettuate a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica (o è il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una esenzione dall'obbligo di offerta), il prezzo di offerta può essere fissato su un valore inferiore rispetto a quello più elevato pagato. Il prezzo può essere invece fissato a un livello superiore, purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori, se l'offerente e le persone che agiscono in concerto con il medesimo hanno pattuito l'acquisto

di titoli a un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria; se vi è stata collusione tra l'offerente, o le persone che agiscono in concerto con il medesimo, e uno o più venditori; se sono state poste in essere operazioni volte a eludere l'obbligo di offerta; se vi è il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione.

La Consob dovrà quindi stabilire con regolamento i criteri oggettivi predeterminati per il calcolo del prezzo al ricorrere delle circostante individuate dal legislatore. Alla luce di tale disciplina secondaria la Consob dovrà comunque motivare ogni singolo provvedimento in cui riterrà di rideterminare il prezzo dell'offerta.

La nuova disciplina dell'Opa implicherà dunque un delicato intervento di natura regolamentare ma anche un forte aumento del livello di complessità delle attività istruttorie in relazione all'esame delle singole operazioni; la Consob dovrà poi rendere conto al mercato in maniera puntuale e circostanziata della ragione delle scelte operate qualora reputi necessario intervenire sul prezzo d'offerta.

Una delle nuove competenze di maggiore rilevo assegnate alla Consob discende dall'introduzione nell'ordinamento italiano della clausola di reciprocità, secondo cui non trovano applicazione la *passivity rule* e la regola di neutralizzazione nel caso in cui l'offerente (o il suo controllante) avente sede in altro Stato dell'Unione Europea non sia soggetto a tali disposizioni o a disposizioni equivalenti. In tale caso la Consob, su istanza dell'offerente o dell'emittente, dovrà valutare l'equivalenza delle menzionate disposizioni, definendo in via regolamentare contenuti e modalità di presentazione dell'istanza.

Si ritiene che la valutazione di equivalenza non debba limitarsi all'accertamento della mera reciprocità legislativa o statutaria (ossia la formale presenza nella disciplina o nello statuto dell'offerente di disposizioni analoghe a quelle italiane), ma debba anche estendersi alla verifica della portata sostanziale degli obblighi dell'offerente, evidenziando non solo i casi di totale assenza di obblighi a suo carico ma anche i casi di obblighi di portata più limitata.

L'accertamento della reciprocità da parte della Consob comporta valutazioni estremamente complesse e delicate sul piano giuridico. Poiché la normativa primaria fa riferimento a un'istanza dell'offerente o dell'emittente, e quindi a un atto di iniziativa di parte, la norma regolamentare di attuazione potrebbe essere modellata in forma tale da richiedere che, preliminarmente alla presentazione dell'istanza, vi sia stata una valutazione dell'equivalenza condotta congiuntamente dai predetti soggetti ma che non abbia prodotto un esito condiviso.

La direttiva Transparency

La direttiva *Transparency* armonizza gli obblighi degli emittenti in materia di dell'informazione *price sensitive*, dell'informazione finanziaria periodica e delle

partecipazioni rilevanti (cosiddette informazioni regolamentate) e detta disposizioni sulle modalità di diffusione e archiviazione di tali informazioni. La direttiva è stata recepita nel nostro ordinamento il 24 novembre 2007 e la Consob dovrà emanare i relativi provvedimenti attuativi entro il 24 maggio 2008.

La direttiva non introduce cambiamenti sostanziali nell'ordinamento domestico per ciò che riguarda i contenuti delle informazioni – fatte salve alcune modifiche relative all'informazione periodica trimestrale – ma implica alcuni importanti interventi sulle modalità di loro diffusione.

La direttiva articola il processo di diffusione delle informazioni in quattro fasi: la diffusione al pubblico (*dissemination*); il deposito dell'informazione presso le autorità competenti contestualmente alla sua diffusione al pubblico (*filing*); lo stoccaggio dell'informazione in un sistema centralizzato autorizzato (*storage*), che ne consenta l'agevole consultazione su base storica da parte del pubblico; la costituzione di una rete europea dei sistemi nazionali di stoccaggio delle informazioni (*network*) per consentire l'accesso all'informazione su scala europea.

Il recepimento della direttiva creerà maggiore concorrenzialità tra gli operatori che diffondono informazioni regolamentate (cosiddetti *service provider*). Attualmente l'unico soggetto che opera nel settore in Italia è Borsa Italiana.

La normativa europea non impone un modello per la diffusione dell'informazione, ma si limita a fissare obiettivi di efficacia e requisiti minimi per gli emittenti, con l'obiettivo di assicurare che tutti gli investitori, anche situati in uno Stato membro diverso da quello dell'emittente, abbiano pari accesso alle informazioni. Le informazioni possono essere diffuse dall'emittente direttamente o incaricando un terzo; in tal ultimo caso sono previsti obblighi aggiuntivi.

In sede di recepimento, il legislatore italiano ha previsto che laddove gli emittenti decidano di avvalersi di un soggetto terzo, quest'ultimo venga autorizzato dalla Consob allo svolgimento del servizio. La Consob, che dovrà stabilire con regolamento i requisiti di qualità e sicurezza dei sistemi di diffusione delle informazioni, è orientata a prevedere il possesso di tali requisiti sia da parte dei soggetti terzi sia da parte degli emittenti che decidano di agire in proprio. Tale ipotesi permetterebbe di massimizzare l'efficiente realizzazione di due obiettivi interdipendenti: realizzare i requisiti di qualità fissati dalla direttiva e garantirne un efficace monitoraggio da parte della Consob.

Anche per i servizi di stoccaggio è previsto un regime di autorizzazione da parte della Consob e l'emanazione di un regolamento che detti requisiti e condizioni per il rilascio dell'autorizzazione nonché disposizioni per lo svolgimento dell'attività.

Le opzioni da esaminare sono sostanzialmente due: l'individuazione di un solo operatore che, in esito ad apposita gara, risulti offrire le condizioni più efficienti ed economiche; una pluralità di operatori autorizzati dalla Consob. In quest'ultimo caso, è

possibile immaginare due alternative relativamente alla "copertura" che ogni sistema di stoccaggio dovrebbe assicurare: *a)* ogni sistema deve coprire tutte le informazioni regolamentate relative a tutti gli emittenti; *b)* ogni emittente deve scegliere almeno un sistema di stoccaggio, che poi sarebbe tenuto a coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto.

Il sistema basato su una pluralità di operatori in concorrenza tra loro appare preferibile sotto il profilo degli incentivi all'efficienza, così come appare opportuno prevedere che ciascun sistema copra tutte le informazioni relative soltanto agli emittenti che lo hanno scelto.

Tale soluzione, che metterebbe i vari sistemi di stoccaggio in concorrenza tra loro e incentiverebbe il miglioramento delle condizioni di qualità e efficienza del servizio, rende necessario prevedere apposite modalità di connessione tra i sistemi per facilitare la ricerca delle informazioni e garantire un punto di accesso centralizzato, come previsto in altri mercati europei (in particolare, Regno Unito e Francia). Al riguardo, il Cesr sta esaminando la possibilità di utilizzare il database relativo alla MiFID come primo esperimento di network dei sistemi di stoccaggio, sia pure limitatamente alle azioni quotate. A livello nazionale, sembra opportuno che la Consob rivesta un ruolo attivo nell'indirizzare gli investitori, tramite una pagina del proprio sito *web* che descriva e agevoli l'accesso ai diversi sistemi.

Nel caso non vi siano soggetti interessati a svolgere questo servizio, ovvero nessun soggetto sia giudicato idoneo dalla Consob, le norme di recepimento della direttiva prevedono che sia la stessa Consob a organizzare e gestire il servizio. In tale evenienza, si potrebbe immaginare, per il tempo necessario all'approntamento da parte della Consob della struttura idonea, un regime transitorio basato sullo stoccaggio delle informazioni da parte di ciascun emittente attraverso il proprio sito internet. La Francia ha adottato questa soluzione.

Un secondo tema delicato riguarda le modalità di diffusione dell'informazione sulle partecipazioni rilevanti.

Attualmente, la Consob riceve, controlla e pubblica le informazioni sulle partecipazioni rilevanti. Vi è quindi un'attività di vigilanza preventiva della Consob sul contenuto e la qualità delle comunicazioni. Inoltre, la Consob consolida i dati e offre al mercato, attraverso il proprio sito internet, la situazione aggiornata dell'azionariato delle società quotate (oltre che un'informativa di tipo storico). Questa base dati consente anche alla Consob di effettuare interventi di vigilanza informativa in relazione, ad esempio, a presunte modifiche degli assetti proprietari o alla presenza di patti occulti. La base dati è indispensabile anche per l'attuazione di alcuni poteri regolamentari relativi, ad esempio, al calcolo delle soglie per la presentazione di liste di minoranza (basato sull'analisi congiunta del livello di capitalizzazione, della quota di flottante e della quota di maggioranza) o ai casi in cui è necessario ricostruire l'identità delle società controllanti.

La disciplina comunitaria consente di porre direttamente in capo agli emittenti l'assolvimento degli obblighi di pubblicazione delle partecipazioni rilevanti. In sede di recepimento il legislatore, ha confermato il potere della Consob di disciplinare le modalità di diffusione delle partecipazioni rilevanti e ha rimesso all'Istituto il compito di scegliere fra il mantenimento dell'attuale regime e l'introduzione di un nuovo sistema in cui sia direttamente l'emittente a rendere pubbliche le informazioni.

Quest'ultima soluzione farebbe venire meno l'attività di controllo preventivo della Consob atta a garantire la "qualità" dell'informazione. Diventerebbe cruciale invece l'attività di controllo *ex post*, soprattutto in casi di *rumors*, sulle comunicazioni apparentemente non corrette o formalmente non chiare ovvero in caso di anomalie nell'andamento dei prezzi e delle negoziazioni. Questa scelta, sebbene idonea a responsabilizzazione maggiormente gli emittenti (e forse ad accorciare i tempi di pubblicazione delle informazioni, non essendo l'emittente tenuto a effettuare controlli di qualità, né avendone gli strumenti in termini di poteri di richiesta di dati e notizie), potrebbe comportare però una riduzione della qualità complessiva dell'informazione sugli assetti proprietari. Tale fenomeno a sua volta potrebbe incidere negativamente sull'efficienza informativa dei mercati (e creare maggiori opportunità per comportamenti manipolativi) e sul costo del capitale delle imprese. Inoltre, non sarebbe garantito un servizio di consolidamento delle informazioni finalizzato alla ricostruzione completa dell'azionariato di ogni società quotata (ed al suo aggiornamento) simile a quello attualmente fornito dalla Consob.

Un ultimo aspetto di rilievo, che tocca sia la disciplina dell'Opa che quella sulle partecipazioni rilevanti, riguarda il tema delle partecipazioni potenziali detenute tramite strumenti derivati. Ancorché la disciplina attuale in materia sia già allineata alle previsioni della direttiva *Transparency*, la Consob sta valutando la possibilità di estendere il regime di comunicazione delle partecipazioni potenziali a quelle relative a operazioni in derivati che non prevedono la consegna fisica dei titoli (cioè con clausola *cash settlement*), in considerazione della possibilità di un utilizzo elusivo di tali strumenti attraverso la modifica dei termini contrattuali che ne alteri le modalità di regolamento. Tale problematica sarà, tuttavia, analizzata parallelamente anche nell'ambito della disciplina Opa per via del possibile utilizzo a fini elusivi degli strumenti derivati *cash-settled.*

La direttiva sul prospetto

La Direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari è stata adottata il 31 dicembre 2003 e il 29 aprile 2004 è stato adottato il Regolamento della Commissione Europea 809/2004 recante misure di esecuzione della direttiva per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento (*by reference*), la pubblicazione dei prospetti e la diffusione dei messaggi pubblicitari.

Nelle more dell'adeguamento della legislazione primaria alle norme comunitarie, nel 2005 la Consob aveva apportato alla regolamentazione secondaria le modifiche necessarie a renderla coerente con la disciplina comunitaria – recependo integralmente il citato Regolamento comunitario (direttamente applicabile in tutti gli stati membri del 1° luglio 2005) – che però non fossero in contrasto con le disposizioni della normativa primaria e che riguardassero materie sulle quali alla Consob fosse riconosciuto un potere regolamentare dalle disposizioni allora vigenti del Testo unico della finanza.

Il 28 marzo 2007 la direttiva è stata formalmente recepita nel nostro ordinamento. Nell'ambito dei ristretti i margini di discrezionalità lasciati agli Stati membri, il legislatore italiano ha recepito integralmente le disposizioni comunitarie, operando alcune scelte discrezionali consentite dalla direttiva e apportando modifiche necessarie al coordinamento con la legislazione nazionale.

Anche l'attività regolamentare di competenza della Consob è strettamente vincolata dalla disciplina comunitaria di livello 2, in particolare, in materia di prospetto di base e di casi eccezionali in presenza dei quali la Consob può, su richiesta, autorizzare l'omissione dal prospetto di determinate informazioni previste negli schemi di prospetto.

Le modifiche al Regolamento Emittenti, per le quali la consultazione si è conclusa nel febbraio 2008, potranno avere un impatto rilevante sulle attività di controllo sui prospetti e sulle modalità di interazione con gli emittenti. In particolare, ai termini per l'approvazione del prospetto da parte della Consob già disciplinati nel vigente regolamento (pari a 10 giorni lavorativi nel caso di emittenti che hanno già eseguito offerte pubbliche e 20 giorni lavorativi negli altri casi), si aggiungono nuovi termini entro i quali gli emittenti o gli offerenti devono fornire le informazioni supplementari eventualmente richieste dall'Autorità. Nelle proposte di modifica poste in consultazione viene previsto anche un termine massimo per la conclusione del procedimento (pari a 60 o a 90 giorni a seconda della tipologia di offerta).

I tempi delle istruttorie della Consob potrebbero divenire più brevi; gli emittenti sarebbero incentivati a presentare una documentazione iniziale più accurata e completa. Spesso, infatti, i tempi delle istruttorie sono stati condizionati fortemente dall'inadeguatezza dei contenuti delle bozze di prospetto presentate; ciò ha comportato una lunga e complessa interlocuzione con gli emittenti e, in alcuni casi, addirittura una sorta di correzione continua del prospetto. L'introduzione di un termine massimo per la conclusione del procedimento dovrebbe portare all'abbandono definitivo di questa prassi. In presenza di una documentazione inadeguata o incompleta e decorsi i termini indicati, la Consob non potrebbe che esprimere un giudizio di diniego alla pubblicazione del prospetto.

1.2. Gli orientamenti interpretativi

La necessità di garantire la competitività del quadro normativo italiano rispetto a quello di altri ordinamenti, anche nelle aree coperte dalle direttive di armonizzazione massima, richiede il potenziamento degli interventi tesi a chiarire le modalità concrete di applicazione delle norme e di svolgimento della vigilanza, nell'ambito di un confronto continuo con gli standard adottati dalle altre Autorità europee.

Nel documento di consultazione di fine 2007 relativo all'attuazione della MiFID, ad esempio, la Consob ha individuato alcune materie su cui intende fornire ulteriori indicazioni e chiarimenti interpretativi, quali la ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore e la *best execution* con riferimento all'esecuzione di ordini aventi ad oggetto titoli privi di una pluralità di sedi di esecuzione, quali obbligazioni bancarie (spesso non quotate) e derivati Otc, tipicamente negoziati su base bilaterale. Al mercato è stato chiesto di valutare l'opportunità di una immediata trattazione delle tematiche individuate dalla Consob, ovvero di segnalare ulteriori profili di interesse. In esito al processo di consultazione, la Consob provvederà a definire i chiarimenti interpretativi ritenuti opportuni.

Questo approccio volto a fornire chiarimenti e orientamenti su temi condivisi o sollevati dal mercato può essere utilizzato anche in aree non coperte dalle direttive comunitarie e dall'attività del Cesr e in particolare in quei settori in cui il legislatore ha lasciato alla Consob elevati margini di flessibilità.

Una delle aree più importanti da questo punto di vista è quella della vigilanza sugli organi di controllo delle società quotate. Infatti, la legge 262/2005, oltre ad ampliare i doveri del collegio sindacale, ha introdotto un nuovo regime sanzionatorio che prevede l'applicazione di sanzioni amministrative non solo per omessa comunicazione delle irregolarità riscontrate dal collegio sindacale nell'esercizio dei propri doveri di vigilanza, così come stabiliva la disciplina previgente, bensì anche per irregolarità nell'adempimento stesso di tali doveri. Sebbene il nuovo regime sanzionatorio porti a ritenere che l'organo di controllo sia ora pienamente assoggettato alla vigilanza da parte della Consob[(52)], esso potrebbe essere compatibile con approcci di vigilanza alternativi. In particolare, l'interpretazione letterale delle norme non porterebbe a escludere a priori che la vigilanza possa fondarsi esclusivamente su interventi di tipo *ex post*, come in sostanza avvenuto in passato, esercitando i poteri sanzionatori solo qualora emergano segnali di irregolarità in relazione a controlli di varia natura sui singoli emittenti (ad esempio su profili contabili o di informativa societaria). Viceversa, è possibile optare per un modello di vigilanza di tipo più preventivo simile a quello adottato per altre tipologie di soggetti vigilati.

Sebbene i poteri sanzionatori della Consob nei confronti degli organi di controllo delle società quotate siano oggi delineati con maggiore chiarezza, permangono rischi di ingenerare incertezza fra gli operatori circa gli strumenti e il modello di vigilanza che in concreto saranno adottati dalla Consob, anche in virtù del fatto che la legge definisce i

doveri del collegio sindacale in termini molto generali. Nel nuovo contesto normativo appare dunque necessario creare un quadro di maggiore certezza, emanando linee-guida e principi di comportamento indirizzati ai componenti degli organi di controllo delle società quotate che, oltre a orientarne le condotte verso standard di *best practice*, fungano da punto di riferimento per l'attività di vigilanza e di *enforcement*.

Infine, l'emanazione dei regolamenti attuativi della direttive Opa e *Transparency* potrebbe essere l'occasione per sistematizzare, e in parte rivedere, una serie di comunicazioni e risposte a quesiti di carattere generale (in materia specialmente di azione di concerto, patti parasociali e di partecipazioni rilevanti potenziali e detenute attraverso strumenti derivati) che si sono stratificate nel tempo o che non sempre hanno avuto piena conoscibilità da parte del mercato, al fine di definire vere e proprie linee guida di livello 3.

2. Gli indirizzi nell'azione di vigilanza

2.1. I controlli sugli intermediari

Il modello di vigilanza sugli intermediari risentirà necessariamente della completa ridefinizione del quadro regolamentare indotta dal recepimento della MiFID.

La Consob ha avviato alcune azioni di guida e di dialogo con gli intermediari che possono in prospettiva rendere più agevole l'azione di vigilanza. Almeno in una prima fase, la strategia di vigilanza dovrà essere pro-attiva al fine di incoraggiare i soggetti vigilati a fornire una risposta organizzativa e comportamentale coerente con gli obiettivi della nuova regolamentazione. In sede di pianificazione delle attività ispettive, è necessario definire una serie di interventi sui maggiori gruppi, di natura prevalentemente "cognitiva", volti a testare l'effettivo grado di allineamento alla nuova disciplina.

La priorità in tale prima fase è quella di accompagnare l'industria verso alti livelli di *compliance* alla nuova disciplina, sia attraverso indirizzi operativi sia, come prima accennato, attraverso l'emanazione di orientamenti interpretativi. In una seconda fase (che potrebbe incominciare orientativamente a partire da fine 2008 o all'inizio del 2009) sarà invece possibile adottare un approccio maggiormente volto all'accertamento della effettiva *compliance* con le regole.

È possibile, comunque, individuare alcune aree sulle quali focalizzare la vigilanza, sia per i test di conformità alle regole sia per finalità di *enforcement*. Si tratta dell'area della consulenza, dell'area degli incentivi (*inducement)* e dell'area della classificazione della clientela.

Per ciò che riguarda i primi due aspetti, un punto critico è la "contrattualizzazione" del servizio di consulenza. Infatti, poiché nel nuovo regime la graduazione dei livelli di tutela per i clienti non professionali poggia fondamentalmente sulla presenza o meno di un rapporto di consulenza, l'efficacia e l'incisività della vigilanza dipendono in maniera

cruciale dalla possibilità di stabilire con chiarezza *ex post* l'esistenza di un rapporto di tale natura. Con un'apposita norma regolamentare la Consob ha richiesto di indicare nel contratto scritto previsto per i servizi esecutivi l'eventuale prestazione del servizio di consulenza e attraverso un'azione di dialogo con l'industria la Consob ha raccomandato agli intermediari la formalizzazione in uno specifico contratto scritto della prestazione del servizio di consulenza (la forma scritta non è infatti obbligatoria ai sensi della MiFID).

I rischi da rapporti di consulenza non formalizzati possono essere significativi e rendere complesse le azioni di vigilanza derivanti da eventuali contenziosi relativi a servizi esecutivi prestati "a valle" di un'attività di consulenza.

Per la pianificazione delle attività di vigilanza, è opportuno identificare i principali intermediari che decideranno di non fondare la propria relazione con la clientela sulla base di un rapporto consulenziale. Infatti, tali soggetti presentano un più elevato rischio di violazione della disciplina sull'adeguatezza e di quella sugli incentivi.

In relazione a quest'ultimo profilo, si dovrà intervenire per evitare la persistenza, anche per semplice inerzia o insufficiente comprensione della disciplina, di prassi di retrocessioni delle commissioni che appaiono palesemente in contrasto con la MiFID e con le linee guida di livello 3, quali quelle fra Oicr e gestori individuali o fra gestori e negoziatori. Sui rapporti fra le società-prodotto e i distributori sarà necessaria un'azione di vigilanza mirata, laddove il distributore non avrà contrattualizzato il rapporto di consulenza e laddove non vi sia un rapporto di consulenza e il distributore collochi solo prodotti del gruppo ovvero una gamma molto ristretta di prodotti.

Infine, con riferimento al tema della classificazione della clientela, gli intermediari saranno chiamanti a un rilevante sforzo di "riprofilatura" dei clienti che potrebbe riguardare un numero molto elevato di soggetti, sia sul fronte delle imprese che su quello delle persone fisiche. Data la centralità del sistema di classificazione della clientela ai fini di una corretta applicazione della nuova disciplina, sarà necessario effettuare controlli specifici su questo aspetto. In particolare, anche alla luce dei problemi emersi in relazione al collocamento di prodotti derivati Otc, sarà prioritario avviare azioni di vigilanza tese a verificare che le piccole e medie imprese e gli enti locali che non hanno i requisiti dimensionali "oggettivi" per essere classificati come clienti "professionali di diritto" né quelli "soggettivi" necessari per essere classificati come "professionali su richiesta", siano riclassificati come "clienti al dettaglio".

2.2. I controlli sui mercati

Le profonde innovazioni introdotte dalla MiFID incideranno profondamente anche sulla vigilanza sui mercati. Tuttavia, non è agevole formulare previsioni in relazione ai profili che pongono maggiori criticità per l'attività di vigilanza della Consob, ossia il grado

di frammentazione delle sedi di negoziazione e il livello di consolidamento delle informazioni *pre* e *post*-negoziazione.

La definizione del modello di vigilanza dovrà andare di pari passo con l'evoluzione delle scelte degli operatori. È necessario quindi adottare un metodo di lavoro basato sul contatto continuo con gli attori del mercato e le associazioni di categoria, sia per fornire assistenza e linee-guida in materia di applicazione delle nuove disposizioni, sia per seguire l'evoluzione delle scelte imprenditoriali e dei modelli di business dei gestori di piattaforme e degli intermediari.

Un obiettivo prioritario sarà comunque l'investimento di adeguate risorse per attivare i nuovi compiti di vigilanza sulle modalità di pubblicazione dell'informativa *pre e post*-negoziazione, per assicurare che le informazioni siano facilmente accessibili a tutti i partecipanti al mercato a condizioni commerciali ragionevoli, secondo i tempi e canali di pubblicazione previsti dalla disciplina dettata dal Cesr e fatta propria dalla Consob, la quale dovrà vigilare per assicurare che le società di gestione consentano l'accesso ai propri sistemi da parte di altri soggetti tenuti agli obblighi di trasparenza e di pubblicazione dell'informativa *pre e post-trade* a condizioni commerciali ragionevoli e in modo non discriminatorio.

Al fine di assicurare la rimozione degli ostacoli al consolidamento dell'informazione, l'aspetto centrale dell'attività di vigilanza riguarderà la verifica della affidabilità dei dati e la disponibilità dell'informazione in un formato tale da renderla agevolmente consolidabile e fruibile a costi ragionevoli. Al momento, e in attesa che la Commissione Europea compia una ricognizione sui progressi fatti nel consolidamento europeo dell'informazione e formuli eventuali proposte di modifica della disciplina, è importante avviare azioni di dialogo con intermediari e gestori di piattaforme di negoziazione allo scopo di favorire l'adozione di sistemi di pubblicazione che garantiscano la qualità dei dati e agevolino il consolidamento.

Infatti, se è difficile allo stato attuale prevedere sia il potenziale livello di frammentazione degli scambi (soprattutto con riferimento agli strumenti azionari) sia le dinamiche competitive che emergeranno nel settore dei *data providers*, l'eventuale assenza di un servizio di consolidamento efficiente, completo e facilmente accessibile, potrebbe avere ripercussioni rilevanti sull'impostazione complessiva dell'attività di vigilanza sui mercati. Questo rischio potrebbe minare l'integrità del patrimonio informativo necessario per garantire l'incisività dell'azione di vigilanza della Consob, che dovrebbe assicurarsi l'accesso a diversi *data providers* e monitorare una pluralità di canali informativi, di piattaforme e di soggetti internalizzatori al fine di ricostruire un quadro completo del mercato e assicurare meccanismi di controllo "in tempo reale" degli scambi.

Per ciò che riguarda la trasparenza sui mercati obbligazionari e degli strumenti diversi dalle azioni, le scelte regolamentari adottate dalla Consob, improntate a definire un quadro di elevata flessibilità, richiederanno un attento esame di "tenuta" a posteriori,

basato su di una puntuale vigilanza circa la capacità dei modelli e dei regimi di trasparenza scelti dagli operatori di garantire in concreto un'efficace tutela dei clienti al dettaglio. Eventuali "fallimenti di mercato", così come un eccessivo allargamento dell'area delle transazioni sui mercati Otc indotto da arbitraggi regolamentari, potrebbero indurre a rivedere le scelte regolamentari operate.

Per ciò che riguarda lo sviluppo di nuove sedi di negoziazione, al di là della naturale migrazione dei sistemi di scambi organizzati (Sso) verso lo *status* dei sistemi di negoziazione multilaterali previsto dalla MiFID, rimane il problema di valutare le scelte che saranno fatte dagli oltre 300 Sso bilaterali attivi in via del tutto prevalente su titoli obbligazionari. Essi dovranno comunicare l'eventuale avvio di un'attività di internalizzazione entro il 31 marzo 2008. È però necessario che la Consob avvii un dialogo con gli operatori per chiarire la portata applicativa della disciplina di livello 2 che caratterizza l'attività di internalizzatore sistematico al fine di assistere gli intermediari nel valutare se la propria attività rientri effettivamente nei parametri identificati nel regolamento comunitario.

Per ciò che riguarda gli internalizzatori su azioni, allo stato attuale non vi sono soggetti italiani che hanno comunicato un'attività di tale tipo, né è prevedibile che il numero di tali soggetti possa assumere proporzioni significative; a livello comunitario l'elenco tenuto dal Cesr segnala solo 12 internalizzatori, costituiti essenzialmente da grandi banche d'affari operanti nel Regno Unito. È verosimile che tali soggetti esteri possano effettuare un'attività di internalizzazione significativa su azioni italiane e può essere opportuno che la Consob ne segua l'attività.

2.3. I controlli su prodotti e gli strumenti finanziari

Nella sezione I è stato messo in luce come sia prevedibile che, per effetto delle dinamiche di mercato e delle politiche commerciali degli intermediari, il risparmio continui a confluire verso prodotti strutturati già allo stato attuale largamente diffusi fra le famiglie, quali le polizze a prevalente contenuto finanziario, che la legge sul risparmio ha assoggettato ai poteri di controllo della Consob, e le obbligazioni bancarie.

Per rendere pienamente operativi ed efficaci i controlli sulla *disclosure* iniziale e sulla distribuzione dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazioni è necessario definire e consolidare un modello di vigilanza strutturato e portare a pieno compimento alcune iniziative tese a creare le infrastrutture interne per avviare controlli a campione su singoli soggetti o prodotti.

La larga diffusione delle obbligazioni bancarie strutturate fra i clienti non professionali pone problemi in parte simili a quelli che emergono con riferimento ai prodotti finanziari assicurativi. L'elevata complessità di molte obbligazioni strutturate rende lo strumento del prospetto informativo spesso insufficiente a colmare il *gap*

informativo fra intermediario e cliente; la piena comprensione dei rischi e delle modalità di *pricing* di tali strumenti richiede, infatti, conoscenze finanziarie altamente sofisticate. In ogni caso, rimane necessario sollecitare l'industria a definire, oltre a forme più incisive di rappresentazione dei rischi, dei *format* standardizzati relativamente al prospetto e alle condizioni definitive per le principali tipologie di obbligazioni strutturate, in modo da garantire una elevata omogeneità nelle modalità concrete di illustrazione del funzionamento dei diversi prodotti.

Per ciò che riguarda, invece, l'attività di controllo sui prospetti relativi alle obbligazioni bancarie (strutturate e ordinarie), è necessario dare corso alla piena attivazione del protocollo d'intesa con la Banca d'Italia per lo scambio di informazioni sugli emittenti, al fine di rendere realmente più incisiva l'azione di vigilanza della Consob.

Infine, sia con riguardo alle obbligazioni che alle polizze assicurative, è necessario completare un sistema che consenta di tracciare il profilo di rischio dei singoli prodotti al fine di avviare interventi di vigilanza *ex post* sull'adeguatezza della *disclosure* iniziale.

2.4. I controlli sull'informativa societaria e la revisione contabile

La direttiva sul prospetto (2003/71/CE) non si presta a identificare chiare linee guida per la definizione del contenuto concreto dei controlli che l'Autorità competente è tenuta a effettuare sul prospetto e quindi lascia spazio a diversi approcci di vigilanza.

I risultati di una consultazione avviata dal Cesr[53] hanno, infatti, evidenziato che i partecipanti al mercato ritengono che le Autorità di vigilanza abbiano adottato prassi non uniformi nell'approvazione dei prospetti, che spaziano da controlli di natura meramente formale e incentrati prevalentemente sulla completezza del prospetto (cosiddetto approccio *box-ticking*) a controlli più incisivi sui contenuti e sulla chiarezza delle informazioni che inevitabilmente incidono sulla durata dei tempi di approvazione del prospetto[54]. Il mercato ha dunque sollecitato il Cesr a prendere in considerazione interventi di livello 3 tesi a chiarire diversi profili relativi alle modalità concrete di applicazione della direttiva e a uniformare le prassi di vigilanza su aspetti che impediscono una uniforme e coerente attuazione della direttiva e un efficiente utilizzo del passaporto europeo.

Le analisi del Cesr hanno inoltre evidenziato come i principali paesi europei siano grandi utilizzatori del meccanismo del passaporto, mentre l'Italia è sostanzialmente un "importatore netto" di prospetti, nel senso che le imprese italiane utilizzano assai raramente il prospetto approvato dalla Consob per raccogliere capitali in altri paesi mentre la Consob riceve numerose notifiche di prospetti approvati dalle Autorità di altri Stati membri.

Sebbene queste dinamiche riguardino allo stato attuale in prevalenza gli strumenti diversi dalle azioni, si pone in prospettiva un problema generale di concorrenza fra Autorità di vigilanza e fra sistema finanziari, che può incentivare la persistenza di

disomogeneità nelle prassi e nei tempi di approvazione dei prospetti tali da creare spazi per arbitraggi regolamentari o differenziali di costi nella raccolta di capitali nei diversi Stati membri.

Il recepimento della direttiva prospetti nel nostro ordinamento, in attesa di eventuali interventi di livello 3 del Cesr, può essere quindi l'occasione per definire e codificare una procedura che demarchi con chiarezza i limiti e i contenuti dei controlli della Consob sulla coerenza e la comprensibilità delle informazioni contenute nei prospetti, sulla base di un confronto e di un'analisi delle prassi di vigilanza delle Autorità dei principali paesi europei, tale da garantire il rispetto dei doveri posti in capo alle Autorità competenti dalla direttiva e allo stesso tempo da non introdurre oneri ingiustificati per le imprese italiane.

Nel caso più specifico delle obbligazioni bancarie, dove si è ormai ampiamente affermato l'utilizzo del prospetto di base, è opportuno rivedere l'impostazione sino ad oggi adottata con particolare riferimento alla ripartizione dell'informativa fra prospetto di base e condizioni definitive e al grado di flessibilità che è stato consentito nell'utilizzo del prospetto base. L'approccio sin ora adottato, dettato in prevalenza dalle prassi istruttorie degli Uffici e dall'esigenza di guidare l'industria in una fase caratterizzata da incertezze applicative legate alla iniziale applicazione della disciplina introdotta dalla legge sul risparmio, è stato quello di circoscrivere il numero di famiglie di prodotti all'interno di ogni prospetto base e di sollecitare gli emittenti a riportare già in tale sede alcune informazioni quantitative sui rischi, sugli scenari e sull'illustrazione dei rendimenti, poi meglio dettagliate (e dunque in parte duplicate) nelle condizioni definitive.

Alla luce delle esperienze maturate, ma anche in relazione alle prassi che si vanno affermando in ambito internazionale, risulta opportuno rivedere tale impostazione nell'ottica di consentire una maggiore flessibilità nell'uso del prospetto base, permettendo il riferimento a un numero potenzialmente molto ampio di famiglie o tipologie di obbligazioni e, di conseguenza, riducendo considerevolmente le informazioni di natura quantitativa sui rischi e le caratteristiche dei prodotti, che verrebbero demandate quasi integralmente alle condizioni definitive. Questo approccio, oltre ad allinearsi maggiormente agli standard internazionali, potrebbe ridurre i tempi delle istruttorie (oltre che probabilmente il loro stesso numero) e liberare risorse per rafforzare i controlli ex post sulle condizioni definitive da attivare anche attraverso interventi di natura ispettiva.

Per ciò che riguarda più in generale i controlli sull'informativa societaria, le modifiche apportate al Testo unico della finanza dalla legge sul risparmio e i regolamenti attuativi prevedono che la Consob, tenuto conto dei principi internazionali in materia di controllo sull'informazione societaria, vigili sull'informativa resa al pubblico, comprese le informazioni contenute nei documenti contabili, da parte di almeno un quinto degli emittenti quotati selezionati sulla base di specifici fattori di rischio; un altro quinto degli emittenti sarà individuato sulla base di una selezione casuale. Il Regolamento Emittenti prevede dunque che la Consob stabilisca ogni anno i fattori di rischio indicati (tenendo tra

l'altro conto: a) dei dati economico-patrimoniali e finanziari delle società interessate; b) delle segnalazioni ricevute dall'organo di controllo e dal revisore dell'emittente; c) dell'attività sui titoli; d) di informazioni significative ricevute da altre amministrazioni o soggetti interessati).

L'analisi dello scenario macroeconomico e delle prospettive di sviluppo dei mercati finanziari ha messo in luce come una serie di fattori congiunturali potrà verosimilmente indurre un rallentamento della crescita nell'area dell'euro, fenomeno che potrebbe essere assai più marcato in Italia. Ciò naturalmente potrà avere conseguenze negative per tutte le società quotate, anche se il mercato, almeno per le società a più elevata capitalizzazione, continua a scontare elevati tassi di crescita degli utili.

I rischi di maggiore rilievo per le imprese non finanziarie attengono fondamentalmente alla possibilità di una significativa restrizione nell'offerta del credito e di un aumento del costo dell'energia e delle materie prime; i rischi di una contrazione nel valore delle abitazioni, che stanno divenendo significativi negli Usa e in altri paesi industrializzati, potrebbero avere un impatto più circoscritto sulle società immobiliari. In questo scenario le imprese più esposte sono quelle operanti nei settori della trasformazione industriale e quelle con una struttura finanziaria più fragile. Per le banche, invece, i fattori di rischio più importanti attengono prevalentemente alla esposizione in strumenti di finanzia strutturata, all'intensità di coinvolgimento nelle operazioni di cartolarizzazione, alle esposizioni di varia natura verso società veicolo e i cosiddetti *conduit* e al peso dei titoli valutati "a modello" sull'attivo.

Per ciò che riguarda le società di revisione, il modello di vigilanza dovrà essere realizzato tenendo conto dell'evoluzione dell'attività di supervisione su tale categoria di soggetti riscontrabile a livello internazionale e recepita nel nostro ordinamento in occasione dell'emanazione della legge 262/2005. In tale ambito, un obiettivo fondamentale è rappresentato dalla definizione di un modello di vigilanza in grado di impattare i rischi tipici del mercato della revisione e quindi di garantire un adeguato livello di qualità dei servizi di *audit* forniti dalle società iscritte all'Albo Consob, tenendo conto anche dell'esperienza maturata e degli elementi emersi in occasione delle prime ispezioni avviate nel 2007.

Un fattore di incertezza deriva tuttavia dalle scelte che il legislatore si appresta a fare in sede di recepimento della Direttiva 2006/23/CE in materia di revisione contabile (cosiddetta VIII direttiva), che dovrà intervenire entro giugno 2008. Tali scelte potrebbero portare a una revisione degli assetti organizzativi della vigilanza sul settore e del ruolo della Consob.

La direttiva prevede infatti un sistema di controllo pubblico sul settore che dovrà avere la responsabilità finale di una serie di attività: il controllo dell'abilitazione e dell'iscrizione all'albo; l'adozione dei principi di deontologia professionale, dei principi di

controllo interno della qualità e dei principi di revisione; la formazione continua, il controllo della qualità e dei sistemi investigativi e disciplinari.

Il sistema di controllo pubblico italiano è attualmente ripartito tra la Consob, che vigila sulle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale, e la Commissione costituita presso il Ministero della Giustizia, che vigila sui revisori iscritti nel registro.

Il sistema di controllo pubblico, in mancanza di vincoli comunitari, potrebbe realizzarsi su diversi livelli di articolazione (sia in senso "verticale" che "orizzontale"): dal massimo grado di accentramento (con un unico organismo pubblico che vigila sull'intero settore), alla creazione di più organismi responsabili del controllo su varie attività.

Nel primo caso, la Consob potrebbe essere l'unico organismo pubblico responsabile della supervisione degli *auditors*; in questo caso le ripercussioni sull'attività dell'Istituto sarebbero notevoli, poiché tale soluzione comporterebbe l'estensione delle competenze Consob a tutti i soggetti attualmente iscritti nel Registro dei revisori contabili (circa 140.000 revisori). Nel caso, invece, di un sistema di vigilanza maggiormente articolato, si potrebbero avere più organismi di vigilanza responsabili su differenti aree; in tale ipotesi, qualora la Consob dovesse mantenere la vigilanza su una parte della revisione nazionale (presumibilmente sull'attività di revisione relativamente alle società di interesse pubblico) si potrebbe avere l'attribuzione a un nuovo organismo delle responsabilità per la vigilanza sulle restanti attività di revisione, l'abilitazione dei revisori, la gestione dell'Albo, la formazione e l'adozione dei principi di deontologia professionale. Naturalmente una soluzione di questo tipo richiederebbe la messa in atto di forti meccanismi di coordinamento tra i vari organismi impegnati nella vigilanza.

3. I rapporti con i consumatori

3.1. L'attività di *investor education*

Con riferimento alle attività di *investor education* si pongono problematiche di carattere generale che attengono, da un lato, alle modalità di individuazione delle iniziative tematiche da realizzare e, dall'altro, alla scelta dei canali di veicolazione delle informazioni ai risparmiatori.

Per ciò che riguarda quest'ultimo aspetto, l'obiettivo primario è rappresentato dalla necessità di massimizzare il grado di penetrazione e di capillarità nella "distribuzione" delle iniziative di *investor education*, individuando modalità di comunicazione in grado di raggiungere in maniera efficace una vasta platea di famiglie e di risparmiatori. Da questo punto di vista, il canale rappresentato dal sito internet – pur se supportato da adeguata pubblicità sui media – si è rivelato non sempre pienamente adeguato, anche solo per il fatto che deve essere sempre il risparmiatore a farsi "parte attiva" e accedere al sito ufficiale per fruire dei contenuti predisposti sugli specifici temi.

La Consob ha valutato la possibilità di fare leva sulla rete distributiva degli intermediari (sportelli e filiali) o delle associazioni di categoria dei risparmiatori, ma l'esperienza ha mostrato che tali soggetti desiderano in qualche modo apporre il proprio "marchio" sui contenuti dell'iniziativa di *investor education* insieme a quello della Consob, così creando una commistione di ruoli passibile di ingenerare confusione nei risparmiatori; per non parlare poi dei possibili costi di stampa del materiale difficilmente compatibili con gli attuali vincoli di spesa della Consob.

Per aumentare in maniera significativa il grado di diffusione delle iniziative tematiche sviluppate dalla Consob è necessario convogliare gli sforzi e l'impegno all'interno di iniziative più ampie che potrebbero essere sponsorizzate dal Governo e/o condotte da una partnership fra soggetti pubblici e soggetti privati. In tale caso, potrebbe essere superato il problema dei vincoli finanziari e quello della rappresentazione agli investitori della matrice delle iniziative. Appare inoltre opportuno partecipare attivamente alle iniziative che sulla materia vengono portate avanti in consessi internazionali o comunitari. Si tratta, infatti, di utili momenti di confronto che favoriscono lo scambio di esperienze, informazioni, *best practices* e che possono portare alla realizzazione di progetti capaci di promuovere l'attività di educazione finanziaria anche nelle singole realtà nazionali.

Con riguardo ai contenuti, sono state definite, e in parte avviate, alcune iniziative di carattere generale che investono le tematiche della MiFID e delle regole fondamentali del risparmio e altre più specifiche sull'investimento in nuove tipologie di prodotti (incluse le obbligazioni strutturate). In prospettiva, si dovranno valutare i nuovi bisogni di educazione finanziaria delle famiglie e i prodotti più diffusi rispetto ai quali sussistono i più rilevanti fabbisogni formativi per la definizione di nuove iniziative tematiche.

3.2. Le procedure di arbitrato e di conciliazione

L'art. 27, comma 1 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 ha previsto l'istituzione di procedure di conciliazione e di arbitrato dinanzi alla Consob, delegando il Governo ad adottare un decreto legislativo per la loro istituzione. Tale delega è stata esercitata dal Governo con il decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179.

Il provvedimento governativo ha delineato natura e caratteristiche della Camera di conciliazione e arbitrato, definendone le funzioni primarie e l'ambito di operatività. Compito della Camera è quindi la amministrazione delle procedure di conciliazione e arbitrato riguardanti controversie insorte tra investitori (esclusi gli investitori professionali) e intermediari per la violazione da parte di questi ultimi di obblighi di informazione, correttezza e trasparenza previsti nei rapporti contrattuali in materia di servizi di investimento. Tali procedure dovranno essere gestite da arbitri e conciliatori iscritti in appositi elenchi tenuti dalla stessa Camera.

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 caratteristiche 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'Istituito. 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 2ª.

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 sostanzi 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 approntì 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 prodotto. 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 denunzia 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

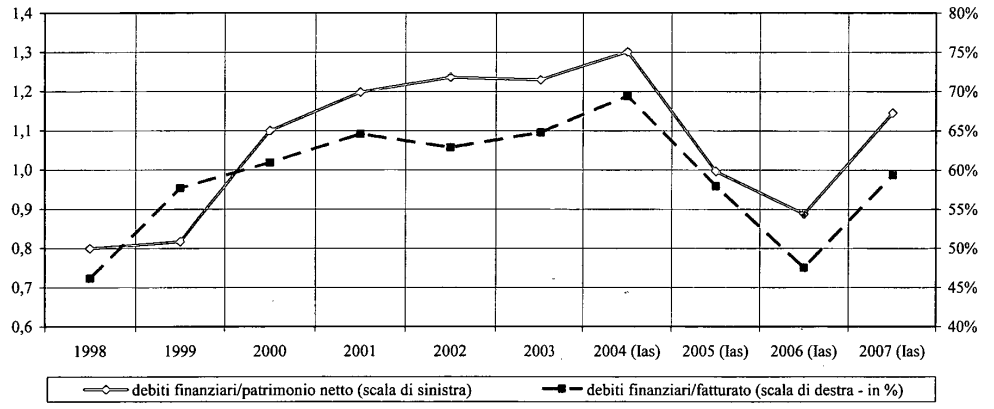
I – LE SOCIETÀ

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).

Fig. 1

Indicatori di indebitamento dei principali gruppi quotati non finanziari italiani



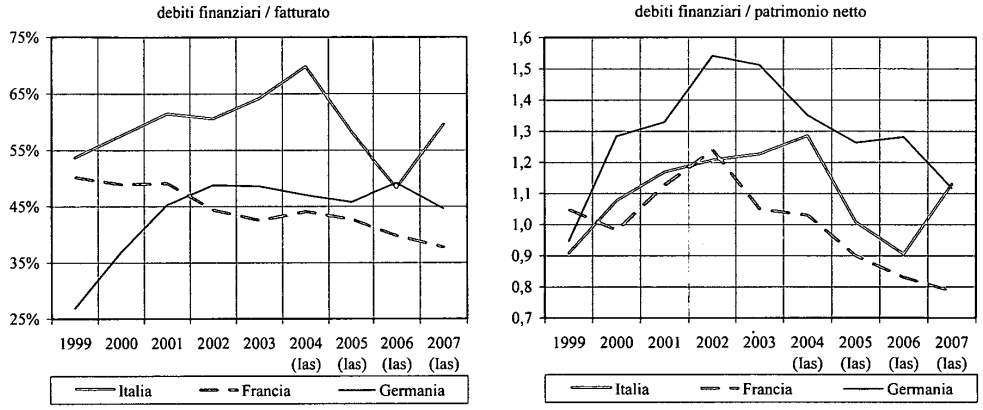
Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

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 diminuto 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

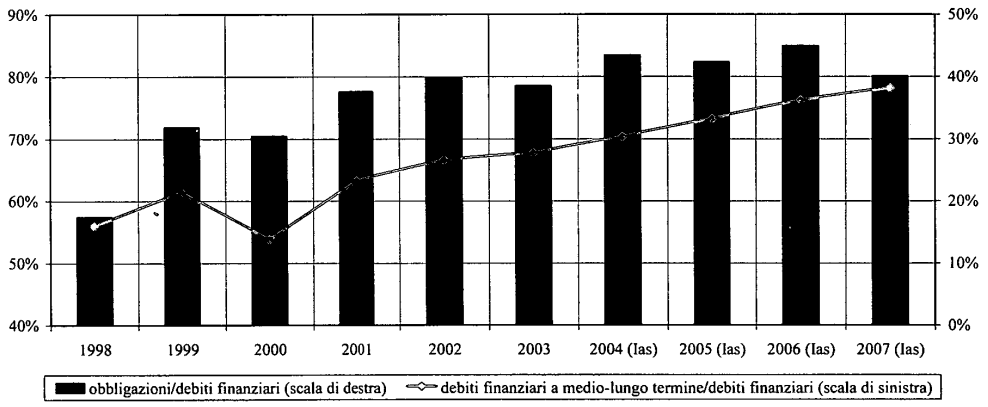
Indicatori di indebitamento per i principali gruppi quotati non finanziari in alcuni paesi europei



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

Peso delle obbligazioni e dei debiti a medio-lungo termine sul totale dei debiti finanziari dei principali gruppi quotati non finanziari italiani

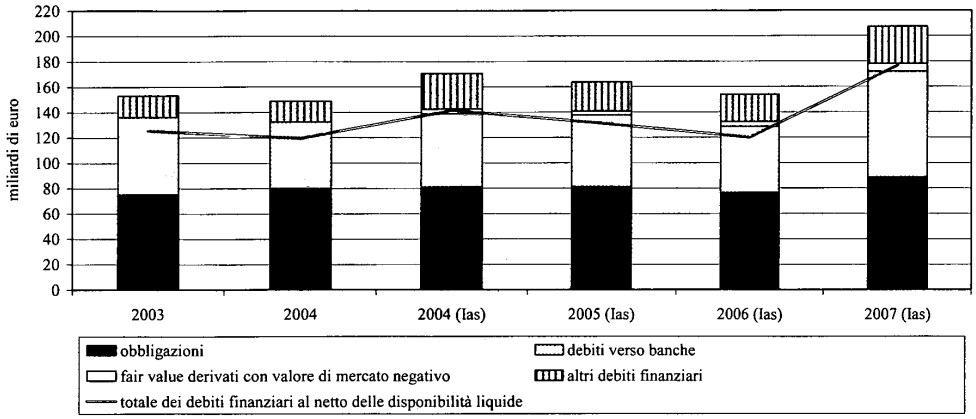


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. I dati relativi alle obbligazioni si riferiscono a quelle con scadenza superiore a 12 mesi. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

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

Composizione dei debiti finanziari dei principali gruppi quotati non finanziari italiani

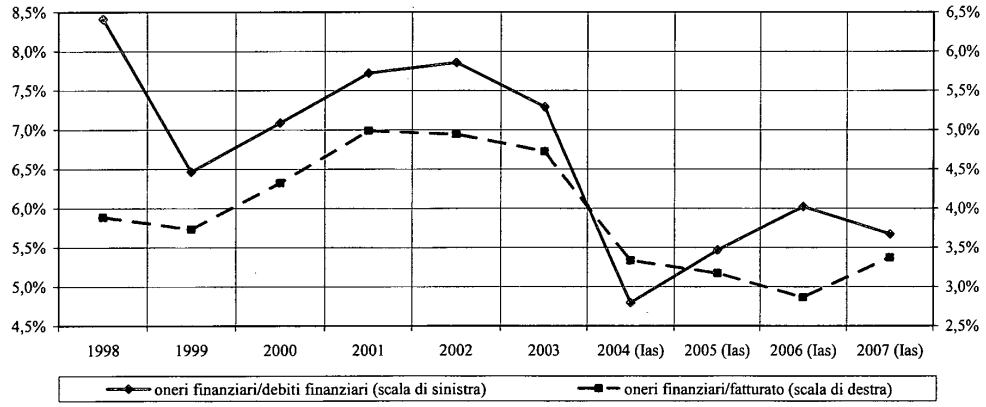


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

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

Incidenza degli oneri finanziari per i principali gruppi quotati non finanziari italiani

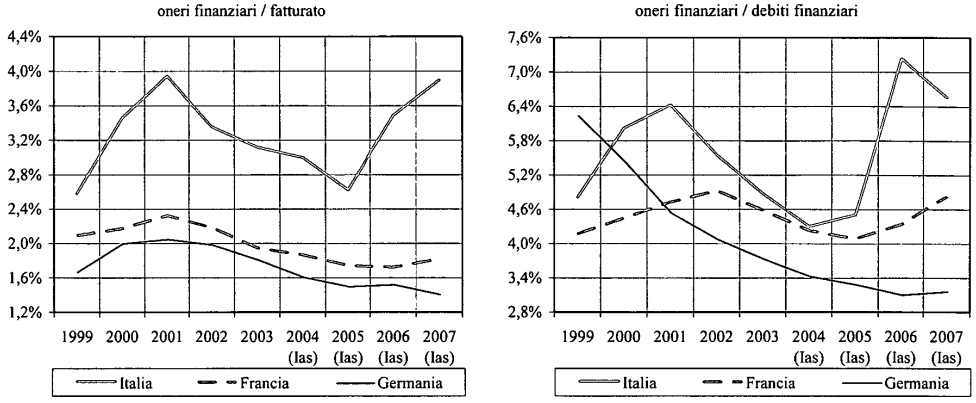


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

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

Incidenza degli oneri finanziari per i principali gruppi quotati non finanziari in alcuni paesi europei

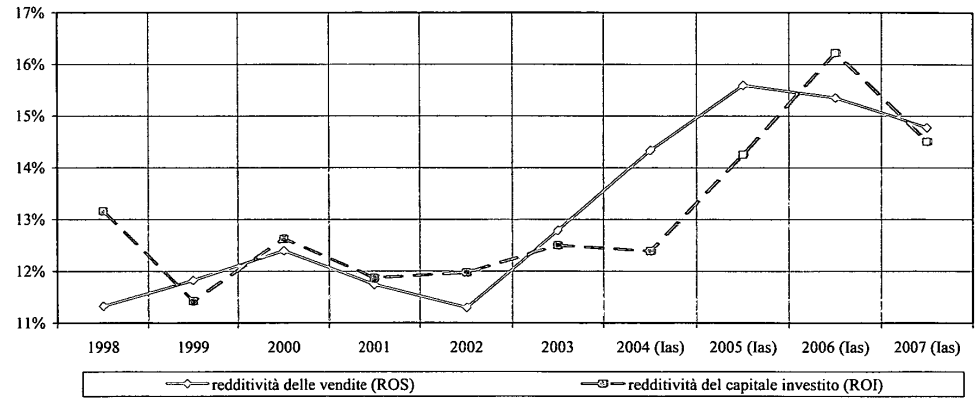


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per la Francia e la Germania dati relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a maggio 2008, per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 1. I dati 2007 sono provvisori.

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) é 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

Redditività dei principali gruppi quotati non finanziari italiani



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

2. I flussi finanziari

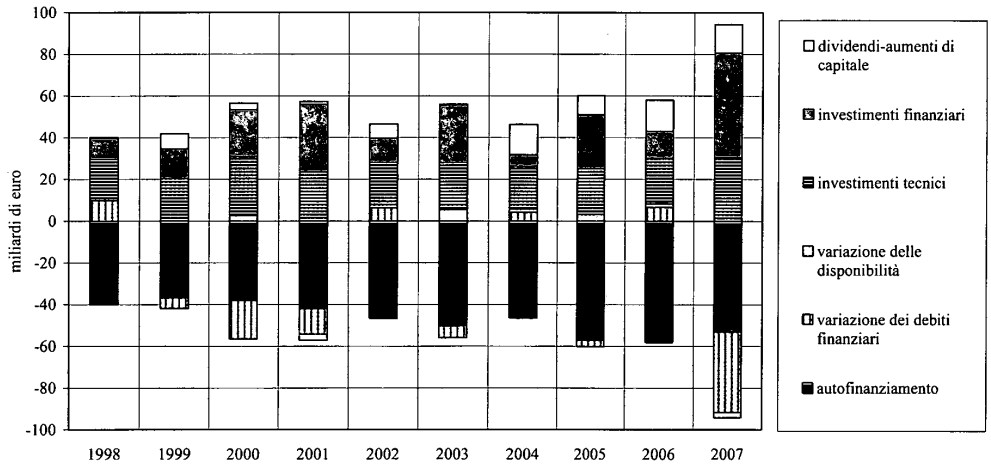
Nel corso del 2007 l'autofinanziamento ha continuato a rappresentare la principale fonte di risorse finanziarie per i grandi gruppi quotati non finanziari italiani (Fig. 8). Rispetto al 2006, il suo ammontare, tuttavia, è leggermente diminuito passando da 58 a 53 miliardi di euro circa, mentre si è registrato un significativo incremento dei debiti finanziari (+39 miliardi di euro circa) che ha determinato un aumento della leva finanziaria (si veda il precedente §1).

L'aumento dei debiti finanziari è tuttavia quasi interamente ricondubile all'operazione di acquisizione di un gruppo estero da parte di una delle principali società quotate italiane (si veda anche il successivo §5).

Le risorse finanziarie sono state utilizzate prevalentemente per effettuare acquisizioni e investimenti finanziari per un ammontare pari approssimativamente a 50 miliardi di euro. Anche gli investimenti tecnici in impianti e in attrezzature sono stati rilevanti (30 miliardi di euro nel 2007 contro 22 miliardi di euro circa nel 2006). Sonó invece leggermente diminuite le risorse finanziarie restituite agli azionisti (dividendi al netto degli aumenti di capitale), passate da 15 a poco meno di 14 miliardi di euro.

Fig. 8

Impieghi (+) e fonti (-) di risorse finanziarie per i principali gruppi quotati non finanziari italiani



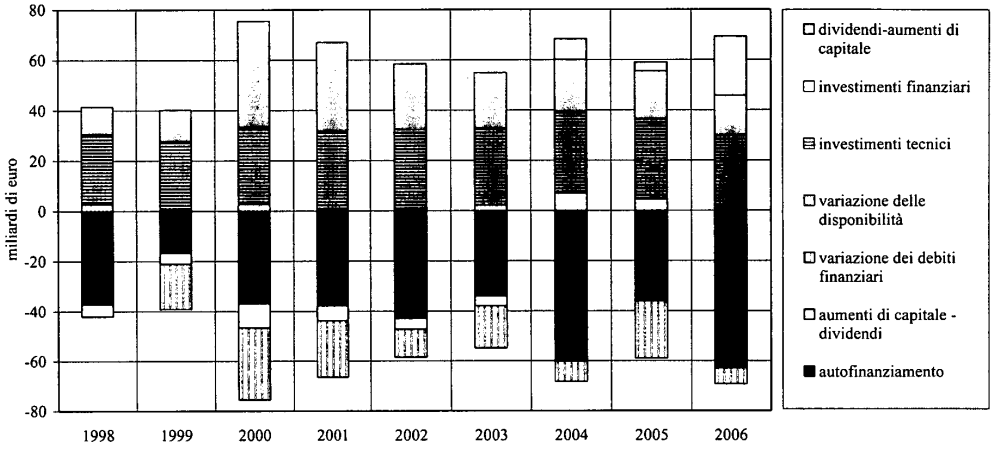
Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

L'autofinanziamento (pari a 63 miliardi di euro) rappresenta la fonte prevalente di risorse finanziarie anche per un campione di circa 2.000 imprese italiane, censito da Mediobanca e in parte coincidente con quello dei grandi gruppi quotati (Fig. 9). I dati relativi al 2006 indicano che, dal lato degli impieghi, gli investimenti tecnici rimangono particolarmente elevati (29 miliardi di euro), anche se in leggera flessione rispetto al 2005 (-8%); gli investimenti finanziari sono scesi da

19 a 16 miliardi di euro circa (-17%). Le risorse finanziarie destinate agli azionisti (dividendi al netto degli aumenti di capitale), infine, sono aumentate in modo significativo (da 3 a 23 miliardi di euro).

Fig. 9

Impieghi (+) e fonti (-) di risorse finanziarie per le grandi imprese non finanziarie italiane



Fonte: Mediobanca, "Dati cumulativi di 2.015 società italiane", edizione 2007. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

3. La qualità del credito

I dati sull'evoluzione dei giudizi delle società di *rating* relativamente alle imprese private (società finanziarie e non finanziarie) mostrano che l'evoluzione della qualità del credito nel 2007, sia negli Usa che in Europa, è stata caratterizzata da un *trend* negativo. soprattutto a seguito della crisi legata ai mutui ipotecari *subprime*.

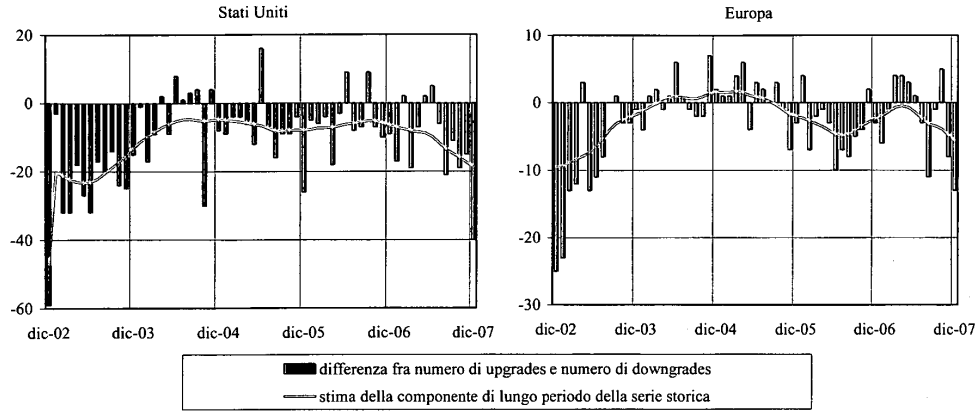
Negli Usa la differenza tra il numero di revisioni al ribasso (*downgrades*) e il numero di revisioni al rialzo (*upgrades*) dei giudizi rilasciati dalle agenzie di *rating* è stata, infatti, pari a 112 nel secondo semestre 2007 (contro 34 nel primo).

In Europa i *downgrades* hanno superato gli *upgrades* di 31 unità nel secondo semestre, mentre nei primi sei mesi dell'anno il numero delle revisioni al rialzo aveva superato di cinque unità il numero delle revisioni al ribasso (Fig. 10).

Nonostante i segnali negativi provenienti dall'analisi dei cambiamenti di *rating*, il tasso di insolvenza degli emittenti con *rating* speculativo è tuttavia diminuito sia negli Usa (da 1,7% a dicembre 2006 a 1,0% a fine 2007) che in Europa (da 2,7 a 1,1%). Gli emittenti di obbligazioni classificati in *default* sono passati da 30 nel 2006 (23 nel Nord America, 5 in Europa e 2 nel resto del mondo) a 18 nel 2007 (15 nel Nord America e 3 in Europa); è altresì diminuito del 36% il valore dei bond dichiarati in *default*, da 10 a 7 miliardi di euro circa (Fig. 11).

Fig. 10

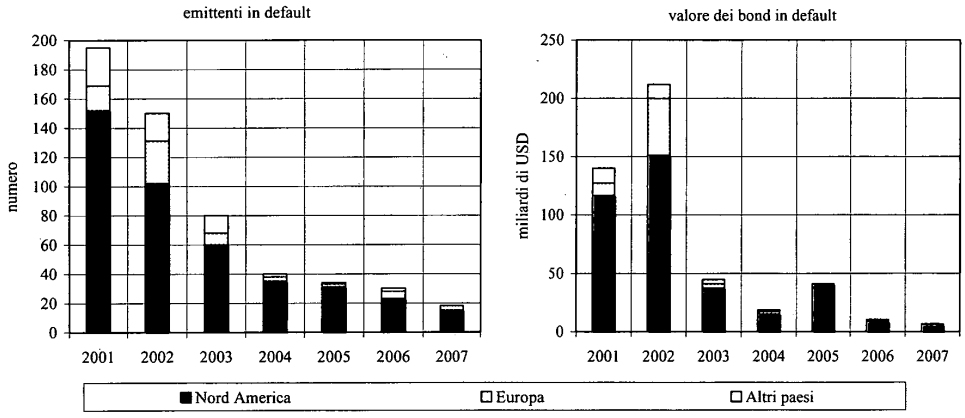
Differenza fra *upgrades* e *downgrades* nel settore *corporate*
(dati mensili; dicembre 2002 - dicembre 2007)



Fonte: Moody's. Il numero di *upgrades* e *downgrades* si riferisce all'insieme delle società non finanziarie e finanziarie. La componente di lungo periodo è stimata attraverso tecniche non parametriche di analisi delle serie storiche.

Fig. 11

***Corporate bond* in *default* per area geografica**



Fonte: Moody's.

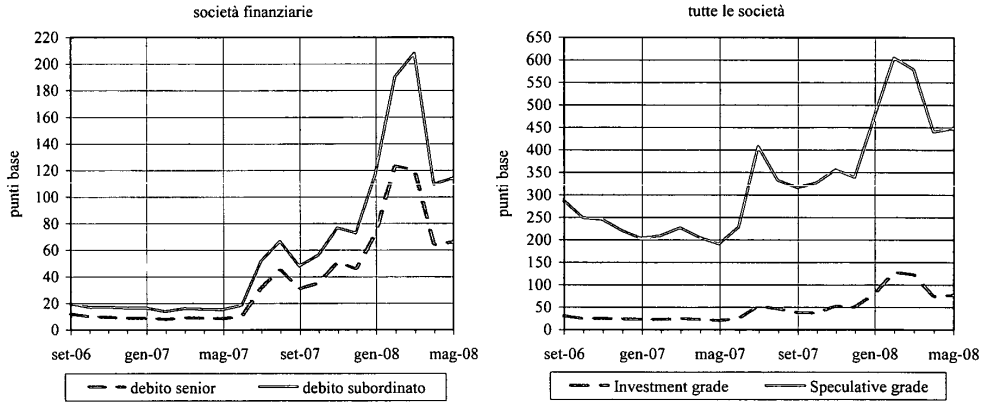
Il basso numero di casi di insolvenza nel settore *corporate* registrato nel 2007 é ascrivibile alla congiuntura positiva e alle condizioni favorevoli di accesso al credito che hanno caratterizzato gli anni precedenti. Già a maggio 2008, il tasso di *default* (stimato a livello globale da Moody's) per le società con *rating* speculativo ha raggiunto quota 2% (contro 1% a fine 2007). Inoltre, sulla base delle previsioni realizzate da Moody's, questo tasso dovrebbe aumentare in modo significativo, raggiungendo un livello vicino al 5,0% per la fine del 2008.

La crisi legata ai mutui ipotecari *subprime* ha comportato un significativo aumento della percezione del rischio di credito sui mercati finanziari. La situazione di instabilità si è protratta per diversi mesi successivamente all'emersione dei primi segnali di turbolenza.

La crisi del mercato dei mutui *subprime* ha comportato un aumento del costo della protezione dal rischio di insolvenza, rilevabile dall'andamento delle quotazioni dei contratti di *credit default swap* (Cds) sulle principali società quotate europee. In particolare, il costo della protezione dal rischio di insolvenza sul debito subordinato delle banche è salito da circa 20 punti base prima della crisi a oltre 200 punti base a marzo 2008; nello stesso periodo per le imprese non finanziarie con *rating* speculativo il costo è passato da 200 a oltre 600 punti base (Fig. 12). Le quotazioni dei Cds sono poi diminuite nei mesi di aprile e maggio 2008, pur mantenendosi su livelli elevati.

Fig. 12

Quotazioni dei contratti di *credit default swap* con scadenza a 5 anni su emittenti europei
(dati mensili; 30/09/2006-31/05/2008)



Fonte: Thomson Financial-Datastream. Dati relativi agli indici Itraxx riferiti a contratti di *credit default swap* per un campione di società quotate europee. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio di credito) si impegna a pagare, ogni anno, al venditore della protezione l'1% del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

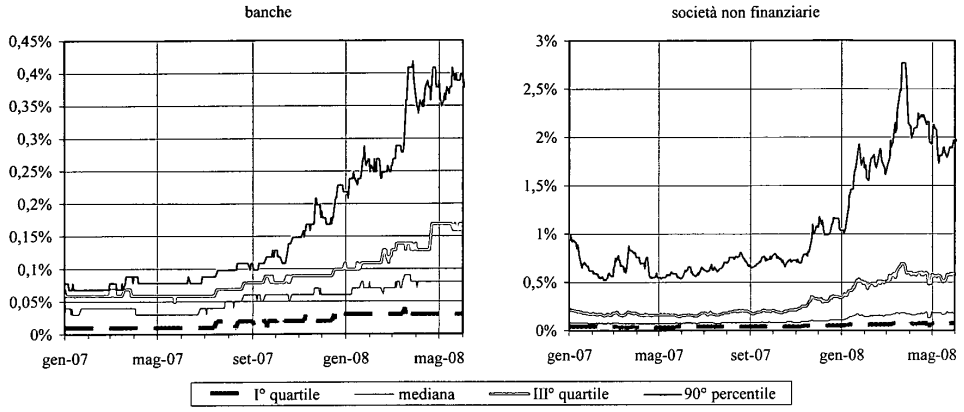
Per l'Italia il deterioramento della qualità del credito è segnalato anche da modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza.

Da maggio 2007 a maggio 2008 la probabilità di default *minima relativa al gruppo delle banche più rischiose (90° percentile della distribuzione delle probabilità di* default*) è passata da 0,08% a 0,4%. Inoltre, nello stesso periodo di tempo, la probabilità minima di* default *del gruppo delle società non finanziarie più rischiose è cresciuta da 0,6% a oltre 2,0% (Fig. 13).*

A maggio 2008 Il 90% delle società quotate italiane, comunque, continua a presentare una probabilità di default inferiore a quella delle società quotate europee, sia considerando l'insieme delle banche (0,70%) che quello delle società non finanziarie (6,2%; Fig. 14).

Fig. 13

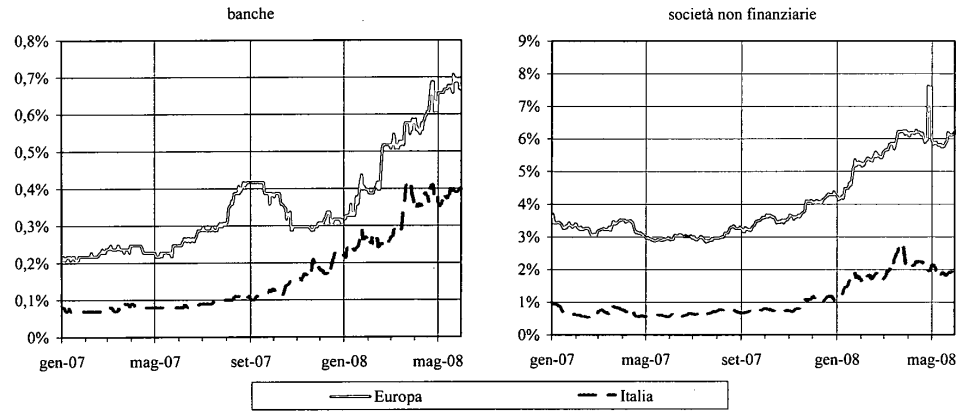
Distribuzione della probabilità di *default* delle società quotate italiane
(dati giornalieri; 01/01/2007-31/05/2008)



Fonte: Moody's KMV - Credit Edge.

Fig. 14

Novantesimo percentile della distribuzione della probabilità di *default* delle società quotate italiane ed europee
(valori giornalieri; 01/01/2007-31/05/2008)



Fonte: Moody's KMV - Credit Edge.

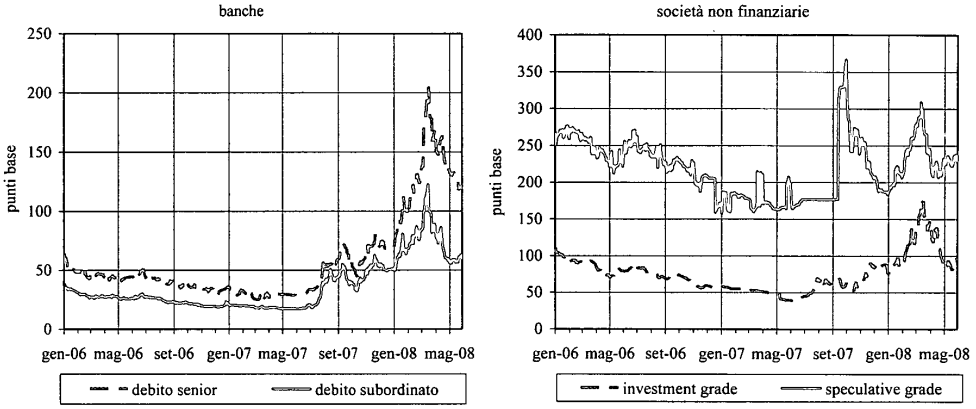
L'aumento della percezione del rischio di insolvenza degli emittenti quotati italiani è rilevabile anche dall'incremento delle quotazioni dei contratti di credit default swap *(Fig. 15) che hanno raggiunto un picco nei mesi di marzo 2008, in linea con quanto evidenziato per il mercato dei Cds europei.*

Evidenze analoghe emergono da modelli che consentono di stimare le quotazioni teoriche dei contratti di credit default swap *(espresse come* spread *rispetto al tasso Libor) per l'insieme delle società non finanziarie quotate italiane. In particolare, si è osservato che la crisi legata ai mutui ipotecari* subprime *ha avuto degli effetti sulla distribuzione degli* spreads *rilevabili anche a distanza di un anno dallo scoppio della situazione di turbolenza sui mercati finanziari (Fig. 16). Mentre a maggio 2007, ad esempio, le società quotate appartenenti alla categoria di credito più*

rischiosa (rating equivalente pari a C-CCC) avevano uno spread *teorico massimo pari a quasi 1.100 punti base, a maggio 2008 esse avevano uno* spread *teorico massimo uguale a poco più di 1.300 punti base.*

Fig. 15

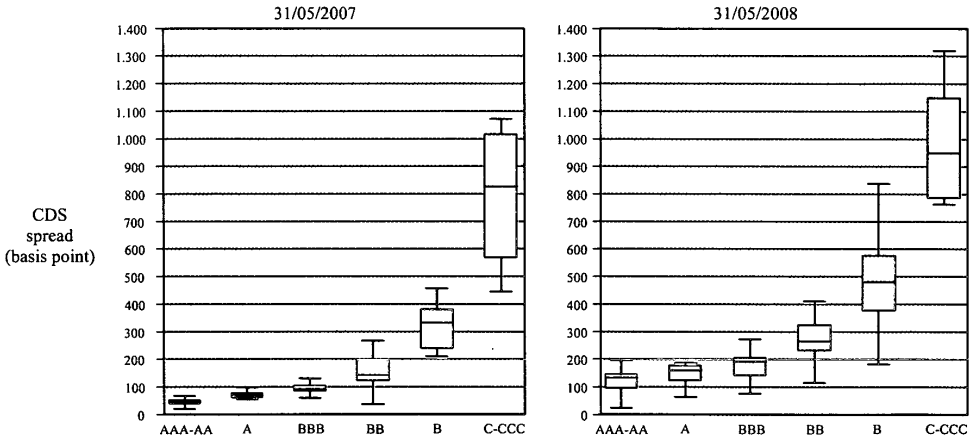
Quotazioni dei contratti di *credit default swap* con scadenza a 10 anni su emittenti quotati italiani
(dati giornalieri; 01/01/2006-31/05/2008)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-Datastream. Per le imprese non finanziarie i dati sono calcolati come medie delle quotazioni giornaliere dei *credit default swap* di imprese con uguale *rating*, mentre per le banche i dati sono medie delle quotazioni giornaliere relative ai principali gruppi bancari. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio di credito) si impegna a pagare, ogni anno, al venditore della protezione l'1% del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

Fig. 16

***Spread* rispetto al tasso Libor delle quotazioni teoriche dei *credit default swap* (CDS) per le società quotate italiane non finanziarie**



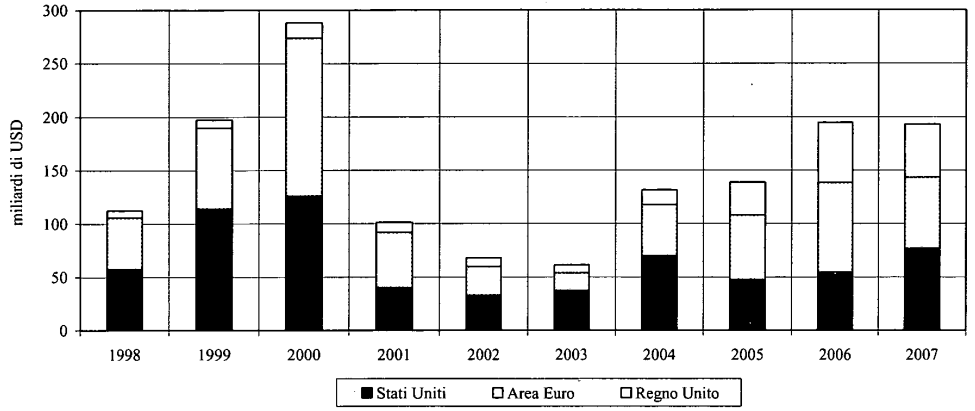
Fonte: elaborazioni su dati Moody's KMV-Credit Edge. La probabilità di insolvenza è stimata tramite il modello di valutazione del rischio di credito sviluppato da Moody's KMV e l'attribuzione del rating implicito alle società avviene sulla base della probabilità di default stimata dal modello. Il CDS *spread* misura la differenza fra il rendimento teorico del CDS (stimato sulla base della probabilità di insolvenza) e il tasso Libor. Nel grafico è rappresentata la distribuzione dello *spread* per gruppi di categorie di credito. In particolare, la linea orizzontale nel riquadro del *box* corrisponde alla mediana, il lato inferiore individua il I° quartile, mentre il lato superiore il III° quartile. Le due linee orizzontali al di sopra e al di sotto del riquadro del box rappresentano il *range* di valori in cui è contenuta ciascuna distribuzione.

4. La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa

Nel 2007 l'ammontare delle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione è aumentato del 71% negli Stati Uniti (da 54 a 76 miliardi di euro), mentre si è ridotto del 21% nei Paesi dell'euro e dell'11% nel Regno Unito (Fig. 17).

Fig. 17

Risorse raccolte dalle società di nuova quotazione nelle borse dei principali paesi industrializzati

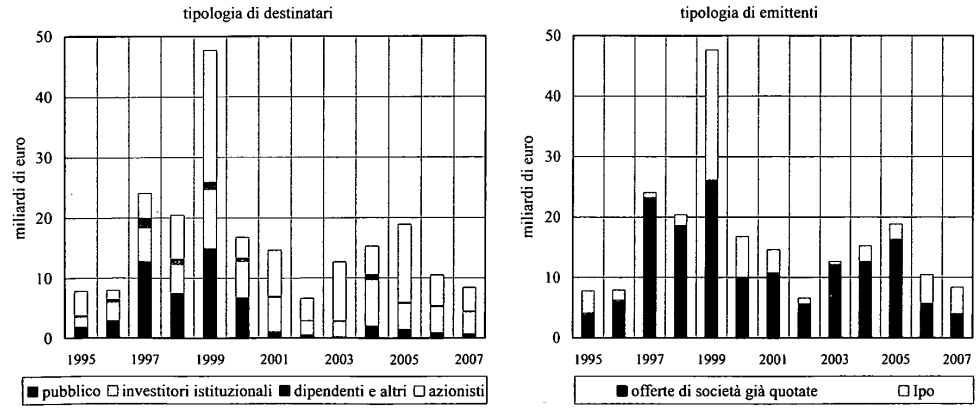


Fonte: elaborazioni su dati World Federation of Stock Exchanges. I dati relativi agli Stati Uniti si riferiscono alle società quotate al Nyse e al Nasdaq.

In Italia i collocamenti complessivi di titoli azionari (raccolta di nuovo capitale di rischio e offerte pubbliche di titoli già in circolazione) si sono ulteriormente ridotti rispetto al 2006 (da 10 a 8 miliardi di euro; -33%), principalmente a causa della contrazione degli aumenti di capitale di società già quotate (da 5,6 a 4 miliardi di euro circa; Fig. 18). Più lieve è stata la diminuzione del controvalore delle Ipo (da 4,8 a 4,4 miliardi di euro circa; -9%), che sono state effettuate prevalentemente tramite offerte di titoli già in circolazione (3 miliardi di euro circa; Fig. 19).

Fig. 18

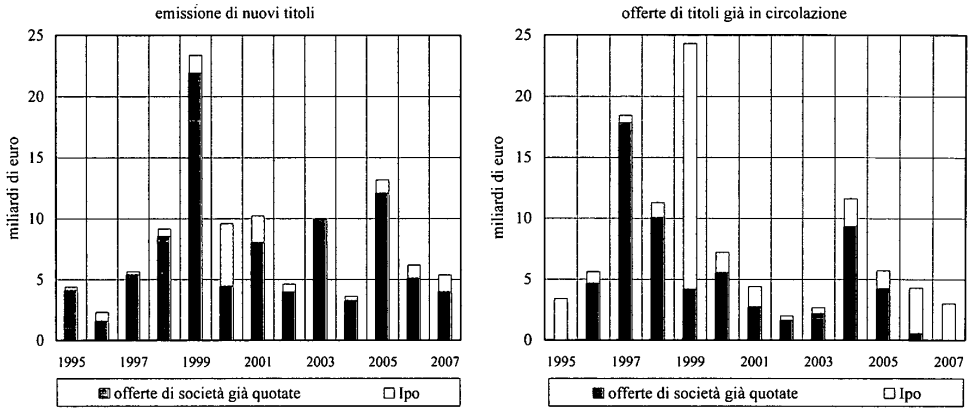
Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane
(emissioni di nuovi titoli e offerte di titoli già in circolazione)



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Fig. 19

Tipologia di offerte di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Nel 2007 sono entrate in borsa 29 nuove società (21 nel 2006). La capitalizzazione *ante* offerta complessiva delle società di nuova quotazione è stata pari a 9,8 miliardi di euro (Tav. 1).

Tav. 1

Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società	Capitalizzazione *ante* offerta[1]	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione *post* offerta[2]
			sottoscrizione	vendita	*totale*	
1995	11	22.675	274	3.396	*3.670*	33,1
1996	12	5.550	721	945	*1.666*	26,6
1997	10	2.126	227	606	*833*	35,4
1998	16	3.844	614	1.231	*1.845*	41,7
1999	27	65.788	1.414	21.606	*23.020*	33,2
2000	44	28.308	4.970	1.933	*6.903*	20,7
2001	18	8.193	2.199	1.736	*3.935*	35,2
2002	6	2.504	638	424	*1.062*	33,8
2003	4	1.340	67	483	*550*	39,1
2004	8	5.406	351	2.300	*2.651*	39,7
2005	15	5.874	1.088	1.608	*2.696*	34,5
2006	21	11.736	1.053	3.977	*5.030*	39,3
2007	29	9.770	1.415	3.080	*4.495*	40,2

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. [1] Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. [2] In rapporto alla capitalizzazione *post* quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004.

In 12 società di nuova quotazione erano presenti nell'azionariato investitori istituzionali; la loro quota media ante *offerta si attestava a circa il 40% del capitale sociale e, dopo il collocamento, a circa il 21% (Tav. 2).*

Tav. 2

Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane[1]

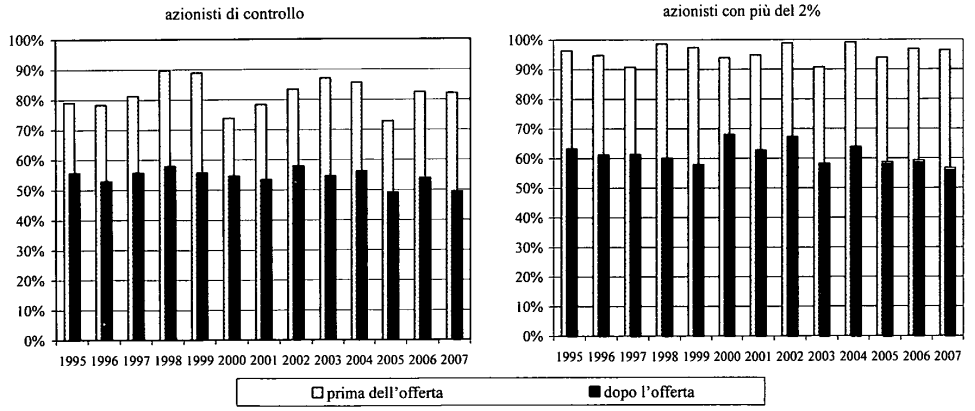
	Società		Numero medio investitori istituzionali[4]	Quota media *ante* offerta[5]	Quota media *post* offerta[6]
	Numero[2]	Quota sul totale[3]			
1995	6	54,5	2,3	27,7	8,5
1996	6	50,0	3,7	47,3	23,2
1997	2	20,0	1,5	40,9	7,1
1998	4	25,0	4,3	48,3	18,9
1999	9	33,3	2,0	27,5	10,2
2000	18	40,9	2,7	25,9	16,2
2001	6	33,3	1,5	28,0	13,1
2002	2	33,3	2,5	27,1	15,2
2003	3	75,0	2,0	22,0	10,1
2004	4	50,0	2,3	28,5	9,5
2005	6	40,0	3,2	20,6	4,1
2006	11	52,4	1,8	23,7	11,8
2007	12	41,4	1,7	39,6	21,2

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. [1] Per investitori istituzionali si intende fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento. Sono escluse le fondazioni e le casse di risparmio. I dati si riferiscono alle sole società nel cui azionariato era presente tale categoria di investitori, considerando sia le partecipazioni dirette sia quelle nelle società che controllano l'emittente. [2] Numero di società, quotatesi nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. [3] In percentuale del totale delle neoquotate nel corso dell'anno. [4] Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. [5] Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. [6] Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

Gli assetti proprietari delle società di nuova quotazione mostrano i tratti caratteristici tipici di quelli delle società entrate in borsa negli anni passati: la quota media dei diritti di voto dell'azionista di controllo prima dell'offerta è pari all'82%, mentre dopo l'offerta si riduce al 50% (Fig. 20). Nel 2007, tuttavia, in 10 casi la quota post-*offerta dell'azionista di controllo risulta inferiore al 50% (contro solo 5 nel 2006).*

Fig. 20

Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione
(quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto; valori medi)



Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

I titoli delle società di nuova quotazione sono stati allocati prevalentemente presso investitori esteri (60% circa nel 2007) e il rapporto fra domanda e offerta è diminuito sia nel collocamento pubblico (2,8 contro 5,3 nel 2006) che in quello istituzionale (4,0 contro 5,4 nel 2006; Tav. 3).

Tav. 3

Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte[1]

	Quota assegnata				Rapporto domanda/offerta[2]	
	Pubblico	Investitori istituzionali italiani	Investitori istituzionali esteri	Altri soggetti[3]	Offerta pubblica	Offerta istituzionale
1995	42,3	16,3	41,4	—	3,2	6,8
1996	40,5	24,3	35,2	—	6,3	9,4
1997	31,4	24,5	44,1	—	10,8	12,2
1998	44,4	27,3	28,3	—	7,7	13,9
1999	43,7	24,1	32,3	..	12,6	10,2
2000[4]	35,0	26,0	37,6	1,3	18,5	10,2
2001	28,7	37,8	33,0	0,5	1,2	2,2
2002	27,7	50,4	20,3	1,6	1,1	1,1
2003[5]	39,8	45,0	14,5	0,6	1,8	1,6
2004	20,9	26,2	52,9	..	2,0	3,1
2005	24,7	26,7	47,0	1,6	3,8	3,9
2006	19,3	18,7	61,9	0,1	5,3	5,4
2007	16,4	24,1	58,0	1,5	2,8	4,0

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. [1] Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004. [2] Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica che quelli della parte istituzionale. [3] Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione. [4] La rimanente quota (0,1%) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Cairo Communication. [5] La rimanente quota (0,1%) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Trevisan.

Rimangono frequenti i rapporti creditizi e partecipativi fra le società di nuova quotazione e gli intermediari collocatori o gli sponsor*: in particolare, 4 società presentavano legami di natura partecipativa (Tav. 4). Inoltre, poco meno della metà delle società entrate in borsa nel 2007 (13) aveva rapporti creditizi con collocatori o* sponsor *anche se i debiti finanziari rappresentano una quota dell'indebitamento totale (26%) inferiore rispetto a quella rilevata nel 2006 (36%).*

Nel 2007 sono state ammesse alla negoziazione sul Mac (Mercato alternativo dei capitali) 3 società la cui capitalizzazione ante *offerta è stata pari a circa 82 milioni di euro (contro 95 milioni di euro come capitalizzazione* post *offerta; Tav. 5).*

Tav. 4

Rapporti creditizi e partecipativi fra società italiane ammesse a quotazione e intermediari collocatori[1]

	Società con rapporti creditizi con sponsor o soggetti collocatori			Società con rapporti partecipativi con sponsor o soggetti collocatori		
	Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione[2]	Quota media dei finanziamenti concessi da sponsor o soggetti collocatori[3]	Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione[2]	Quota media della partecipazione di sponsor o soggetti collocatori[4]
2000	23	52,3	27,2	11	25,0	18,1
2001	10	55,6	27,8	2	11,1	19,8
2002	3	50,0	46,1	1	16,7	28,3
2003	4	100,0	13,9	1	25,0	..
2004	4	50,0	47,2	2	25,0	10,8
2005	7	46,7	24,0	2	13,3	7,3
2006	11	52,4	36,1	5	23,8	25,9
2007	13	44,8	26,2	4	13,8	27,9

Fonte: elaborazioni su dati delle attestazioni degli *sponsor* e dei prospetti informativi. Confronta Note metodologiche. [1] Si fa riferimento ai rapporti creditizi e partecipativi esistenti tra le società ammesse a quotazione (in Borsa - Mta e Mtax e sul Mercato Expandi) e lo *sponsor*, lo *specialist*, il *global coordinator*, il *lead manager* dell'offerta pubblica o altri intermediari appartenenti al gruppo di questi ultimi, alla data dell'offerta. [2] Valori in percentuale. [3] In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale. [4] In rapporto al capitale sociale *ante* offerta; valori in percentuale.

Tav. 5

Offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sul Mac
(valori monetari in milioni di euro)

Società	Capitalizzazione *ante* offerta[1]	Controvalore offerta			Capitalizzazione *post* offerta[1]	Quota dell'azionista di controllo *post* offerta[2]
		sottoscrizione	vendita	*totale*		
Area Impianti Spa	40,0	5,8	--	*5,8*	45,8	52,4
Raffaele Caruso Spa	31,0	3,4	5,1	*8,5*	34,4	66,2
Tessitura Pontelambro Spa	11,2	3,8	2,2	*6,0*	15,0	59,9

Fonte: Borsa Italiana Spa. [1] Capitalizzazione delle società ammesse alle negoziazioni, calcolata sulla base del prezzo di offerta. [2] Valori in percentuale.

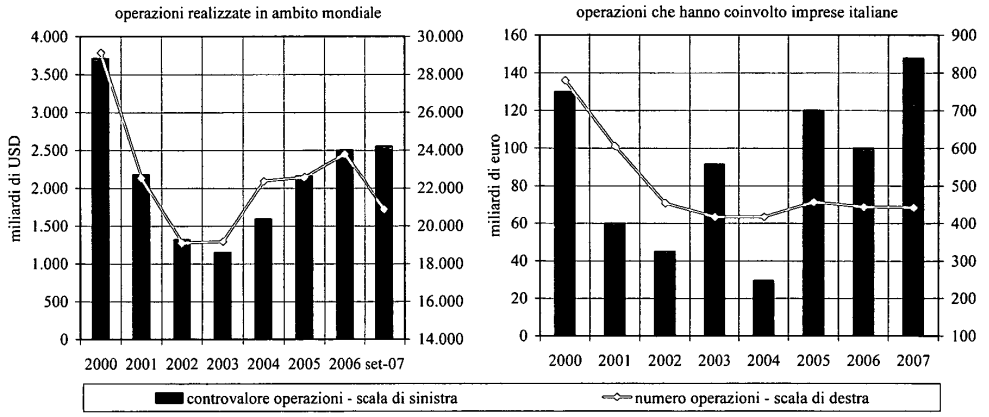
5. Le operazioni di acquisizione e fusione

Nel periodo gennaio - settembre 2007 sono state concluse in ambito mondiale 20.900 operazioni di acquisizione e fusione per un controvalore di circa 2.500 miliardi di dollari Usa (Fig. 21).

Sulla base dei dati riportati nello studio realizzato da KPMG, il controvalore delle operazioni di acquisizione e fusione realizzate in Italia è aumentato del 48% circa, mentre il numero è rimasto sostanzialmente stabile (443 contro 444 nel 2006; Fig. 21).

Fig. 21

Operazioni di acquisizione e fusione



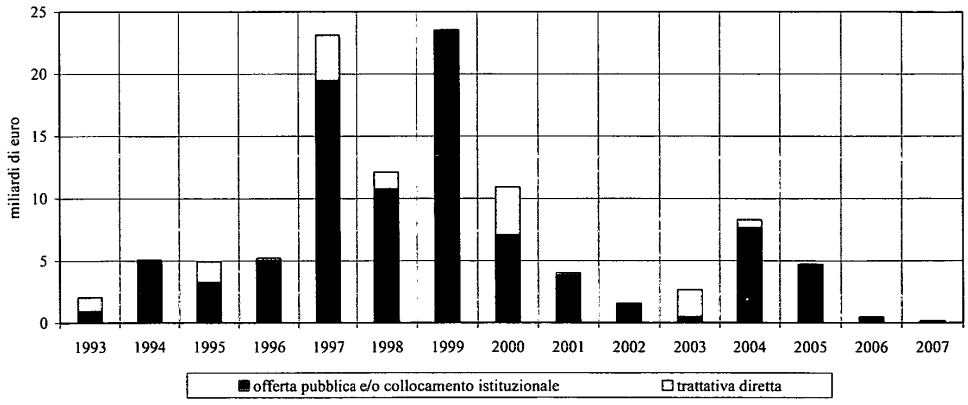
Fonte: KPMG e Thomson Financial-Datastream.

L'operazione più importante è stata l'acquisizione di Endesa da parte di Enel per 28,5 miliardi di euro, seguita dalla fusione fra Unicredit e Capitalia per 21,9 miliardi di euro. Inoltre, 198 delle 443 operazioni (70% del controvalore complessivo) sono state cross-border *(Italia su estero ed estero su Italia); di queste, 21 hanno avuto ad oggetto l'acquisizione di imprese statunitensi. I fondi di* private equity *hanno continuato a svolgere un ruolo di primo piano nel mercato delle fusioni e acquisizioni, realizzando oltre il 15% delle operazioni per un controvalore complessivo di 10 miliardi di euro; si segnala in particolare l'acquisizione di Valentino da parte del Fondo Permira.*

Con riferimento alle cessioni di partecipazioni pubbliche in società quotate, nel 2007 si è registrata una sola operazione di privatizzazione. Tale operazione si è svolta tramite l'offerta pubblica e il collocamento istituzionale da parte del Comune di Reggio Emilia e di altri Comuni dell'Emilia Romagna del 20% del capitale di Enìa Spa (Fig. 22).

Fig. 22

Cessioni di partecipazioni pubbliche in società quotate italiane

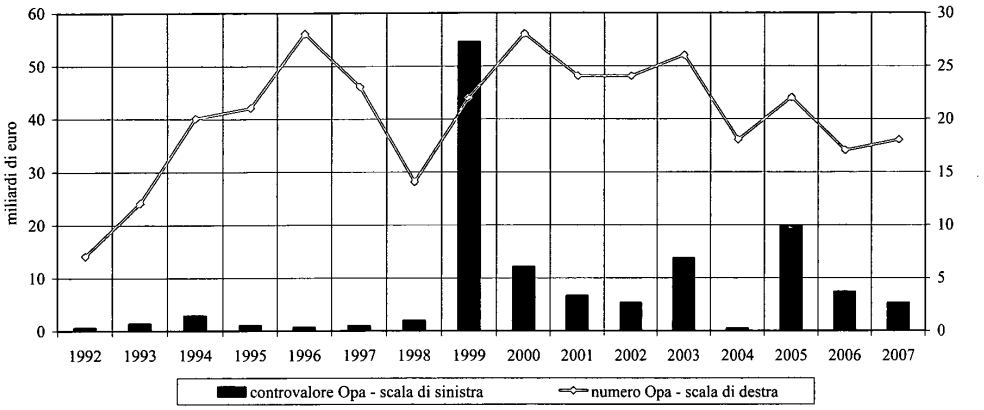


Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e Ministero dell'economia e delle finanze.

Il controvalore complessivo delle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio (Opa) su società quotate italiane si è ridotto da 7,4 miliardi di euro nel 2006 a 5,3 miliardi di euro circa nel 2007, mentre il numero delle operazioni è aumentato da 17 a 18 (Fig. 23).

Fig. 23

Offerte pubbliche di acquisito e/o di scambio su titoli di società quotate italiane



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e documenti di offerta. Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno precedente l'annuncio dell'offerta.

Il 57% circa del controvalore delle Opa eseguite nel 2007 è riferibile all'offerta volontaria lanciata da Swisscom sulle azioni Fastweb, per un valore pari a 3 miliardi di euro (Appendice, Tav. A.1).

I trasferimenti di pacchetti di controllo seguiti da Opa successive obbligatorie sono stati, invece, 11 per un valore complessivo di circa un miliardo di euro.

II – I MERCATI

1. La congiuntura economica e i mercati azionari

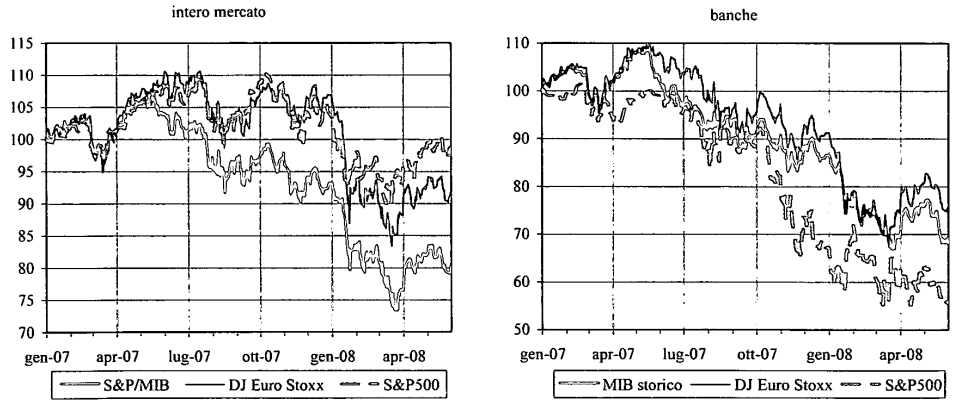
La crisi del settore dei mutui immobiliari statunitensi (cosiddetti mutui *subprime*) ha reso incerte le prospettive di crescita nei principali paesi industrializzati. All'inzio del 2008, per l'area dell'euro, e ancora più per l'Italia, era prevista una forte decelerazione dell'attività produttiva, mentre per gli Usa era diventato concreto il rischio di recessione. Nel secondo trimestre 2008, le prospettive economiche dei principali paesi industrializzati sono lievemente migliorate; tuttavia, l'aumento delle pressioni inflazionistiche e il forte rialzo del prezzo del petrolio hanno riacceso le preoccupazioni per l'evoluzione del quadro congiunturale.

Il progressivo deterioramento della qualità dei mutui *subprime*, le tensioni sul mercato dei prodotti di finanza strutturata e le ripercussioni sugli intermediari finanziari maggiormente esposti al settore sono tra i numerosi fattori che hanno contribuito ad acuire le turbolenze sui mercati finanziari internazionali. Nel periodo gennaio 2007 - maggio 2008, l'indice S&P500 (riferito alle maggiori società del mercato statunitense) è diminuito dell'1,3% circa, l'indice Dow Jones Euro Stoxx (relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro) del 9,3% circa, mentre l'indice S&P/Mib (relativo alle imprese più importanti del mercato italiano) del 20% circa.

A livello settoriale, le banche sono stati gli emittenti che hanno maggiormente risentito della crisi sperimentando un calo significativo dei corsi azionari. Per le banche italiane ed europee, comunque, il deprezzamento dei titoli, pari rispettivamente al 31 e al 24%, è stato più contenuto rispetto a quello registrato dal settore bancario statunitense (45%; Fig. 24).

Fig. 24

Andamento dei corsi azionari
(dati giornalieri; 01/01/2007-31/05/2008; 01/01/2007=100)



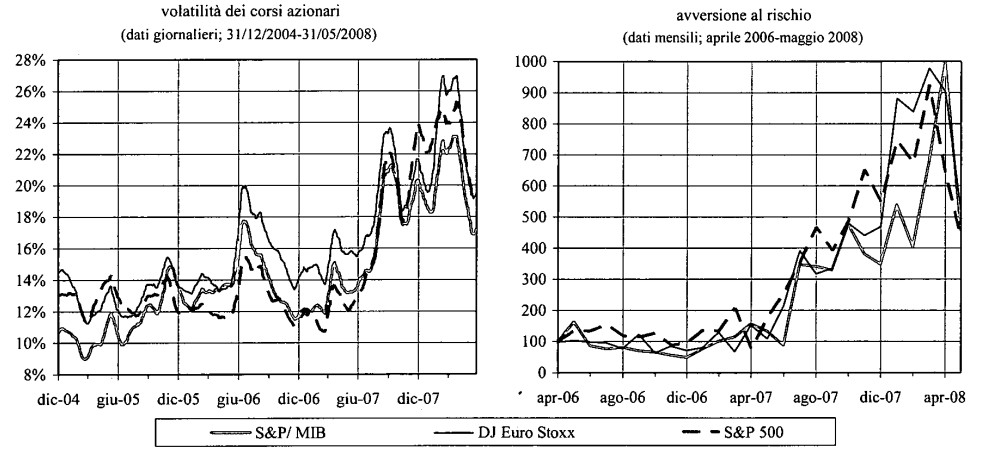
Fonte: Thomson Financial-Datastream.

La prima significativa contrazione dei corsi azionari è stata rilevata nel mese di luglio, in corrispondenza dell'emersione della crisi legata ai mutui ipotecari subprime. *Nel periodo compreso fra fine maggio e fine agosto 2007 l'indice S&P500 è diminuito del 3,7%, il Dow Jones Euro Stoxx del 4,8% e l'indice S&P/Mib del 6,7%. I corsi azionari hanno raggiunto il loro punto di minimo, tuttavia, nel mese di marzo 2008 in corrispondenza della crisi della banca d'investimento americana Bear Stearns. Successivamente il miglioramento delle prospettive circa la crescita economica e gli interventi delle Banche centrali hanno portato a una leggera ripresa sul mercato azionario. A fine maggio, tuttavia,l'emergere di ulteriori tensioni relativamente alle incertezze sull'esposizione del settore bancario alla crisi dei* subprime *hanno determinato una nuova correzione dei corsi azionari.*

La situazione di instabilità finanziaria ha comportato un aumento del clima di incertezza che si è riflesso in un aumento della volatilità sui mercati azionari e dell'avversione al rischio (Fig. 25).

Fig. 25

Volatilità e avversione al rischio sui mercati azionari

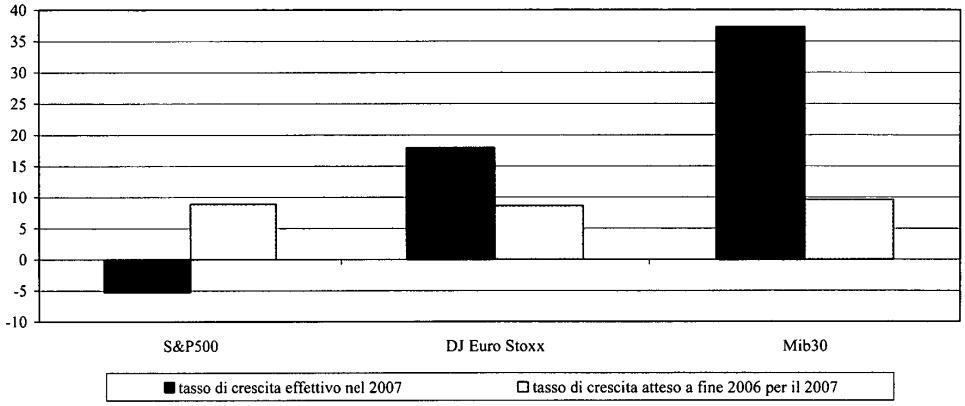


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg,Thomson Financial-Datastream e Borsa Italiana. La volatilità implicita è desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici *at the money* e con *maturity* di tre mesi; viene riportata la media mobile su 20 giorni dei valori percentuali su base annua. L'indice del livello di avversione al rischio è stimato confrontando la distribuzione storica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici.

Nel 2007 i tassi di crescita degli utili delle società incluse nell'indice S&P500, nell'indice Dow Jones Euro Stoxx e nel Mib30 hanno registrato un andamento divergente. In particolare, mentre per le società statunitensi si è rilevato un calo degli utili del 5% circa (a fronte di un incremento atteso a fine 2006 pari a circa il 9%), per le imprese europee il tasso di crescita degli utili si è attestato su valori prossimi al 18%. Il tasso di crescita degli utili delle società italiane incluse nel Mib30, invece, è stato ancora più rilevante (circa il 37%), a fronte di un tasso di crescita atteso a fine 2006 di poco inferiore al 10% circa (Fig. 26).

Fig. 26

Crescita effettiva e attesa degli utili societari nel 2007
(valori percentuali)

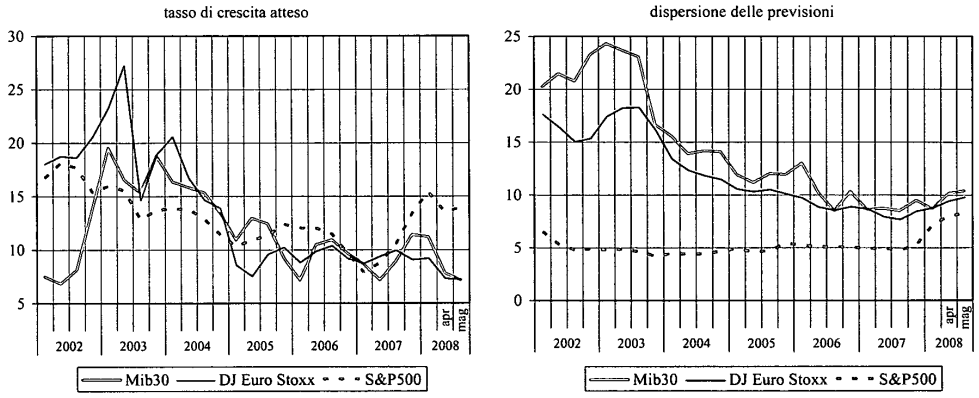


Fonte: Thomson Financial-Datastream; dati IBES sulle previsioni degli utili a 12 mesi (prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito) a fine dicembre 2006 e sull'utile effettivo 2007 (stima a febbraio 2007).

Nonostante la crisi abbia avuto un forte impatto negativo sui corsi azionari, le prospettive per la redditività del settore corporate rimangono positive e a maggio 2008 gli analisti stimavano tassi di crescita degli utili su 12 mesi su valori sostenuti, in particolare per le imrpese americane (Fig. 27).

Fig. 27

Previsioni degli analisti sugli utili societari
(valori percentuali; dati trimestrali)



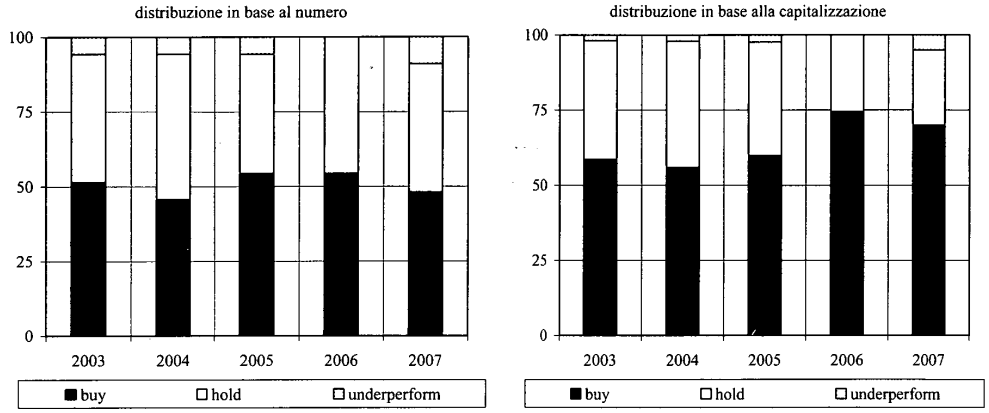
Fonte: Thomson Financial-Datastream; dati IBES sulle previsioni su 12 mesi degli utili prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito. La dispersione è data dal rapporto fra la deviazione standard delle previsioni dei singoli analisti finanziari e la previsione media ed è stata stimata su dati trimestrali. Per ogni trimestre è riportata la media dei tassi di crescita attesi nei singoli mesi.

*La distribuzione dei giudizi degli analisti finanziari sulle società italiane incluse nell'indice S&P/Mib ha subito nel 2007 un lieve peggioramento rispetto al 2006 (Fig. 28). In particolare, 5 società sono passate dal giudizio "*buy*" a quello "*hold*", una ha subito un cambiamento da "*buy*" a "*underperform*" e 2 da "*hold*" a "*underperform*". I casi di miglioramento, invece, sono stati*

solo 4 (da "hold" a "buy"). Il peso in termini di capitalizzazione delle società "buy" è lievemente diminuito rispetto al 2006 (dal 75 al 70%), mentre quello delle società classificate "underperform", assenti nel 2006, si è attestato al 5%.

Fig. 28

Distribuzione delle società incluse nell'indice S&P/Mib per tipologia di giudizio degli analisti
(valori percentuali; dati di fine periodo)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-IBES sul *Consensus* degli analisti finanziari. Dati relativi alle società incluse nell'indice S&P/Mib al 31.12.2007. Non sono incluse le società Lottomatica, Parmalat, STMicroelectronic, Terna e Unipol per le quali non sono disponibili serie complete sui dati di *Consensus* nei cinque anni considerati.

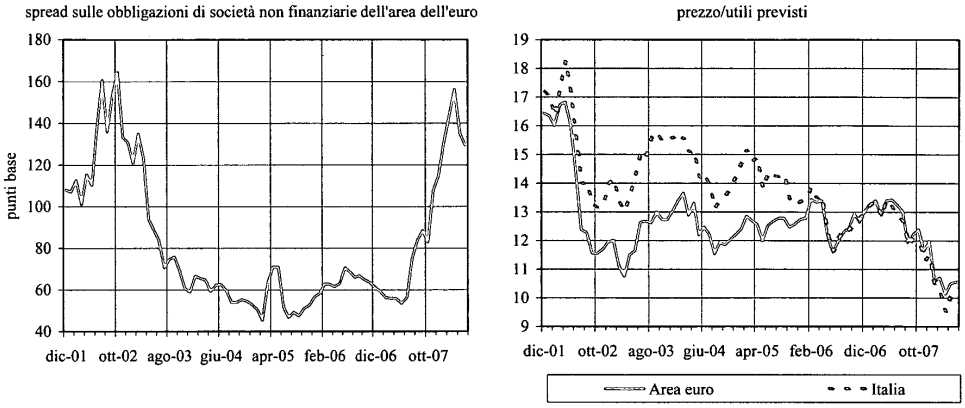
Le acquisizioni di società quotate tramite debito (operazioni cosiddette di *leverage buy out* o Lbo) hanno determinato, nel corso del 2007, un significativo processo di *delisting* di società quotate. Il fenomeno è stato alimentato, nel periodo precedente alla crisi subprime, dal basso livello degli *spread* sulle obbligazioni e sui prestiti societari e da un rapporto fra prezzi azionari e utili societari relativamente basso (Fig. 29).

La crescita delle operazioni di Lbo e *private equity* potrebbe tuttavia essere scoraggiata dall'incremento del costo della raccolta obbligazionaria, indotto dalla crisi dei mutui *subprime*, e soprattutto dalle possibili restrizioni nell'offerta di credito, determinate dalle difficoltà delle banche di coprire il rischio dei finanziamenti attraverso derivati creditizi e operazioni di cartolarizzazione.

L'andamento del rapporto fra prezzo e utili ha stimolato, oltre alle operazioni di *private equity*, la crescita dei dividendi e delle operazioni di riacquisto di azioni proprie volte a sostenere i corsi azionari. Tali tendenze avevano interessato anche il mercato azionario italiano, dove a partire dalla fine degli anni novanta le risorse restituite agli azionisti tramite Opa, dividendi e riacquisti di azioni proprie hanno sempre largamente superato i mezzi freschi raccolti tramite aumenti di capitale (Fig. 30).

Fig. 29

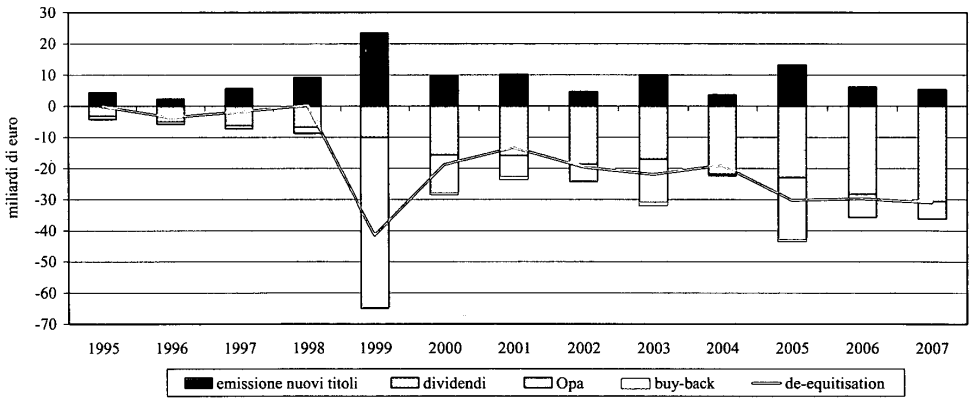
Rapporto prezzo/utili per azione e *spread* su obbligazioni di società non finanziarie con *rating investment grade*[1]
(dati mensili; 31/12/2001-31/05/2008)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-IBES e JP Morgan. [1] Media ponderata (per la capitalizzazione) del rapporto tra i prezzi dei titoli del Dow Jones Euro Stoxx e del MIB30 e le previsioni degli utili per azione su di un orizzonte temporale di 12 mesi. [2] Differenziale (in punti base) fra il rendimento di obbligazioni emesse da società non finanziarie con *rating* compreso tra AAA e BBB e quello dei titoli di Stato dell'area dell'euro.

Fig. 30

***De-equitisation* del mercato italiano**



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Borsa Italiana, Consob, Thomson Financial-Datastream.

Nel 2007 la capitalizzazione delle società domestiche quotate sui mercati Mta/Mtax gestiti da Borsa italiana è diminuita, rispetto al 2006, sia in valore assoluto (da 768 a 723 miliardi di euro; -6%) che in rapporto al Pil (dal 52 al 49%; Tav. 6). Il Mib storico si è ridotto dell'8% circa (+19% nel 2006). L'aumento della volatilità e dell'incertezza ha favorito l'incremento sia del volume degli scambi (da 1,1 a 1,5 miliardi di euro circa; +36%) che del rapporto fra valore degli scambi e capitalizzazione (da 1,4 a 2,0; +43%). Il numero di società domestiche quotate è cresciuto di 4 unità (da 258 a 262), a fronte di 18 nuove quotazioni (dovute esclusivamente a Ipo) e 14 cancellazioni.

Tav. 6

Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa
(valori monetari in miliardi di euro)

	Borsa[1]									Mercato Expandi[2]			Nuovo Mercato			
	Capitalizzazione[3]	Capitalizzazione[3] (% del Pil)	Scambi di titoli azionari[3]	N° società quotate (domestiche)	N° società neoquotate (domestiche)	N° società cancellate (domestiche)	Variazione del MIB storico[4]	Rapporto dividendi – prezzi[4]	Rapporto utili – prezzi[4]	Capitalizzazione[3]	Scambi di titoli azionari[3]	N° società quotate (domestiche)	Capitalizzazione[3]	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Variazione dell'indice NM[4]
1996	199	20,3	81	213	14	18	13,1	2,1	6,9	3	..	31	—	—	—	—
1997	310	30,2	174	209	14	18	58,2	1,7	4,6	5	1	26	—	—	—	—
1998	484	44,8	423	219	25	15	41,0	1,6	3,9	4	2	20	—	—	—	—
1999	714	64,4	503	241	28	6	22,3	1,5	3,4	5	1	17	7	4	6	536[5]
2000	790	67,8	839	237	16	20	5,4	2,1	4,5	6	1	15	22	30	39	-25,5
2001	575	47,3	637	232	13	18	-25,1	2,8	6,0	5	..	12	13	21	44	-45,6
2002	447	35,7	562	231	11	12	-23,7	3,8	5,9	5	..	13	6	10	44	-50,1
2003	475	36,6	567	219	9	21	14,9	3,4	6,4	5	..	11	8	14	41	27,3
2004	569	42,2	641	219	7	7	17,5	3,4	6,0	5	..	13	7	19	37	-17,5
2005	669	47,2	893	257	13	12	13,9	3,0	5,2	7	1	18	—	—	—	—
2006	768	52,1	1.076	258	17	16	19,0	3,4	6,0	10	2	26	—	—	—	—
2007	723	49,0	1.510	262	18	14	-8,0	4,1	8,4	11	4	38	—	—	—	—

Fonte: Borsa Italiana Spa, Thomson Financial. [1] Dal 2005 Mta/Mtax. [2] Dal 2007 sono inclusi i dati del Mac. [3] Dati riferiti alle sole società domestiche. [4] Valori in percentuale rilevati a fine anno. [5] Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

È salito a 37, per effetto di 16 nuove quotazioni, il numero di società ammesse a negoziazione sul segmento Mta International, nato nel 2006 e riservato alle società di diritto estero già quotate su altri mercati regolamentati europei da più di 18 mesi.

Con riferimento al Mercato Expandi, riservato alle società medio-piccole, si è registrato un aumento della capitalizzazione (da 10 a 11 miliardi di euro) e del numero delle società quotate (passate da 26 a 35, a seguito di 11 nuove quotazioni e 2 cancellazioni); il volume degli scambi è quasi raddoppiato (da 2 a 4 miliardi di euro circa).

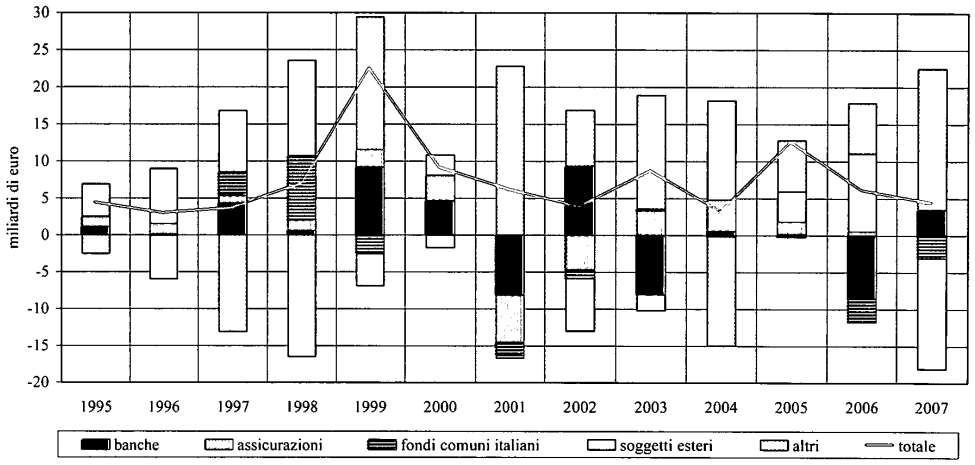
Nel 2007 Borsa Italiana ha istituito il Mercato alternativo dei capitali (Mac), ossia un sistema di scambi organizzati di azioni destinato alle piccole e medie imprese. Nel corso dell'anno sono state ammesse alle negoziazioni 3 società (2 del settore industriale e una del settore delle public utilities*).*

Nel corso del 2007 le emissioni azionarie sui mercati gestiti da Borsa Italiana sono diminuite del 13%, scendendo da 6,2 a 5,4 miliardi di euro. Tale contrazione è dovuta interamente al calo degli aumenti di capitale a pagamento (4 miliardi di euro nel 2007 contro 5,1 miliardi di euro nel 2006); l'ammontare delle risorse raccolte tramite Ipo, invece, é cresciuto da 1 a 1,4 miliardi di euro.

Sulla base dei dati stimati dalla Banca d'Italia, a dicembre 2007 il valore degli acquisti netti di azioni quotate italiane si attestava a 4,4 miliardi di euro, in calo rispetto all'anno precedente (6,1 miliardi di euro; Fig. 31). I soggetti esteri, che nel 2006 erano stati i principali acquirenti netti di azioni, nel 2007 hanno disinvestito per circa 15 miliardi di euro. Risultano venditori netti anche i fondi comuni di investimento (per 3 miliardi di euro),mentre le banche italiane hanno effettuato acquisti netti per 3,5 miliardi di euro circa.

Fig. 31

Acquisti netti di azioni quotate italiane per settore istituzionale



Fonte: Banca d'Italia. Il settore istituzionale "Altri" comprende le famiglie, le imprese, le amministrazioni centrali e locali, la Cassa depositi e prestiti e le Sim. Per il 2007 la categoria "Altri" include anche le assicurazioni.

2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati

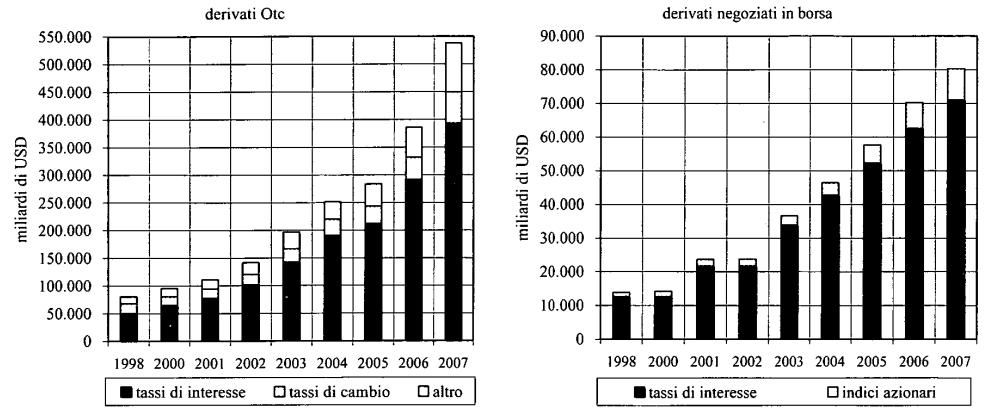
Nel 2007 è cresciuto in maniera significativa il controvalore nozionale degli strumenti finanziari derivati non quotati (cosiddetti *over the counter* o Otc) e quotati (ossia negoziati in borsa o in circolazione) scambiati sui principali mercati internazionali, confermando una tendenza in atto ormai da diversi anni (Fig. 32).

Secondo le rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali relative ai Paesi del G 10, il valore nozionale delle consistenze dei derivati Otc è complessivamente aumentato del 39%, passando da 386.196 miliardi di dollari Usa a fine 2006 a 538.110 miliardi di dollari a dicembre 2007. Gli strumenti finanziari derivati su tassi di interesse continuano ad avere il peso maggiore sulle consistenze complessive (73%); seguono i derivati Otc su tassi di cambio (10%).

Il valore nozionale dei derivati negoziati in borsa è aumentato del 14%, passando da oltre 70.443 miliardi di dollari a dicembre 2006 a 81.000 miliardi di dollari circa a fine 2007. Si è registrato un aumento del valore nozionale dei derivati su indici azionari (da 7.600 a 9.200 miliardi di dollari; +21%), sebbene, in termini di incidenza sulle consistenze totali, il peso degli strumenti finanziari su tassi di interesse rimane preponderante (88%).

Fig. 32

Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati nei Paesi del G-10
(consistenze di fine periodo)

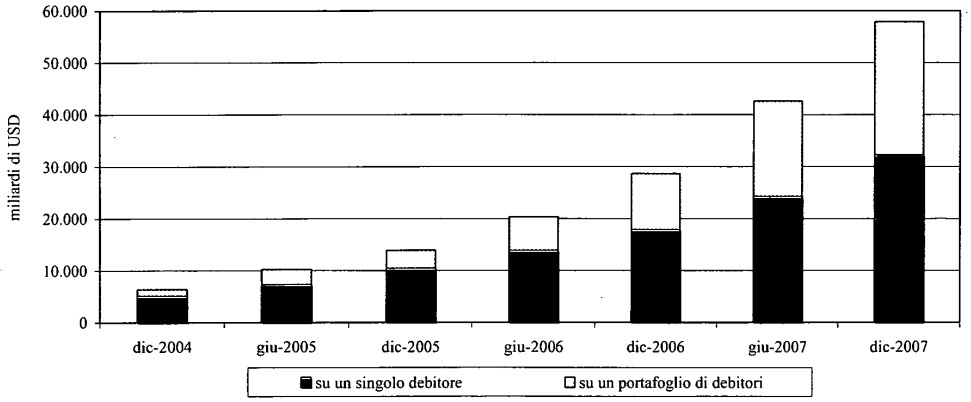


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. I derivati negoziati in borsa su valute non sono riportati poiché costituiscono meno dell'1% dell'ammontare nozionale totale in tutti gli anni considerati.

Sempre sulla base delle rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali, nel 2007 il valore nozionale dei derivati sul rischio di credito rappresentati dai contratti di credit default swap *(Cds) si è raddoppiato, passando da 29.000 a 58.000 miliardi di dollari circa (Fig. 33). Risultano lievemente più diffusi i contratti relativi a un singolo debitore, pari a circa il 56% del valore nozionale complessivo.*

Fig. 33

Valore nozionale dei *credit default swap* nei Paesi del G-10
(consistenze di fine periodo)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Sulla base dell'indagine semestrale effettuata dalla Banca d'Italia relativa all'operatività dei principali gruppi bancari italiani su strumenti derivati, nell'ultimo semestre del 2007 il valore nozionale dei derivati Otc è passato da 6.200 a 9.600 miliardi di

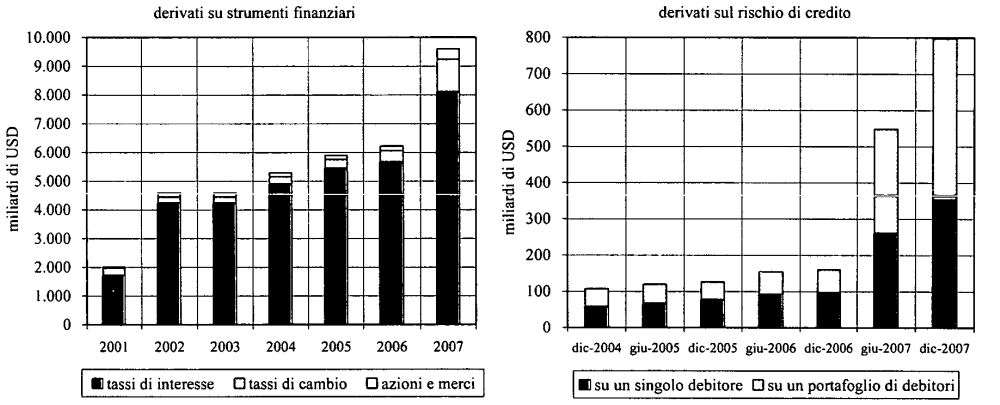
dollari (+54%; Fig. 34); il forte incremento discende, in parte, dalla modifica del campione dell'indagine, che presenta una copertura più estesa delle consociate estere di gruppi bancari italiani.

In particolare, il valore nozionale dei derivati su tassi di cambio si è quasi triplicato nel corso del 2007 (da 388 a 1.164 miliardi di dollari). Gli strumenti finanziari su tassi di interesse continuano a mantenere un peso preponderante sul valore nozionale complessivo (85%), mentre i derivati su azioni e merci rappresentano una componente residuale.

Il valore nozionale dei contratti di credit default swap *è quasi triplicato, passando da 160 a 797 miliardi di dollari circa (Fig. 34). Similmente a quanto emerge a livello internazionale, i Cds su un portafoglio di debitori hanno un peso sul totale tendenzialmente analogo a quello dei Cds su singolo debitore.*

Fig. 34

Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati Otc in Italia
(consistenze di fine periodo)



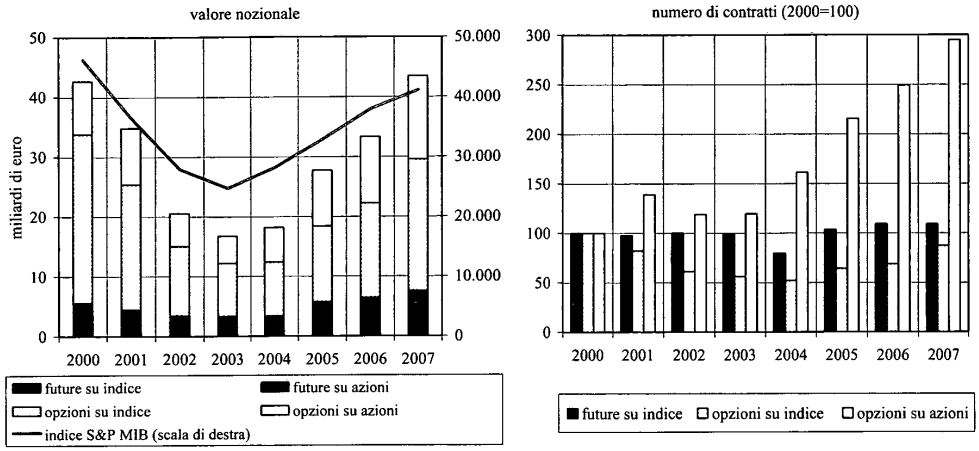
Fonte: Banca d'Italia.

Gli strumenti finanziari derivati cosiddetti *exchange traded* negoziati su mercati regolamentati italiani sono esclusivamente quelli negoziati sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa e hanno come sottostante esclusivamente indici azionari o azioni. Nel 2007 il valore nozionale dei contratti aperti sull'Idem (calcolato come media giornaliera) è cresciuto del 30%, passando da 33 a 43 miliardi di euro circa (Fig. 35).

In termini di valore nozionale medio giornaliero, la quota preponderante dei contratti aperti è costituita dalle opzioni sull'indice (51% del totale), seguite dalle opzioni su azioni (32%), dai future e minifuture su indice (12%) e dai future su azioni (5%). Considerando, invece, il numero medio dei contratti aperti, le opzioni su azioni hanno mostrato il tasso di crescita più elevato.

Fig. 35

Valore nozionale e numero delle posizioni aperte in strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem
(valori medi giornalieri)



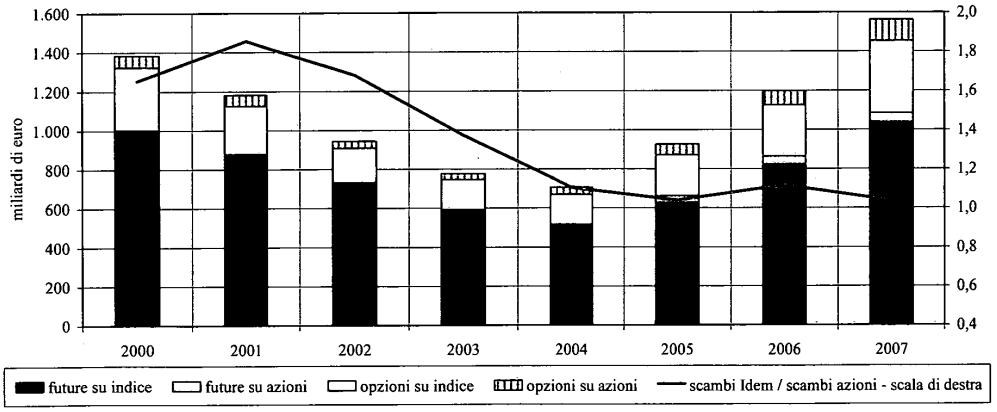
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria "*future* su indice" include i *minifuture* su indice. I valori annuali dell'indice S&P/Mib sono medie dei dati di fine mese.

Nel 2007 il valore nozionale degli scambi sull'Idem ha raggiunto circa 1.600 miliardi di euro, con una crescita rispetto al 2006 del 30% (Fig. 36). È diminuito leggermente, tuttavia, il rapporto fra scambi su derivati e scambi su azioni (da 1,1 a 1,0 circa).

I volumi più consistenti interessano soprattutto i future *su indice (61% del totale); seguono le opzioni su indice (24% del totale), mentre le opzioni su azioni, i* minifuture *su indice e i* future *su azioni rappresentano una quota residuale degli scambi.*

Fig. 36

Valore nozionale degli scambi su strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nella categoria "*future* su indice" sono inclusi i *minifuture* su indice.

3. *Il mercato dei* covered warrants *e dei* certificates

Nel 2007 il controvalore degli scambi sul SeDeX (il mercato dei *securitised derivatives* gestito da Borsa Italiana Spa) é stato pari a 88 miliardi di euro (+25% rispetto all'anno precedente; Tav. 7). Il numero di nuove emissioni é rimasto stabile rispetto al 2006 (+0,48%) ed é stato inferiore al numero di emissioni scadute. Si è, quindi, ridotto il numero complessivo di emissioni in circolazione a fine 2007 (-5% rispetto al 2006).

Gli scambi sono stati alimentati per il 50% dagli *specialist*, gli operatori incaricati di fornire liquidità al mercato, le cui controparti sono state prevalentemente *trader on line* e intermediari che effettuano arbitraggi in conto proprio; minore è stata, invece, la partecipazione degli investitori *retail*.

Tav. 7

***Covered warrants* e *certificates* quotati sul SeDeX**
(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero di emissioni			Controvalore degli scambi
	in essere[1]	nuove[2]	scadute[3]	
1998	122	122	--	3
1999	1.565	1.660	217	14
2000	3.107	3.343	1.801	31
2001	5.866	8.194	5.435	21
2002	3.571	6.668	8.963	18
2003	2.594	4.749	5.726	11
2004	3.021	4.478	4.051	16
2005	4.076	7.253	6.198	49
2006	4.647	7.572	7.001	70
2007	4.408	7.609	7.848	88

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana Spa. [1] Dati a fine anno. [2] Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. [3] Emissioni scadute nel corso dell'anno. Il dato include gli strumenti revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale.

Nel 2007, gli emittenti dei titoli sono stati 21 intermediari italiani e stranieri, 18 dei quali specialist *sui propri titoli. Considerando inoltre gli intermediari che negoziano strumenti emessi prima del 2007, il numero degli emittenti presenti sul mercato sale a 23.*

La metà dei titoli emessi nel 2007 ha scadenza inferiore a 12 mesi e solo il 2% ha scadenza superiore ai 4 anni. In generale i covered warrants *hanno vita più breve dei* certificates *e le scadenze variano dalle 3 settimane di alcuni* covered warrants plain vanilla *ai 15 anni di diversi* certificate investment. *Nel 2007, inoltre, sono stati quotati per la prima volta titoli privi di scadenza: si tratta di* certificate investment, *denominati* open end, *che attribuiscono all'investitore la facoltà di chiedere il rimborso della somma investita senza attendere la scadenza del titolo (che è, appunto, indeterminata). L'esercizio di questi* certificates *è consentito, di norma, in periodi prestabiliti.*

In termini di numero di emissioni in circolazione a fine 2007, i *covered warrants plain vanilla* continuano a essere gli strumenti più diffusi (64,4% del totale), anche se il numero di emissioni è diminuito del 20% rispetto al 2006 (Tav. 8). Il numero delle emissioni dei *certificate investment* è cresciuto del 49%, portando questa categoria di strumenti finanziari ad avere un peso sul totale pari al 23%. *Certificate leverage* e *covered warrants* esotici/strutturati, nonostante l'incremento del numero delle emissioni, continuano ad avere un peso marginale sul totale degli strumenti finanziari negoziati sul SeDeX.

Tav. 8

Tipologie di *covered warrants* e *certificates* quotati sul SeDeX
(situazione al 31 dicembre)

Segmento e categoria	2005		2006		2007	
	Numero di emissioni	Peso sul totale[1]	Numero di emissioni	Peso sul totale[1]	Numero di emissioni	Peso sul totale[1]
Covered warrants						
Plain vanilla	3.189	78,2	3.548	76,3	2.839	64,4
Esotici	151	3,7	142	3,1	154	3,5
Certificates						
Leverage	290	7,1	276	5,9	399	9
Investment	446	10,9	681	14,7	1.016	23
Totale	*4.076*	*100,0*	*4.647*	*100,0*	*4.408*	*100,0*

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana Spa. [1] Valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Con riguardo alla distribuzione dei covered warrants *sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio dell'opzione (cosiddetta* moneyness*; Tav. 9), si rileva che il 59% circa dei* covered warrants plain vanilla call *emessi nel 2007 sull'indice S&P/Mib e su azioni italiane era* deep out of the money *(ossia emesso con un prezzo di esercizio superiore dell'8% al prezzo di mercato del sottostante). Per gli strumenti* put *emessi nel 2007, il 45% risultava* deep out of the money *al momento dell'emissione (ossia emesso con un prezzo di esercizio inferiore dell'8% al prezzo di mercato del sottostante). I* covered warrants *emessi* deep in the money*, invece, rappresentano una quota esigua delle emissioni (rispettivamente il 9% delle* call *e il 7% delle* put *emesse nel 2007).*

Anche con riferimento alla moneyness *al momento della scadenza, i* covered warrants call *e* put *sono risultati prevalentemente* deep out of the money*. Sono significative, tuttavia, anche le percentuali dei derivati scaduti* deep in the money *(22% per le* call *e 29% per le* put*).*

L'analisi condotta sulla categoria leverage certificate *mostra un netto incremento di strumenti revocati prima della scadenza (47% dei titoli emessi contro il 37% del 2006). Tali strumenti sono caratterizzati dal meccanismo della barriera o* stop-loss *che si attiva in caso di andamento sfavorevole del sottostante, determinando l'estinzione del* certificate *nei casi in cui è stata raggiunta la barriera, con conseguente perdita del capitale investito. La revoca per il*

raggiungimento della barriera, il cui valore si trova poco sopra (per i bull/long*) o sotto (per i* bear/short*) lo* strike*, si traduce per il possessore del* certificate *in una perdita integrale del capitale investito. I* bear/short*, che scommettono sul ribasso del sottostante, hanno toccato la barriera più spesso rispetto ai* bull/long *(49 contro il 39%).*

Tav. 9

Distribuzione dei *covered warrants* quotati sul SeDeX sulla base del grado di "*moneyness*" al momento dell'emissione e della scadenza
(valori in percentuale)

	Grado di moneyness[1]	
	all'emissione[2]	alla scadenza[3]
Call		
> 8% (deep out of the money)	58,6	50,6
da 8% a 4% (out of the money)	13,7	8,4
da 4% a 0 (at the money)	10,2	8,6
da 0 a -4% (in the money)	8,7	10,2
< -4% (deep in the money)	8,7	22,2
Totale	*100,0*	*100,0*
Put		
< -8% (deep out of the money)	44,6	40,5
da -8% a -4% (out of the money)	19,4	10,3
da -4% a 0 (at the money)	19,0	10,7
da 0 a 4% (in the money)	10,2	9,5
> 4% (deep in the money)	6,8	29,0
Totale	*100,0*	*100,0*

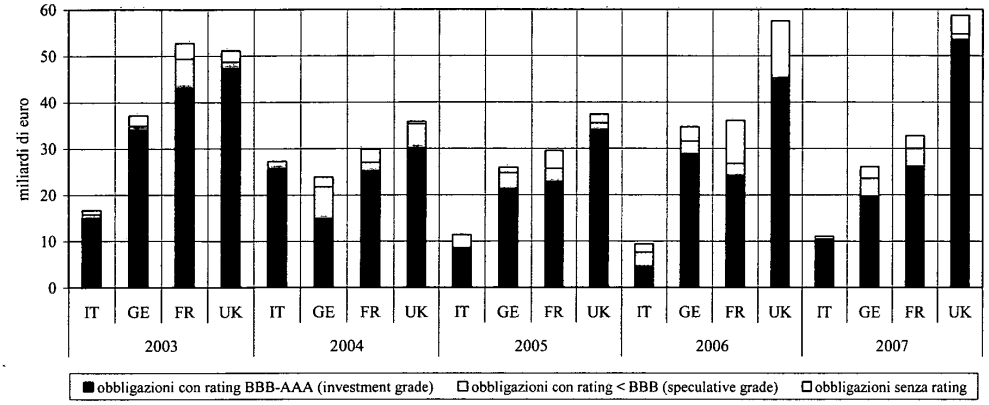
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. [1] Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del *covered warrants*. [2] Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2007. [3] Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2007.

4. Il mercato obbligazionario

Nel complesso, nel 2007 il mercato primario delle obbligazioni di società non finanziarie non ha subito rilevanti riflessi negativi a seguito dello scoppio della crisi legata ai mutui ipotecari *subprime*. In Europa, le emissioni obbligazionarie sono diminuite del 25% in Germania (passando da 35 a 26 miliardi di euro circa) e del 9% in Francia (33 miliardi di euro nel 2007 contro 36 miliardi di euro nel 2006); nel Regno Unito sono rimaste stabili sui 58 miliardi di euro circa, mentre in Italia sono cresciute da 9 a 11 miliardi di euro (+17%; Fig. 37). Si sono però ridotte le emissioni di obbligazioni senza *rating* (-19% in Germania, -70% in Francia, -67% nel Regno Unito, -72% in Italia).

Fig. 37

Emissioni lorde di obbligazioni di società non finanziarie nei principali Paesi europei

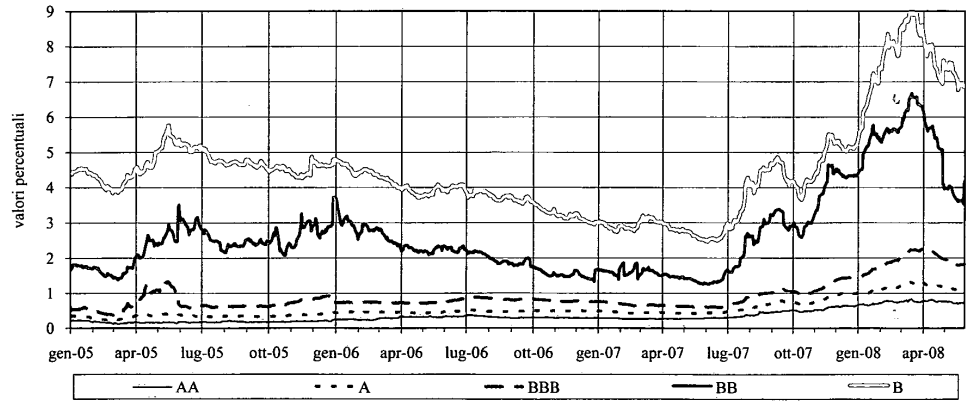


Fonte: elaborazioni su dati Bondware. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte pubbliche sul mercato domestico di società di capitali residenti nel paese di riferimento o di società controllate da gruppi con sede nel paese di riferimento.

Se la crisi dei *subprime* non ha avuto rilevanti ripercussioni sui volumi della raccolta sul mercato primario, il peggioramento della qualità del credito degli emittenti e l'aumento della percezione del rischio di credito (si veda il §3 del precedente Capitolo I "Le società") hanno comportato un aumento dei differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni *corporate* e i rendimenti dei titoli di Stato in euro, soprattutto per gli emittenti con rating speculativo (Fig. 38). Alla fine di maggio 2008 tali differenziali erano pari al 4,1% per gli emittenti con rating BB (1,6% a fine 2006) e al 7% circa per quelli con rating B (3% circa a fine 2006). Coerentemente con l'andamento delle quotazioni dei *credit default swap*, il differenziale fra i rendimenti delle obbligazioni in euro di società non finanziarie e i rendimenti dei titoli di Stato ha raggiunto un picco nel mese di marzo 2008, per poi ridursi nei mesi successivi.

Fig. 38

Differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni in euro di società non finanziarie e i rendimenti dei titoli di Stato in euro
(dati giornalieri; 03/01/2005-31/05/2008)

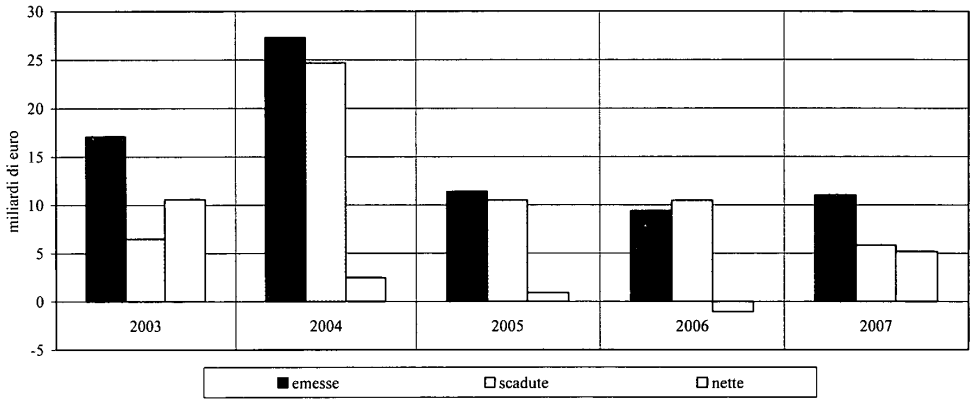


Fonte: elaborazioni su dati Merrill Lynch e Thomson Financial-Datastream. I rendimenti dei titoli di Stato si riferiscono ai titoli tedeschi.

In Italia, le emissioni obbligazionarie lorde di società non finanziarie sono state pari a 11 miliardi di euro (contro 9,4 miliardi di euro nel 2006), mentre le emissioni nette sono state pari a 5 miliardi di euro (contro -1,1 miliardi di euro nel 2006; Fig. 39). L'incremento delle emissioni di obbligazioni *corporate* è dovuto a consistenti collocamenti di alcune fra le principali *blue chip* italiane ed è riconducibile in parte al finanziamento di importanti operazioni di acquisizione.

Fig. 39

Emissioni obbligazionarie di società non finanziarie italiane

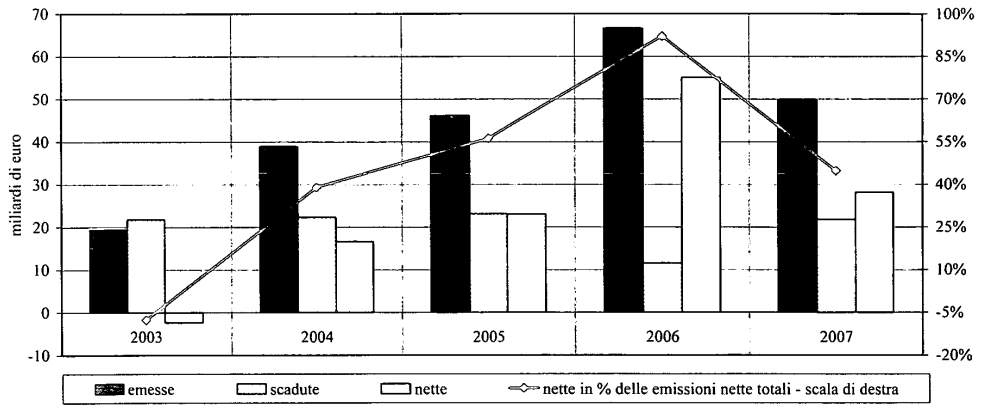


Fonte: elaborazioni su dati Bondware. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte pubbliche sul mercato italiano di società di capitali italiane o di società estere controllate da gruppi italiani.

Nel 2007 si è ridotta, invece, la raccolta obbligazionaria delle banche italiane sull'euromercato (attraverso collocamenti riservati a investitori istituzionali). Le emissioni lorde infatti sono passate da 67 miliardi di euro nel 2006 a 50 miliardi circa, mentre le emissioni nette sono scese da 55 a 28 miliardi di euro (Fig. 40).

Fig. 40

Emissioni obbligazionarie di banche italiane collocate presso investitori istituzionali



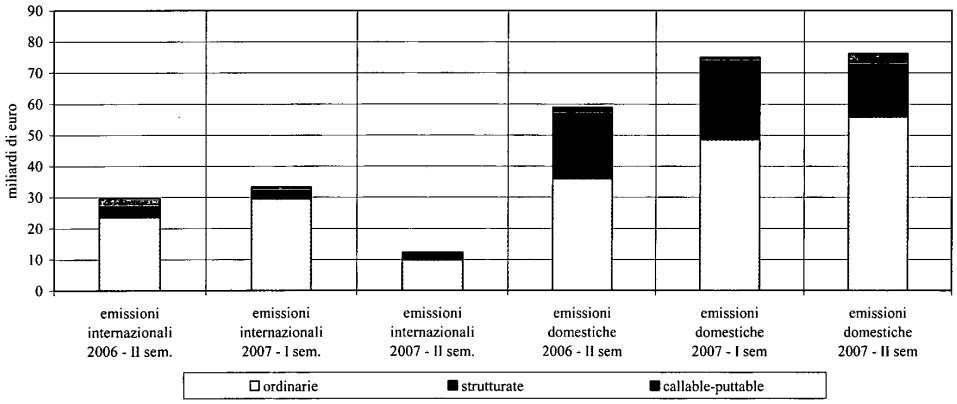
Fonte: elaborazioni su dati Bondware e Banca d'Italia. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte riservate a investitori istituzionali da banche italiane o controllate estere.

Nel secondo semestre 2007 le emissioni obbligazionarie internazionali di banche italiane sono nettamente diminuite rispetto al primo semestre (da 33 a 12 miliardi di euro; -63%), mentre le emissioni domestiche sono lievemente aumentate (da 75 a 76 miliardi di euro, + 1,4%; Fig. 41).

Il peso delle obbligazioni bancarie strutturate sul totale delle emissioni obbligazionarie collocate sul mercato domestico si è ridotto, passando dal 36% nel secondo semestre 2006 al 22% nel secondo semestre 2007. Tale flessione probabilmente è dovuta agli elevati costi impliciti delle obbligazioni con le strutture più complesse (commissioni di "strutturazione"). Le obbligazioni strutturate più diffuse sono le cosiddette linked *(con rendimenti legati all'andamento di fondi comuni o indici azionari) e quelle con cedole irregolari crescenti (cosiddette* step up*). Meno diffuse sono le obbligazioni con strutture più complesse, quali quelle che incorporano opzioni su tassi di interesse o le cosiddette CPPI o* constant proportion portfolio insurance *(obbligazioni che replicano un portafoglio con pesi variabili composto da un'obbligazione* linked *e un'obbligazione* zero coupon*; Fig. 42).*

Fig. 41

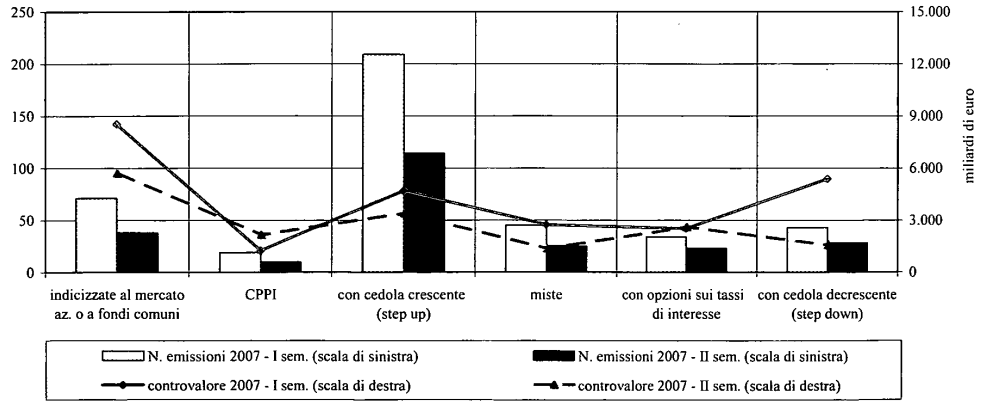
Emissioni lorde di obbligazioni internazionali e domestiche di banche italiane



Fonte: elaborazioni su dati Bondware (per le emissioni internazionali) e prospetti informativi e condizioni definitive (per le emissioni domestiche).

Fig. 42

Emissioni lorde di obbligazioni bancarie strutturate sul mercato italiano



Fonte: elaborazioni su prospetti informativi.

Con riferimento ai mercati secondari, gli scambi di obbligazioni sui mercati regolamentati italiani sono aumentati del 7% (da 2.341 a 2.512 miliardi di euro; Tav. 10). In particolare il volume degli scambi è cresciuto del 20% su Bondvision (da 555 a 664 miliardi di euro), del 22% sul Mot (da 122 a 149 miliardi di euro) ed è quasi raddoppiato su Tlx (da 13 a 25 miliardi di euro). Rimangono stabili i volumi sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), mentre sono in flessione quelli sul Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative (da 17 a 9,2 miliardi di euro).

Tav. 10

Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani[1]
(miliardi di euro)

	Mts	Bondvision	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot[2]	Euro Mot	Tlx[3]	*Totale*
2000	2.020	—	..	154	..	—	*2.174*
2001	2.324	18	12	136	1	—	*2.491*
2002	2.205	100	24	159	2	—	*2.490*
2003	2.160	176	23	142	4	2	*2.507*
2004	1.949	339	31	147	4	8	*2.478*
2005	1.596	448	19	123	—	7	*2.193*
2006	1.634	555	17	122	—	13	*2.341*
2007	1.665	664	9,2	149	—	25	*2.512*

Fonte: elaborazioni su dati Mts Spa, Borsa Italiana Spa e Tlx Spa. [1] L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. [2] Dal 2005 sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMot. [3] Mercato attivo dal 20 ottobre 2003.

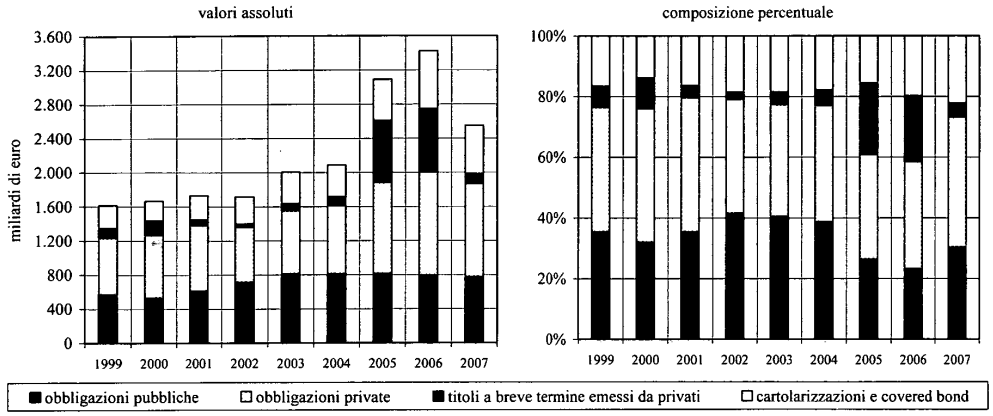
5. Il mercato delle asset backed securities *e dei* covered bonds

Come evidenziato nel precedente §4, la crisi dei mutui *subprime* non ha avuto significative ripercussioni sul volume della raccolta sui mercati obbligazionari; sia in Europa che negli USA, nel 2007 i collocamenti di obbligazioni da parte di imprese private e di soggetti pubblici sono stati di importo simile a quello registrato nel 2006 (Fig. 43). Tuttavia, in Europa si è registrata una brusca contrazione dei collocamenti di titoli a breve termine emessi da banche e altri veicoli di matrice bancaria, spesso indirettamente esposti al mercato delle cartolarizzazioni (come nel caso delle *asset backed commercial paper*); tali collocamenti erano cresciuti in maniera molto intensa nei due anni precedenti, ma le tensioni indotte dalla crisi dei *subprime* hanno reso problematico il rifinanziamento dei titoli in scadenza attraverso nuove emissioni.

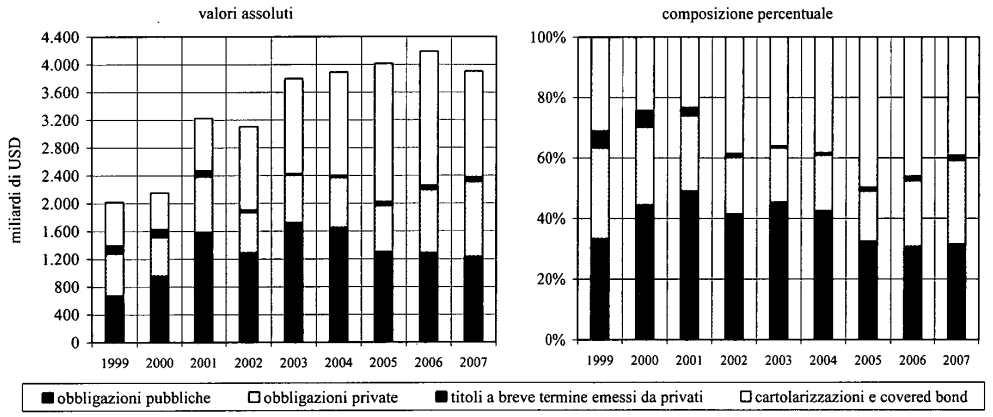
Fig. 43

Emissioni lorde di titoli obbligazionari

EUROPA



USA



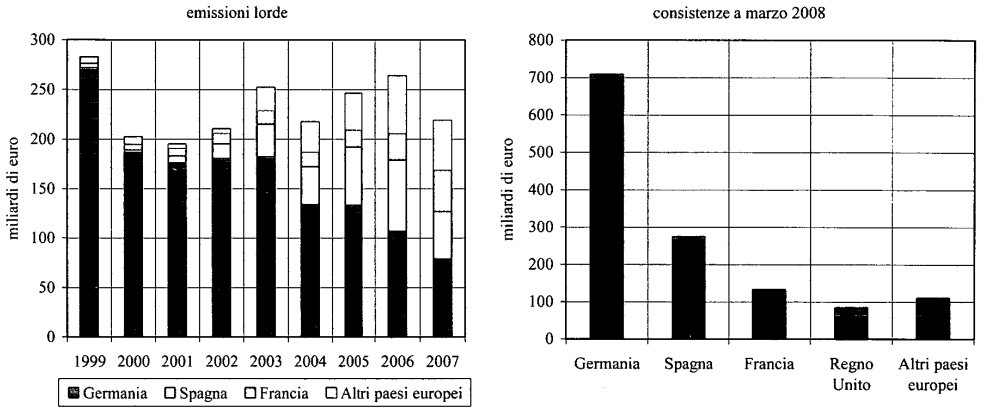
Fonte: elaborazioni su dati Bondware.

Negli USA, invece, si è registrata una significativa riduzione del volume complessivo di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (da circa 1.930 miliardi di dollari nel 2006 a circa 1.530 miliardi di dollari nel 2007; -20% circa).

Per ciò che riguarda l'Europa, nel 2007 le emissioni lorde di *covered bonds* nei principali paesi sono scese da 263 a 219 miliardi di euro (-17%) a causa principalmente della contrazione delle emissioni in Germania (da 107 a 79 miliardi di euro, -26%) e in Spagna (da 72 a 48 miliardi di euro; -33%); le emissioni sono cresciute, invece, del 57% in Francia (da 27 a 42 miliardi di euro; Fig. 44).

Fig. 44

Il mercato europeo dei *covered bonds*



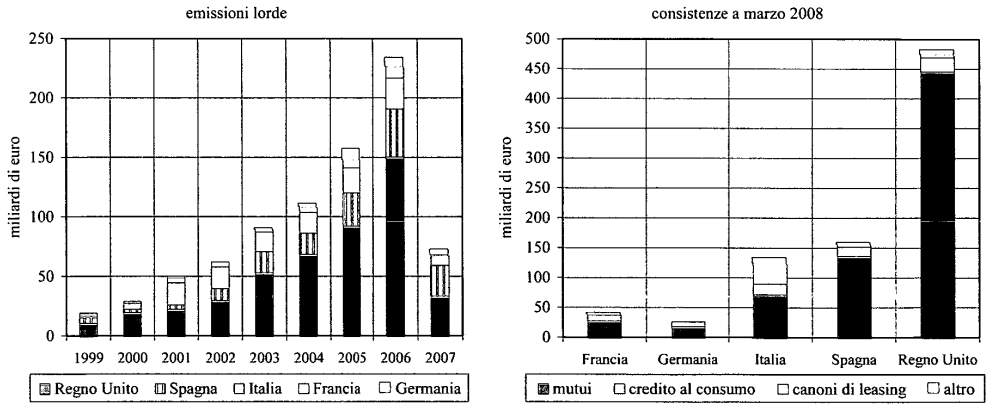
Fonte: elaborazioni su dati Bondware.

A marzo 2008 le consistenze dei covered bonds *tedeschi rappresentavano il 54% delle consistenze totali rilevate per i Paesi europei; i titoli spagnoli rappresentavano invece il 21% delle consistenze totali, quelli francesi il 10% e quelli inglesi il 6%.*

La crisi dei *subprime* ha avuto un effetto negativo assai più marcato nel mercato delle cartolarizzazioni. Le emissioni lorde di Abs sono infatti fortemente diminuite in tutti i principali paesi europei (Fig. 45); in particolare, nel Regno Unito sono passate da 150 a 33 miliardi di euro (-77%), in Spagna da 40 a 26 miliardi di euro (-36%), in Italia da 26 a 8 miliardi di euro (-70% circa), in Germania da 7 a 4 miliardi di euro (-40%) e in Francia da circa 10 miliardi di euro a 451 milioni di euro (-95%).

Fig. 45

Titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione di crediti e attivi di banche e imprese nei principali Paesi europei



Fonte: elaborazioni su dati Bondware. I dati non comprendono le cartolarizzazioni di crediti del settore pubblico; il paese è quello nel quale ha sede legale la società che cede gli attivi cartolarizzati (cosiddetto *originator*).

Con riguardo ai principali paesi europei, al Regno Unito è riconducibile il 57% dello stock *dei titoli strutturati in circolazione a fine marzo 2008, alla Spagna il 19%, all'Italia il 16%, alla Francia il 5% e alla Germania il 3%. I titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione risultano prevalentemente garantiti da mutui (83% delle consistenze totali); quelli garantiti da crediti al consumo e da canoni di* leasing *rappresentano, invece, rispettivamente il 9% e il 5% delle consistenze totali (Fig. 45).*

III – GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE

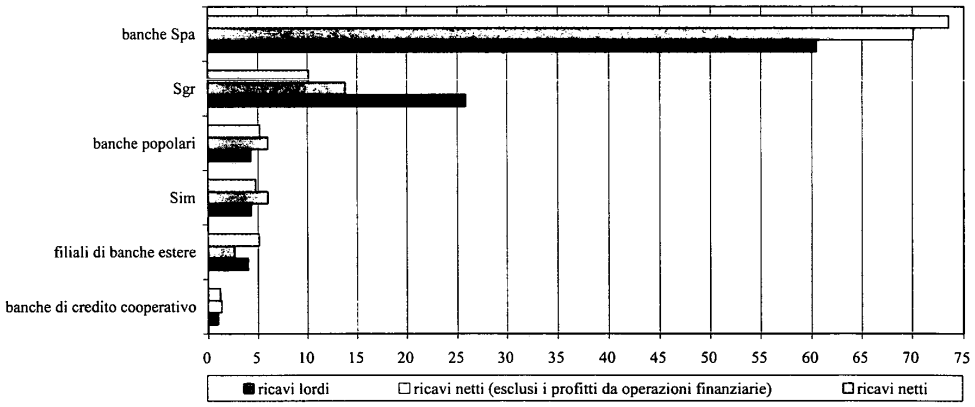
1. La struttura del settore dell'intermediazione mobiliare

Nel biennio 2005-2006 il ruolo delle banche nel settore dell'intermediazione mobiliare si è rafforzato, come emerge dall'incremento registrato, rispettivamente, dalla quota dei ricavi lordi e dei ricavi netti da intermediazione mobiliare a esse riconducibile. In particolare, il peso delle banche sui ricavi lordi è passato dal 62% nel 2005 al 70% circa nel 2006, mentre la quota dei ricavi netta è cresciuta dal 76% all'85% circa.

Con riguardo alla ripartizione per tipologia di soggetto, i ricavi lordi da intermediazione mobiliare sono ascrivibili per il 60% circa alle banche costituite in forma di società per azioni (circa 220 soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento); per il 4% alle banche popolari (39 soggetti); per l'1% alle banche di credito cooperativo (oltre 440 soggetti). Alle filiali di banche estere (41 soggetti) è imputabile, invece, il 4% dei ricavi complessivi (Fig. 46).

Fig. 46

Ripartizione dei ricavi da intermediazione mobiliare per tipologia di soggetto
(dati relativi al 2006; valori percentuali)

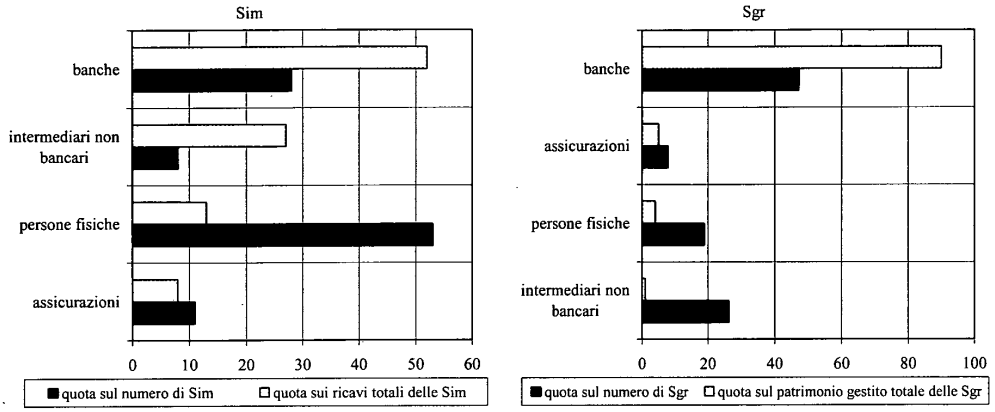


Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza. I ricavi lordi (netti) da intermediazione mobiliare sono dati dalla somma delle commissioni lorde (nette) da servizi di investimento e da gestione del risparmio e dai profitti da operazioni finanziarie.

Alle Sim è riferibile solo il 4% dei ricavi lordi da intermediazione mobiliare; di questi, il 50% è riconducibile a soggetti controllati da intermediari bancari (Fig. 47). Alle Sgr è imputabile, invece, circa il 26% dei ricavi lordi (31% nel 2005) e il 10% circa dei ricavi netti (16% nel 2005); una quota rilevante delle commissioni percepite dalle Sgr è infatti retrocessa alle strutture distributive rappresentate in larga misura da sportelli o reti di promotori di gruppi bancari. Circa il 90% dei ricavi delle Sgr è riferibile a soggetti controllati da gruppi bancari.

Fig. 47

Soggetti controllori di Sim e Sgr
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e dati Assogestioni. Per le Sim i ricavi si riferiscono al primo semestre del 2007; per le Sgr il patrimonio a fine 2007 è riferito ai fondi aperti di diritto italiano e a quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*), inclusi i fondi di fondi (sono esclusi i fondi chiusi).

2. I principali gruppi bancari

La crisi dei *subprime* ha avuto un impatto negativo significativo sui ricavi e sulla redditività dei principali gruppi bancari italiani. Nel 2007, infatti, il margine di intermediazione si è ridotto di oltre il 7% e il risultato di gestione si è ridotto del 5% circa (Tav. 11). L'utile netto complessivo è invece cresciuto del 9,8%, essenzialmente per effetto di operazioni di natura straordinaria legate anche a operazioni di riassetto societario e di consolidamento.

La riduzione del margine di intermediazione nel 2007 è imputabile in larga misura alla riduzione dei profitti da operazioni finanziarie che si sono quasi dimezzati. Le commissioni nette complessive si sono ridotte del 6,3% circa e quelle da servizi di investimento e gestioni collettive del 4%. È proseguita la contrazione delle commissioni nette da gestioni collettive (-11% circa) e individuali (-14% circa), mentre le commissioni da collocamento di prodotti finanziari e assicurativi sono lievemente cresciute (2% circa).

Tav. 11

Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani
(valori in milioni di euro)

	2003	2004	2005	2006	2007	variazione % 2007/2006
Margine di interesse (a)[1]	27.501	27.745	29.195	38.032	37.214	-2,2
Commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)	16.201	16.736	19.316	22.800	21.369	-6,3
di cui:						
da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)	8.106	8.589	9.768	11.727	11.258	-4,0
negoziazione titoli e valute e raccolta ordini	1.048	1.009	1.081	1.659	1.699	2,4
gestioni individuali	843	764	1.005	1.214	1.047	-13,8
gestioni collettive	4.129	4.689	4.869	4.824	4.288	-11,1
banca depositaria	346	374	370	390	328	-15,9
custodia titoli	209	204	179	210	225	7,1
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	1.443	1.474	2.179	3.277	3.350	2,2
consulenza	89	75	84	153	320	108,8
da servizi bancari (b.2)[2]	7.001	7.061	8.171	10.406	9.421	-9,5
altre commissioni nette (b.3)[3]	1.095	1.086	1.377	666	688	3,3
Profitti da operazioni finanziarie (c)[4]	3.437	3.115	3.055	6.215	3.517	-43,4
Altri proventi netti di gestione (d)	3.632	3.854	1.912	1.887	1.566	-17,0
Risultato della gestione assicurativa (e)	....	....	626	537	526	-2,1
Margine di intermediazione (f = a+b+c+d+e)	50.771	51.450	54.103	69.470	64.191	-7,6
Costi operativi (g)[5]	32.156	31.857	31.110	38.675	35.002	-9,5
Risultato di gestione (f-g)	18.615	19.592	22.993	30.796	29.189	-5,2
Utile netto[6]	5.051	8.617	11.849	16.524	18.137	9,8

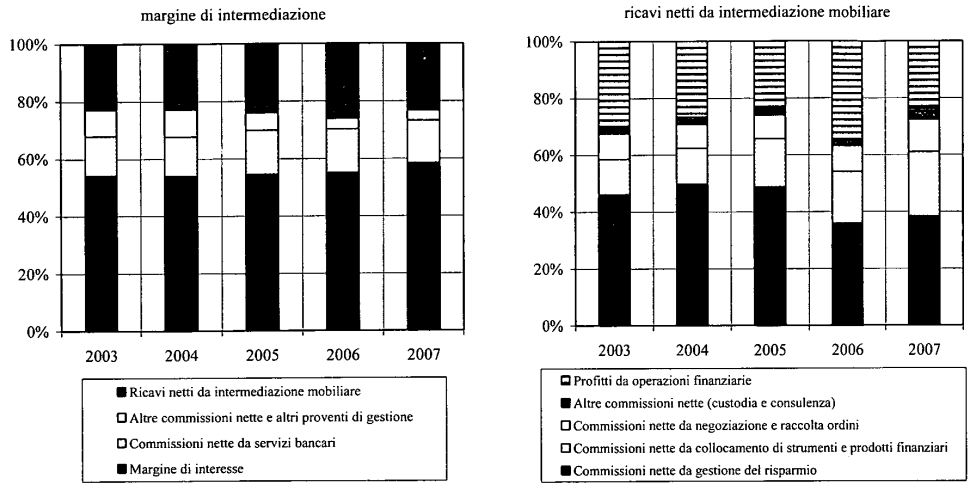
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. [1] Inclusi i dividendi su partecipazioni e gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. [2] Commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, servizi di incasso e pagamento, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e servizi Bancomat. [3] Commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie. [4] Per i bilanci a partire dal 2005, redatti sulla base dei principi contabili Ias/Ifrs, la voce comprende il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie. [5] Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. [6] Incluso l'utile di terzi.

Nel 2007 il peso sul margine di intermediazione dei ricavi da intermediazione mobiliare (intesi come somma delle commissioni nette da servizi di investimento e gestioni collettive e dei profitti da operazioni finanziarie) è lievemente diminuito (dal 26% al 23%), mentre è cresciuto il peso del margine di interesse, pari a quasi il 60% dei ricavi totali (Fig. 48).

Pur se in flessione rispetto al triennio 2003-2005, le commissioni nette da gestione del risparmio rappresentano la quota preponderante dei ricavi da intermediazione mobiliare (38% circa), seguite dalle commissioni di collocamento e dai profitti da operazioni finanziarie.

Fig. 48

Ricavi dei principali gruppi bancari italiani

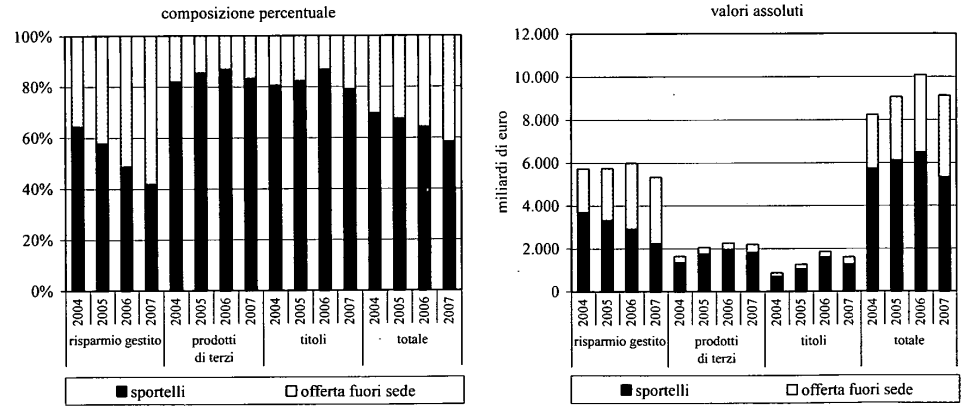


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Nell'ambito delle commissioni attive da servizi di investimento e da collocamento di prodotti e strumenti finanziari, è aumentato il peso delle commissioni generate dal collocamento fuori sede, che ha superato il 40%, a scapito del peso delle commissioni generate dagli sportelli bancari. Il peso delle reti di promotori è particolarmente rilevante per il collocamento di prodotti del risparmio gestito, mentre per ciò che riguarda i ricavi da collocamento di titoli e prodotti finanziari di terzi rimane preponderante il peso delle commissioni generate dagli sportelli (Fig. 49).

Fig. 49

Commissioni attive da servizi di investimento e collocamento di prodotti e strumenti finanziari dei principali gruppi bancari italiani per canale distributivo



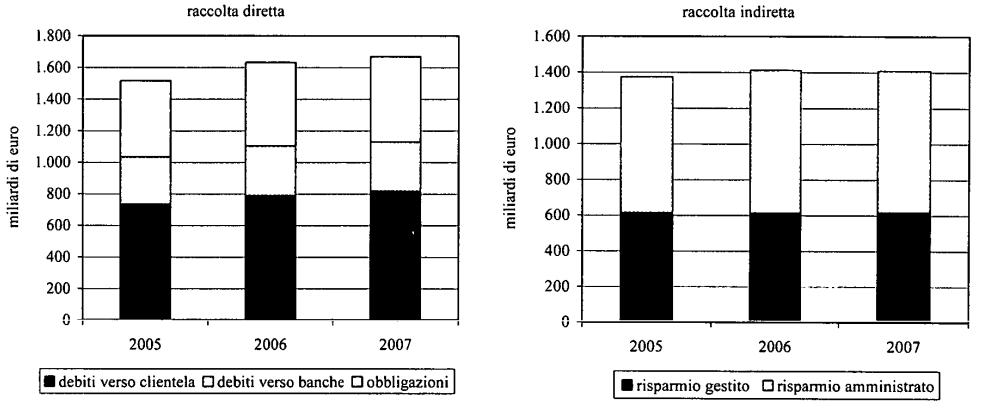
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

I dati sulla raccolta indiretta (risparmio gestito e risparmio amministrato) evidenziano una sostanziale stabilità della massa gestita, pari a circa 1.400 miliardi di euro nel 2007, mentre il risparmio amministrato cresciuto nel 2006 (da 761 a 797 miliardi di euro; +4,8% circa) si è leggermente ridotto nel 2007 (circa 791 miliardi di euro; -0,8%) (Fig. 50).

Sul fronte della raccolta diretta si è registrata invece una crescita sia della raccolta da clientela (da 790 a 818 miliardi di euro; +3,6% circa) che della raccolta rappresentata da titoli (da 528 a 540 miliardi di euro; +2,2% circa).

Fig. 50

Raccolta dei principali gruppi bancari italiani



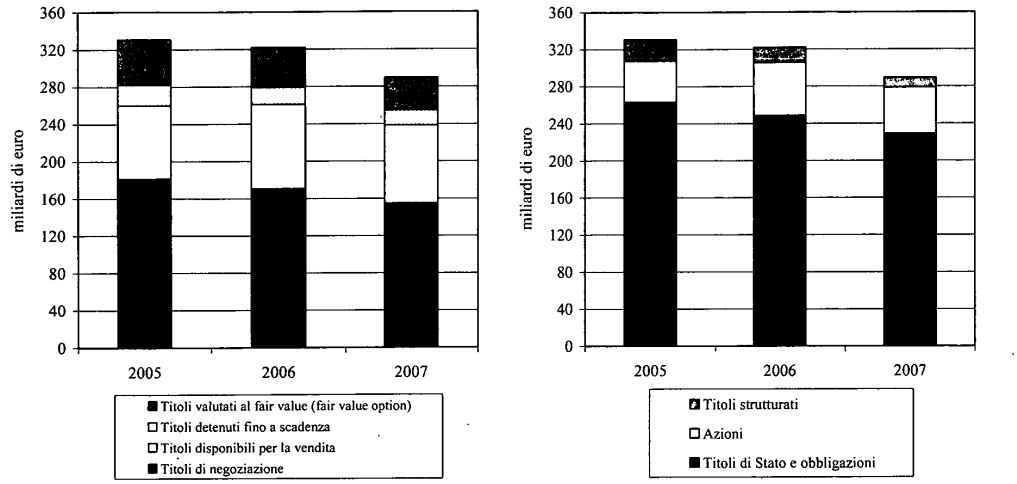
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Il risparmio gestito include le riserve tecniche a fronte di prodotti assicurativi e previdenziali di società del gruppo. Nella raccolta diretta sono escluse le passività subordinate e di negoziazione.

Il valore complessivo dei titoli di proprietà delle banche si è ridotto di circa il 10% (da 322 miliardi di euro a fine 2006 a 290 miliardi di euro fine 2007). I titoli valutati al *fair value* (sulla base della cosiddetta *fair value option*) si sono ridotti del 18%, i titoli detenuti sino a scadenza si sono ridotti dell'11% circa e i titoli di negoziazione del 9% circa. I titoli strutturati rappresentano poco meno del 4% del portafoglio titoli complessivo dei principali gruppi bancari italiani, mentre i titoli di debito hanno un'incidenza preponderante (80% circa) (Fig. 51).

Il valore netto di mercato dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani è negativo per circa 4 miliardi di euro. Sebbene l'entità del *fair value* netto dei derivati di negoziazione indichi che, complessivamente, i rischi di mercato potrebbero essere contenuti, l'importo del *fair value* lordo (dato dalla somma in valore assoluto dei *fair value* positivi e negativi), pari a circa 196 miliardi di euro, indica che il rischio di controparte rimane significativo (Fig. 52).

Fig. 51

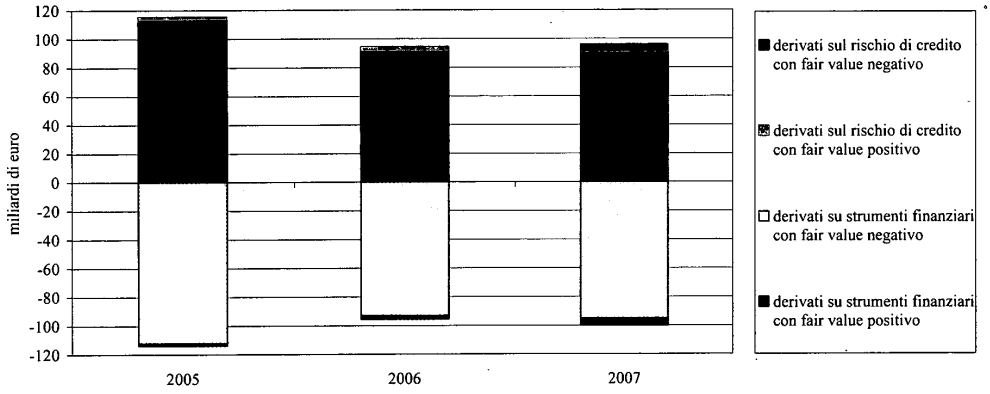
Composizione del portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti) e le attività cedute e non cancellate o deteriorate. Gli Oicr sono ricompresi fra i titoli di Stato e le obbligazioni.

Fig. 52

Valore di mercato (*fair value*) dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo)



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

L'esposizione complessiva dei principali gruppi bancari derivante da operazioni di cartolarizzazioni è quasi triplicata nel triennio 2005 - 2007 (da 23 a 67 miliardi di euro), sebbene questa dinamica sia ascrivibile in prevalenza a un singolo gruppo bancario; di particolare rilievo risulta l'esposizione legata a cartolarizzazioni di terzi (aumentata da 14 a 42,7 miliardi di euro). Più in particolare, le esposizioni per cassa sono aumentate da 22 a 54 miliardi di euro nel 2007, mentre le esposizioni fuori bilancio (linee di credito e garanzie rilasciate) sono passate da uno a 13 miliardi di euro. In generale, tra le varie

tipologie di attività, i mutui hanno rappresentato tra il 24% (nel 2006) e il 38% (nel 2007) dell'esposizione totale, di cui però i mutui considerati deteriorati hanno rappresentato percentuali limitate e decrescenti nel triennio (rispettivamente, 14%, 6%, e 3%). Nel 2007 le esposizioni derivanti da cartolarizzazioni collegate a mutui propri sono risultate più rilevanti rispetto a quelle collegate a mutui di terzi (rispettivamente, 24,5% contro 13,7%) (Tav. 12).

Tav. 12

Esposizioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione dei principali gruppi bancari italiani
(valori in milioni di euro)

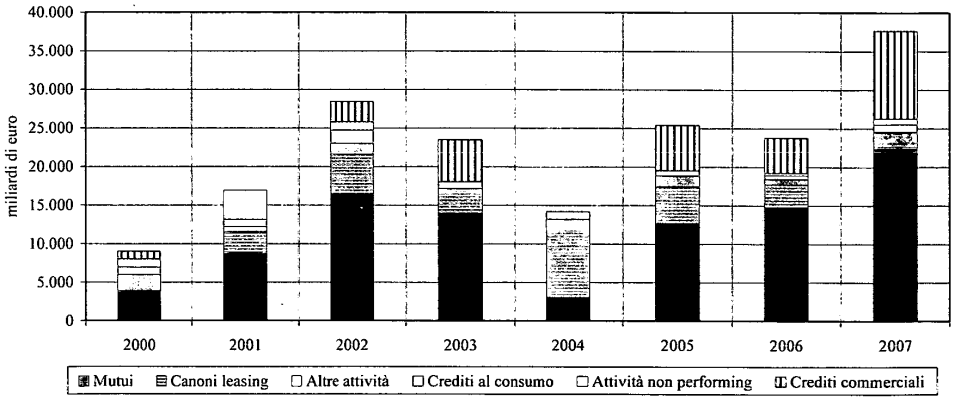
		Proprie				Di terzi				*Totale complessivo*
		Mutui		Altre attività		Mutui		Altre attività		
		deteriorate	non deteriorate	deteriorate	non deteriorate	deteriorate	non deteriorate	deteriorate	non deteriorate	
2005	Cassa	2.527	1.737	864	2.878	--	430	1.126	12.608	*22.170*
	Fuori bilancio	836	202	4	125	--	--	--	--	*1.167*
	Totale	*3.362*	*1.939*	*868*	*3.003*	--	*430*	*1.126*	*12.608*	*23.337*
2006	Cassa	2.231	1.257	403	4.372	78	9.040	579	20.556	*38.517*
	Fuori bilancio	915	194	50	31	--	--	--	16.438	*17.628*
	Totale	*3.146*	*1.451*	*453*	*4.403*	*78*	*9.040*	*579*	*36.995*	*56.145*
2007	Cassa	1.142	13.987	133	7.836	2	8.763	267	21.912	54.042
	Fuori bilancio	1.114	231	50	33	-	459	-	11.290	13.176
	Totale	2.256	14.218	183	7.869	2	9.222	267	33.202	67.218

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. I dati includono il gruppo HVB.

Nel 2007 si è registrata una forte crescita degli attivi cartolarizzati dai principali gruppi bancari italiani, dovuta in prevalenza a operazioni di cessione di mutui e di crediti commerciali (Fig. 53).

Fig. 53

Attivi oggetto di cessione per finalità di cartolarizzazione da parte dei principali gruppi bancari italiani

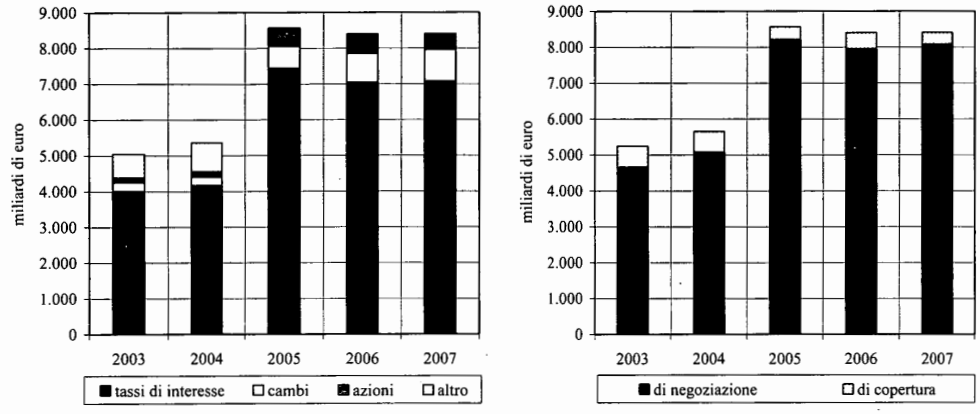


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Nel triennio 2005-2007 il controvalore nozionale degli strumenti derivati detenuti dai principali gruppi bancari italiani è rimasto complessivamente stabile; a fine 2007 esso era pari a circa 8.000 miliardi di euro (Fig. 54).

Fig. 54

Controvalore nozionale degli strumenti derivati dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo)

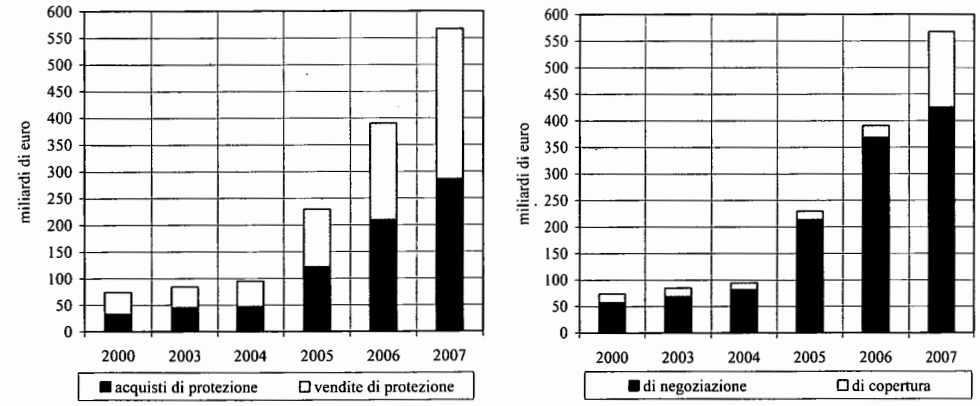


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Le posizioni in derivati creditizi risultano, invece, cresciute significativamente nel triennio 2005-2007, essendo passate da 232 miliardi di euro nel 2005 a circa 567 miliardi di euro nel 2007. L'incremento è stato relativamente più accentuato per le vendite di copertura (da 181 a 281 miliardi di euro), mentre rimangono di gran lunga prevalenti le posizioni detenute per finalità di *trading* (sebbene riconducibili per quote molto significative a un singolo gruppo bancario; Fig. 55).

Fig. 55

Controvalore nozionale dei derivati sul rischio di credito dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo)



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

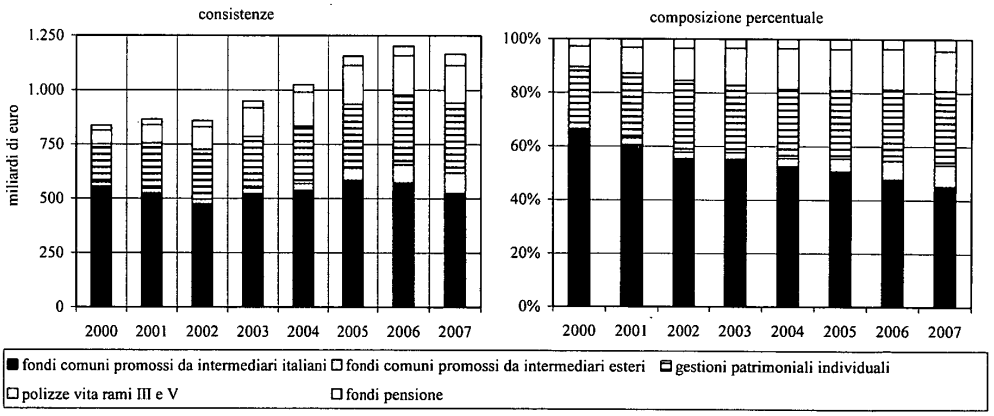
3. Gli investitori istituzionali

A fine 2007 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia risultava inferiore del 3% circa rispetto al valore di dicembre 2006 (da 1.202 a 1.165 miliardi di euro circa). Tale riduzione è dovuta principalmente all'andamento dei fondi comuni promossi da intermediari italiani, il cui patrimonio è sceso da 573 a 524 miliardi di euro circa (-8,5%; Fig. 56). Anche l'ammontare delle riserve tecniche a fronte delle polizze assicurative vita dei rami III e V è diminuito (da 182 a 172 miliardi di euro; -5% circa), interrompendo il trend crescente rilevato negli ultimi anni. Le risorse gestite dai fondi comuni promossi da intermediari esteri (94 miliardi di euro a dicembre 2007) sono, invece, aumentate del 13%, mentre il patrimonio delle gestioni individuali è rimasto stabile intorno ai 320 miliardi di euro. Infine, il patrimonio gestito dai fondi pensione è cresciuto del 20% circa, passando da 43,2 a 52,0 miliardi di euro.

Il numero dei fondi pensione di nuova istituzione (negoziali e aperti) é cresciuto del 65% a causa principalmente dell'entrata in vigore della nuova disciplina della previdenza complementare. In particolare, le risorse gestite dai fondi pensione negoziali sono passate da 9,2 a 11,6 miliardi di euro, mentre quelle gestite dai fondi pensione aperti sono cresciute da 3,5 a 4,3 miliardi di euro circa.

Fig. 56

Patrimonio dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia



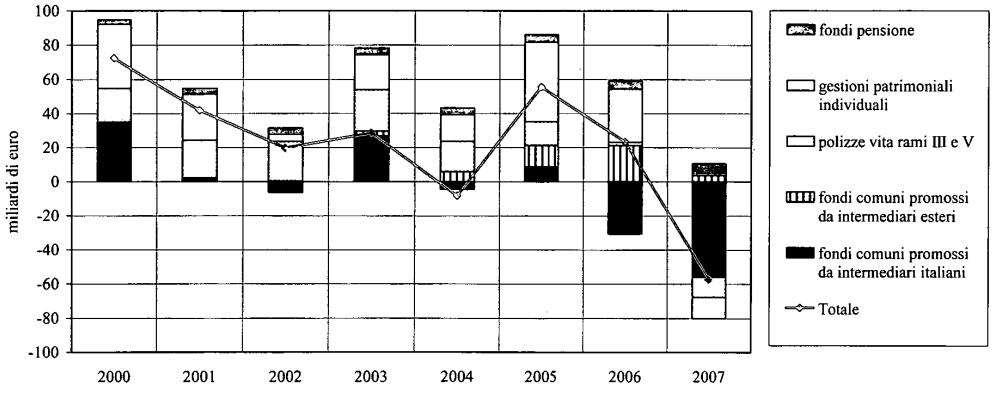
Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. Dati di fine periodo. I dati sui fondi comuni promossi da intermediari italiani comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. I dati relativi alle gestioni patrimoniali individuali sono al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al "lavoro diretto italiano" (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia).

Complessivamente, nel 2007 la raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia è stata negativa per circa 60 miliardi di euro (Fig. 57), essenzialmente a causa del deflusso di risorse dai fondi comuni promossi da intermediari italiani (-56 miliardi di euro; -31 miliardi di euro nel 2006). La raccolta netta delle gestioni patrimoniali è stata pure di segno negativo (-12 miliardi di euro nel 2007 contro +31 miliardi di euro nel

2006), così come quella delle polizze assicurative vita del ramo V (prodotti a capitalizzazione), che hanno subito un deflusso di risorse pari a 12 miliardi di euro, mentre la raccolta netta delle polizze assicurative vita del ramo III (polizze *linked*) è stata positiva (117 milioni di euro) anche se di molto inferiore rispetto a quella rilevata a fine 2006 (2,1 miliardi di euro). La raccolta netta dei fondi pensione di nuova istituzione negoziali e aperti è stata di segno positivo e pari a 3,5 miliardi di euro (contro 2,3 miliardi di euro a fine 2006).

Fig. 57

Raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia



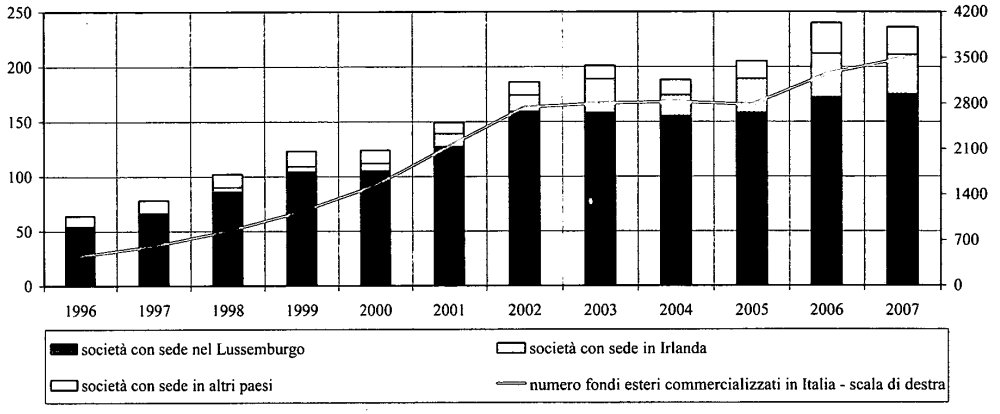
Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. I dati sui fondi comuni promossi da intermediari italiani comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*). I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al "lavoro diretto italiano" (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia). I dati relativi ai fondi pensione non includono i contributi relativi ai fondi pre-esistenti. Il dato totale non tiene conto delle sottoscrizioni nette di fondi comuni da parte delle gestioni patrimoniali individuali.

Nel 2007 la raccolta netta di fondi comuni promossi da intermediari esteri, pur se positiva, è fortemente diminuita rispetto al 2006 (da 21 a 4 miliardi di euro circa; -83%) a causa principalmente del deflusso di risorse rilevato nel terzo e nel quarto trimestre (rispettivamente -1,4 e -6,2 miliardi di euro). Il patrimonio gestito dai fondi esteri è aumentato (da 83 a 94 miliardi di euro; +13%), ma a un ritmo meno sostenuto rispetto all'anno precedente (+50%). È calato leggermente anche il numero di operatori di diritto estero (quasi tutti con sede legale nel Lussemburgo e in Irlanda) autorizzati alla commercializzazione di questi prodotti (da 240 a 236; Fig. 58), mentre continua a crescere il numero di fondi esteri commercializzati in Italia (da 3.244 a 3.488).

I fondi comuni promossi da intermediari italiani hanno subito un forte deflusso di risorse (56 miliardi di euro circa), che ha interessato non solo i fondi comuni domiciliati in Italia (53 miliardi di euro circa nel 2007; Fig. 59), ma anche i fondi comuni domiciliati all'estero gestiti da intermediari italiani, cosiddetti fondi *roundtrip* (3,1 miliardi di euro).

Fig. 58

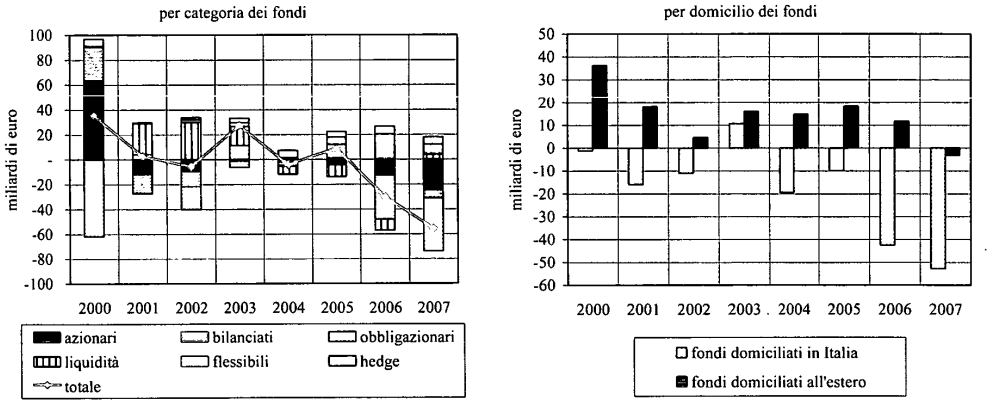
Numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia e numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi per sede legale



Fonte: prospetti informativi.

Fig. 59

Raccolta netta dei fondi comuni promossi da intermediari italiani



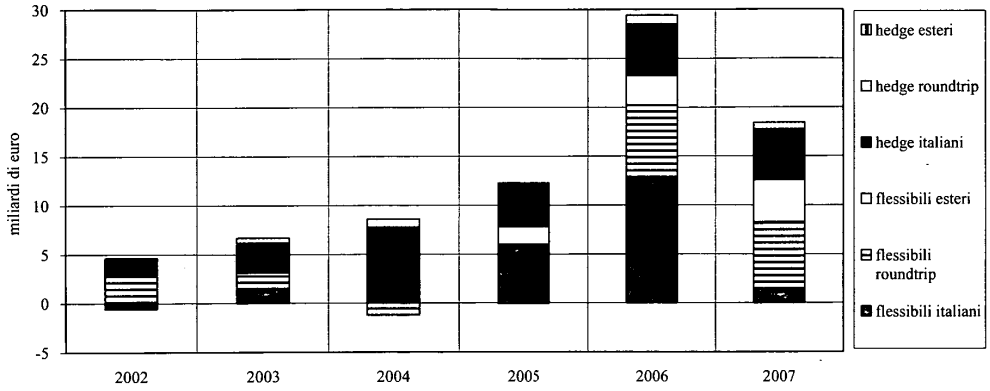
Fonte: Assogestioni. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono alla sola raccolta presso sottoscrittori italiani fino al 2004; per gli anni successivi includono anche la raccolta presso sottoscrittori esteri.

La raccolta netta è stata negativa per i fondi obbligazionari (-43 miliardi di euro circa), per quelli azionari (-24 miliardi di euro) e per quelli bilanciati (-6,9 miliardi di euro). In controtendenza rispetto al 2006, la raccolta netta per i fondi di liquidità, invece, è stata positiva (3,8 miliardi di euro contro -8,9 miliardi di euro nel 2006). L'afflusso di risorse ha superato i riscatti anche per i fondi flessibili (8,3 miliardi di euro) e per quelli hedge *(5,9 miliardi di euro).*

La raccolta netta dei fondi flessibili e hedge*, tuttavia, pur rimanendo di segno positivo, è diminuita rispetto al 2006 del 37%, passando da 29 a 18 miliardi di euro (Fig. 60). La flessione più significativa ha interessato i fondi flessibili italiani, per i quali la raccolta netta è scesa da 12,8 a 1,4 miliardi di euro circa.*

Fig. 60

Raccolta netta dei fondi *hedge* e flessibili per domicilio del fondo



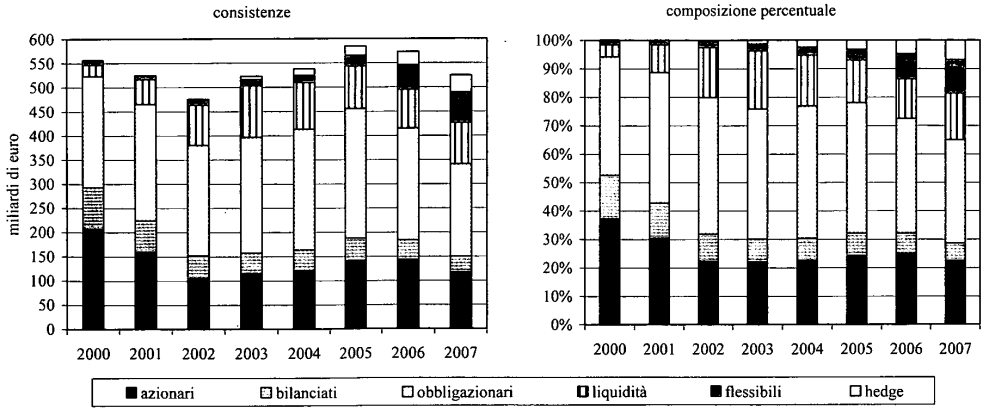
Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni.

Il patrimonio gestito dai fondi comuni promossi da intermediari italiani si è ridotto dell'8,5% (Fig. 61) a causa principalmente della diminuzione delle risorse gestite dai fondi comuni di diritto italiano (da 371 a 322 miliardi di euro; -13%); il patrimonio dei fondi *roundtrip* è rimasto, invece, stabile intorno ai 202 miliardi di euro.

Il peso dei fondi azionari sul totale del patrimonio gestito dai fondi promossi da intermediari italiani è sceso dal 25 al 22% (Fig. 61), quello dei fondi bilanciati dal 7 al 6%, mentre quello dei fondi obbligazionari dal 40 al 36%. È aumentato, invece, il peso delle risorse gestite da fondi di liquidità (dal 14 al 16%), flessibili (dal 9 al 12%) e hedge *(dal 5 al 7%).*

Fig. 61

Patrimonio netto dei fondi comuni promossi da intermediari italiani



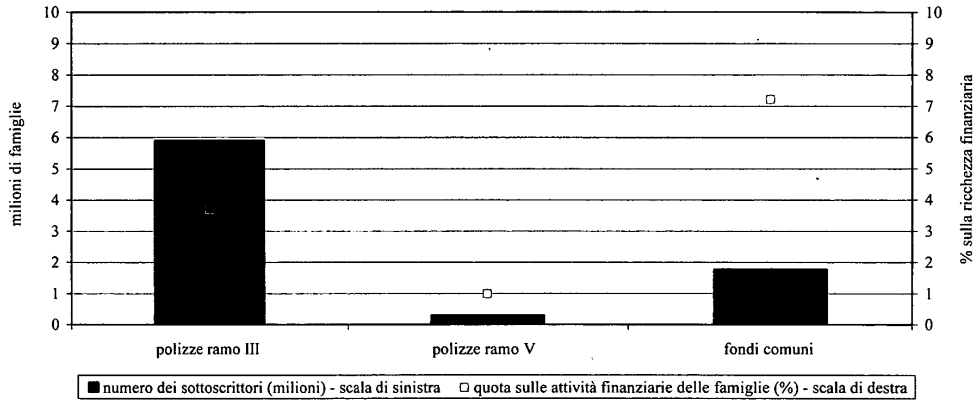
Fonte: Assogestioni. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono al patrimonio complessivo.

Nonostante i forti deflussi di risorse, l'incidenza dei fondi comuni sulle attività finanziarie delle famiglie rimane comunque significativa (7% circa), sebbene le polizze

vita del ramo III (polizze *linked*) risultino più diffuse tra gli investitori *retail* e le famiglie rispetto ai fondi comuni di investimento (Fig. 62). Le polizze vita del ramo V (polizze a capitalizzazione), che hanno subito significativi deflussi di risorse sia nel 2006 che nel 2007, hanno invece un peso residuale sulle attività finanziarie delle famiglie e risultano meno diffuse.

Fig. 62

Partecipazione delle famiglie al mercato dei fondi comuni e delle polizze assicurative vita rami III e V
(dati a fine 2007)



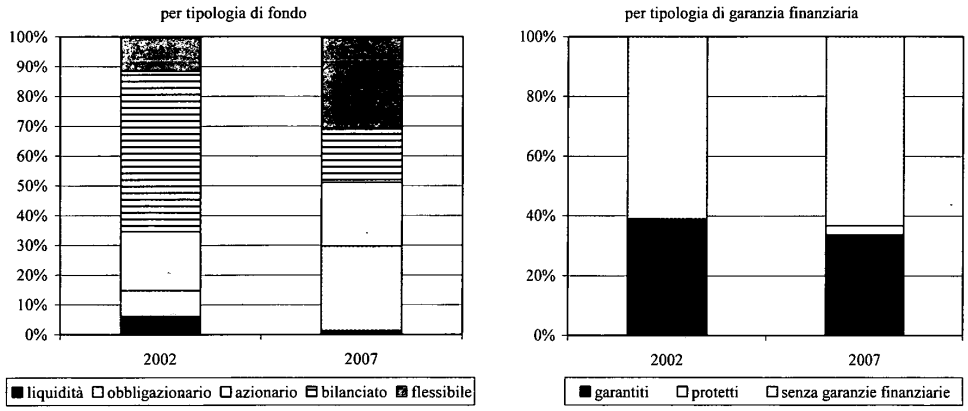
Fonte: GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market 2008, Banca d'Italia, Ania. I dati sul numero di sottoscrittori di fondi sono di fonte GfK Eurisko e i dati sul numero di sottoscrittori di polizze di fonte Ania; i dati sulla quota della ricchezza finanziaria investita in fondi comuni sono di fonte Banca d'Italia; i dati sulla ricchezza investita in polizze sono di fonte Ania e Banca d'Italia. Confronta Note Metodologiche.

L'evoluzione della composizione del patrimonio gestito dei fondi interni collegati alle polizze unit linked *è stata in parte differente rispetto a quella rilevata per i fondi comuni di investimento italiani. Infatti, dal 2002 al 2007 é aumentato non solo il peso dei fondi flessibili (dal 12 al 31%), ma anche quello dei fondi obbligazionari (dal 10 al 28%)(Fig. 63). Non ha subito modifiche particolarmente rilevanti, invece, la quota di patrimonio gestito investita in fondi garantiti o protetti (dal 39 al 37%) rispetto a quella investita in fondi privi di garanzie finanziarie (dal 61 al 63%).*

Nel 2007 le modifiche delle scelte di asset allocation *dei fondi di diritto italiano hanno portato a una riduzione del peso, sul totale del portafoglio, delle azioni italiane (dal 6,7 al 5,5%) ed estere (dal 24 al 22%); è aumentato, invece, il peso dei titoli di Stato e delle obbligazioni italiane (dal 39 al 43%)(Fig. 64). Le scelte di investimento delle gestioni patrimoniali individuali non sono immediatamente confrontabili con quelle dei fondi comuni, poiché circa il 37% del loro portafoglio è investito a sua volta in fondi comuni; tuttavia, ripartendo la quota investita in fondi secondo la composizione media del loro portafoglio, le gestioni individuali risulterebbero meno esposte al mercato azionario rispetto ai fondi comuni di investimento (21%). La quota delle risorse investita in titoli di Stato e obbligazioni italiane (47%), invece, risulta di poco superiore a quella rilevata per i fondi comuni italiani.*

Fig. 63

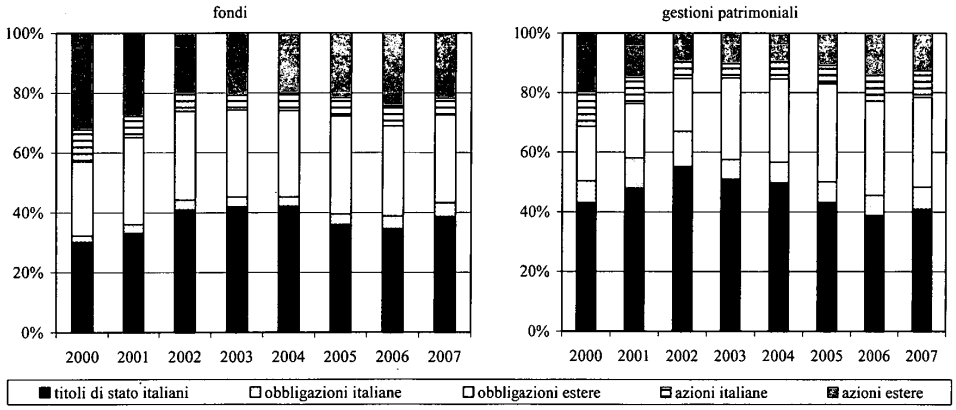
Composizione del patrimonio gestito dei fondi collegati alle polizze *unit linked*



Fonte: elaborazioni su dati Ania.

Fig. 64

Composizione del portafoglio dei fondi comuni aperti di diritto italiano e delle gestioni patrimoniali individuali



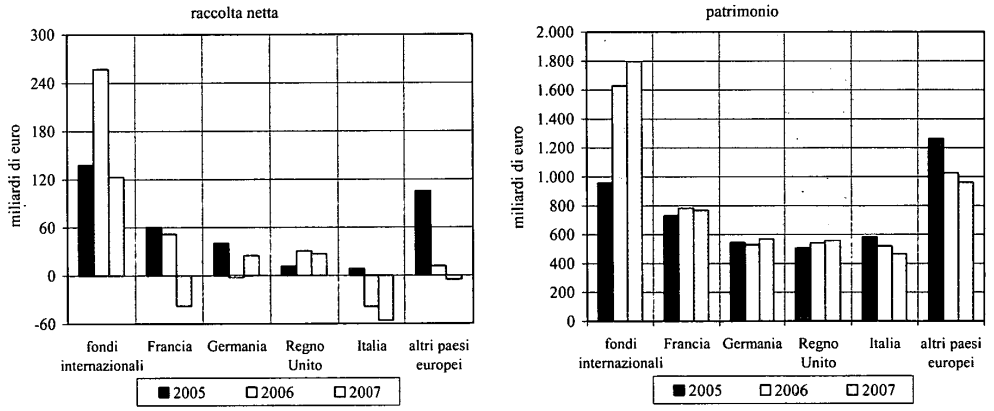
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. La quota investita in Oicr delle gestioni individuali è stata allocata alle altre attività finanziarie sulla base della composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano nell'anno di riferimento.

Nel panorama europeo l'Italia non è l'unico paese caratterizzato da un forte deflusso di risorse dai fondi comuni di investimento italiani. Nel 2007 la raccolta netta è stata largamente negativa anche in Francia (-38 miliardi di euro) e in Spagna (-14 miliardi di euro). Inoltre, la raccolta netta dei fondi domiciliati in Lussemburgo e Irlanda e venduti su base *cross-border* in più paesi europei si è ridotta di oltre il 50% (Fig. 65). Escludendo i fondi internazionali, il mercato italiano rimane comunque al quarto posto in Europa per patrimonio gestito (dopo Francia, Germania e Regno Unito).

Nel corso del 2007 è invece continuato a crescere il mercato italiano dei fondi immobiliari (Riquadro 1).

Fig. 65

Patrimonio e raccolta netta dei fondi comuni in Europa



Fonte: FERI FMI. I fondi sono classificati sulla base del paese dal quale derivano la quota preponderante del patrimonio; tale criterio di classificazione può essere diverso sia da quello del paese di domicilio del fondo, come accade per i fondi cosiddetti *roundtrip*, sia da quello del paese di residenza dell'intermediario promotore. I "fondi internazionali" sono quelli domiciliati in Irlanda e Lussemburgo per i quali non è possibile identificare un singolo paese che concorre per almeno l'80% al patrimonio complessivo (cosiddetti "puri *cross border*"). Gli "altri paesi europei" sono Svizzera, Spagna, Belgio, Svezia, Austria, Olanda, Danimarca, Finlandia, Norvegia, Portogallo e Grecia. Sono esclusi i fondi di fondi.

Riquadro 1

I fondi immobiliari

A fine 2007 erano presenti 22 fondi immobiliari, gestiti da 13 Sgr, negoziati su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana. I prezzi di borsa delle quote dei fondi nel periodo 2002 – 2007 evidenziano l'esistenza di un consistente sconto rispetto ai valori di patrimonio netto (c.d. *market discount*), pari in media a oltre il 20% e la presenza di ridotti volumi di negoziazione.

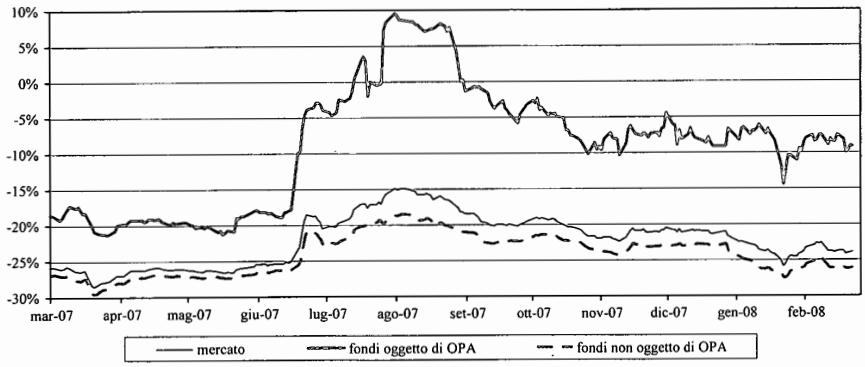
Nel corso del periodo maggio-settembre 2007, l'effetto *price discovery* delle prime offerte pubbliche di acquisto (OPA) che hanno riguardato fondi immobiliari ha comportato una temporanea riduzione del *market discount* sull'intero mercato dei fondi immobiliari italiani quotati.

Considerando l'insieme dei fondi immobiliari (quotati e non quotati), a partire dal 2005 si è registrato un aumento dei fondi riservati a investitori qualificati rispetto a quelli oggetto di offerta pubblica o quotati in mercati regolamentati.

Infatti, al 31 dicembre 2007 il numero di fondi immobiliari riservati risultava preponderante (126 pari al 73,7% del totale), rispetto al numero dei fondi offerti al pubblico (28 pari al 16,4% del totale). Risulta inoltre in crescita il numero dei fondi speculativi immobiliari (17 pari al 9,9% del totale). In termini di patrimonio netto i fondi riservati hanno un peso pari al 59% circa, i fondi offerti al pubblico un peso pari al 35% circa e i fondi speculativi un peso pari al 6% circa.

Il maggiore sviluppo dei fondi immobiliari riservati, imputabile alla dismissione di rilevanti patrimoni immobiliari da parte di gruppi industriali e famiglie, è da ricollegare agli incentivi fiscali offerti dalla normativa in materia e alla forte crescita del valore degli immobili.

***Market discount* dei fondi immobiliari quotati**
(marzo 2007 – febbraio 2008)



Fonte: elaborazioni Consob su dati di Borsa Italiana.

Negli ultimi anni lo sviluppo del settore si è associato a una crescita del grado di leva finanziaria. La leva media del settore è passata, infatti, dal 14% nel 2003 a circa il 40% nel 2007.

Oltre la metà dei fondi immobiliari, con un patrimonio gestito al 31 dicembre 2007 pari a circa 12 miliardi di euro, dovrà completare le operazioni di liquidazione nel periodo 2011 – 2017.

Struttura del mercato italiano dei fondi immobiliari chiusi[1]
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società di gestione	Numero fondi operativi	Patrimonio netto	Totale attivo	Composizione percentuale attività			
					immobili e diritti reali immobiliari	strumenti finanziari	valori mobiliari e liquidità	altre attività
2003	11	19	4.434	5.160	74,7	8,7	10,2	6,4
2004	16	32	8.101	12.326	86,1	6,1	3,6	4,2
2005	27	64	12.026	18.576	83,7	8,5	4,8	3,1
2006	34	118	16.291	26.924	82,0	6,8	6,1	5,1
2007	47	171	21.563	35.866	85,3	4,7	4,4	5,6

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. [1] L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Sul fronte dei costi, i dati relativi ai rendiconti dei fondi comuni aperti di diritto italiano indicano che le commissioni medie rispetto alla massa gestita, cresciute dall'1,44% del 2005 all'1,54% del 2006, nel 2007 si sono invece ridotte all'1,41% (Tav. 13). Tali variazioni sono dovute principalmente alla riduzione delle commissioni di gestione e di incentivo, diminuite in particolare sui fondi liquidità, sui flessibili e, in misura più contenuta, sugli azionari.

Tav. 13

Costi a carico dei fondi aperti di diritto italiano
(valori percentuali)

	Peso sulla massa gestita media[1]						Ripartizione percentuale[2]					
	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale
2003												
Liquidità	0,07	0,53	..	..	..	0,60	11,4	88,4	0,1	..	0,1	100,0
Azionari	0,13	1,87	0,04	0,26	0,03	2,32	5,5	80,7	1,7	11,0	1,1	100,0
Obbligazionari	0,08	0,82	..	0,02	..	0,93	9,1	88,1	0,2	2,3	0,3	100,0
Bilanciati	0,09	1,19	0,03	0,07	0,01	1,39	6,5	85,6	1,8	5,2	0,8	100,0
Flessibili	0,13	1,48	0,26	0,23	0,06	2,16	6,1	68,6	12,2	10,5	2,7	100,0
Totale	*0,09*	*1,00*	*0,02*	*0,07*	*0,01*	*1,18*	*7,7*	*84,4*	*1,3*	*5,9*	*0,7*	*100,0*
2004												
Liquidità	0,07	0,55	..	..	..	0,62	11,9	88,0	..	..	0,1	100,0
Azionari	0,13	1,93	0,02	0,18	0,06	2,32	5,7	83,2	0,8	7,8	2,5	100,0
Obbligazionari	0,09	0,86	..	0,01	..	0,96	9,0	89,4	0,1	1,1	0,4	100,0
Bilanciati	0,10	1,20	0,02	0,04	0,05	1,40	6,9	85,5	1,3	3,1	3,2	100,0
Flessibili	0,12	1,42	0,15	0,19	0,03	1,92	6,5	74,1	7,8	9,8	1,8	100,0
Totale	*0,10*	*1,06*	*0,01*	*0,05*	*0,02*	*1,23*	*7,7*	*85,8*	*0,9*	*4,2*	*1,5*	*100,0*
2005												
Liquidità	0,10	0,73	..	..	..	0,83	12,0	87,8	..	..	0,1	100,0
Azionari	0,14	2,01	0,04	0,33	0,05	2,57	5,3	78,2	1,7	13,0	1,9	100,0
Obbligazionari	0,09	0,99	..	0,02	..	1,10	8,6	89,5	0,1	1,5	0,3	100,0
Bilanciati	0,11	1,51	0,03	0,06	0,02	1,72	6,3	87,5	1,7	3,3	1,2	100,0
Flessibili	0,10	1,35	0,18	0,14	0,01	1,79	5,8	75,4	10,3	7,9	0,6	100,0
Totale	*0,11*	*1,21*	*0,02*	*0,09*	*0,01*	*1,44*	*7,3*	*84,2*	*1,5*	*6,0*	*1,0*	*100,0*
2006												
Liquidità	0,10	0,67	..	..	..	0,77	12,5	87,3	..	..	0,2	100,0
Azionari	0,13	1,98	..	0,28	0,24	2,63	5,1	75,3	..	10,5	9,1	100,0
Obbligazionari	0,10	1,01	..	0,02	0,01	1,14	8,5	88,5	..	1,8	1,2	100,0
Bilanciati	0,10	1,51	..	0,05	0,05	1,71	6,1	88,3	..	2,8	2,8	100,0
Flessibili	0,09	1,32	..	0,26	0,08	1,74	4,9	76,0	..	14,7	4,3	100,0
Totale	*0,10*	*1,26*	..	*0,10*	*0,07*	*1,54*	*6,9*	*82,1*	..	*6,4*	*4,6*	*100,0*
2007												
Liquidità	0,08	0,52	..	--	..	0,60	12,9	86,9	..	--	0,2	100,0
Azionari	0,12	1,95	..	0,09	0,18	2,34	5,1	83,4	..	3,9	7,5	100,0
Obbligazionari	0,09	0,98	..	..	0,01	1,08	8,2	90,3	..	0,3	1,2	100,0
Bilanciati	0,11	1,56	..	..	0,06	1,72	6,2	90,2	..	0,1	3,4	100,0
Flessibili	0,08	1,21	..	0,04	0,05	1,39	6,0	87,3	0,1	3,1	3,6	100,0
Totale	*0,10*	*1,23*	..	*0,03*	*0,06*	*1,41*	*6,7*	*87,2*	..	*2,0*	*4,1*	*100,0*

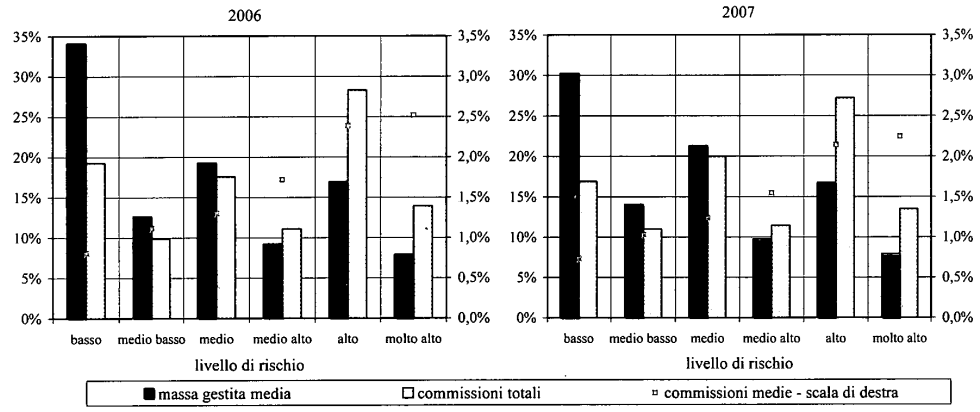
Fonte: elaborazioni Consob su dati di rendiconto. [1] La massa gestita è calcolata come media dei dati di fine mese. [2] L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Le commissioni attive totali sui fondi aperti di diritto italiano nel 2006 sono state generate per circa il 42% dai fondi che riportano nel prospetto informativo un livello di rischio "alto" o "molto alto", fondi ai quali è imputabile solo il 25% circa della massa gestita nell'anno. I fondi con livello di rischio "basso" o "medio basso" hanno assorbito, invece, il 47% circa della massa gestita media nell'anno e hanno generato il 29% circa delle commissioni totali (Fig. 66). Le commissioni medie sui prodotti con rischio "alto" e "molto alto" sono state pari al 2,5% circa della massa gestita, mentre per quelli con rischio "basso" le commissioni sono state pari in media all'1% circa della massa gestita.

Nel 2007 si è registrata una diminuzione delle commissioni medie su fondi a rischio "alto" e "molto alto"; le commissioni attive totali generate da tali fondi si sono ridotte a circa il 40% del totale, mentre l'incidenza della massa gestita imputabile a tali fondi è rimasta costante.

Fig. 66

Ripartizione delle massa gestita e delle commissioni sui fondi comuni aperti di diritto italiano per livello di rischio



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e archivio Consob sui prospetti informativi dei fondi comuni.

4. Le famiglie

I dati derivanti da indagini campionarie mostrano una forte polarizzazione nelle scelte di investimento da parte delle famiglie italiane: da un lato vi sono famiglie molto conservatrici e avverse al rischio, che investono i propri risparmi esclusivamente in depositi, pronti contro termine o prodotti postali (si può stimare che tali famiglie rappresentino oltre il 60% della popolazione); dall'altro, invece, vi sono famiglie che posseggono almeno uno strumento o prodotto finanziario e che dunque ricercano una composizione più equilibrata del proprio portafoglio di attività finanziarie sotto il profilo del *trade off* rischio rendimento.

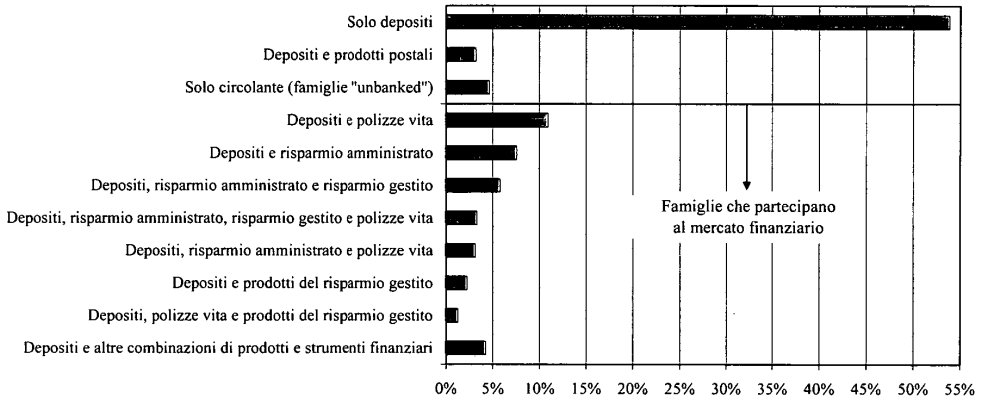
In particolare, i dati relativi a dicembre 2007 mostrano che circa il 54% delle famiglie ha attività finanziarie rappresentate esclusivamente da depositi bancari e/o postali, a cui si aggiunge un altro 3% circa di famiglie che oltre ai depositi possiede solo prodotti postali (buoni fruttiferi e altri prodotti postali) (Fig. 67); inoltre, circa il 5% delle famiglie

italiane non ha nessun tipo di rapporto con intermediari finanziari e quindi non detiene né depositi né prodotti o strumenti finanziari (cosiddette famiglie *unbanked*). Quindi, il 62% circa delle famiglie non ha nessuna "esposizione" al mercato finanziario, nel senso che non detiene alcuno strumento o prodotto finanziario.

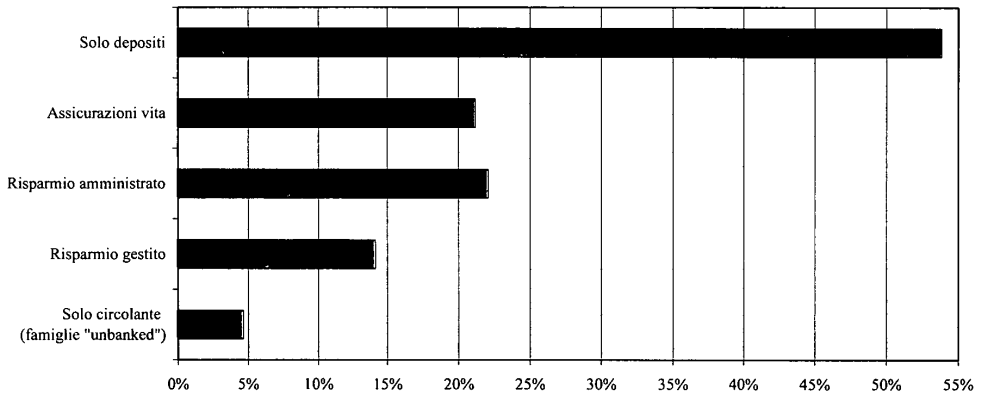
Fig. 67

Tipologie di attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane
(percentuale di famiglie che detiene l'attività o le combinazioni di attività finanziarie indicate a dicembre 2007)

DATI ANALITICI



DATI DI SINTESI



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.

Le statistiche sul restante 38% di famiglie che invece "partecipano" al mercato finanziario – nel senso che detengono almeno uno strumento o un prodotto finanziario, inclusi i prodotti assicurativi del ramo vita – mostrano scelte di *asset allocation* abbastanza

variegate in termini di macro-categorie di prodotti finanziari. Quella più frequente è data dalla combinazione di depositi e assicurazioni vita o fondi pensione (scelta da circa l'11% delle famiglie), seguita dalla combinazione fra depositi e risparmio amministrato, cioè investimento diretto in azioni, obbligazioni o titoli di Stato (scelta da circa l'8% delle famiglie).

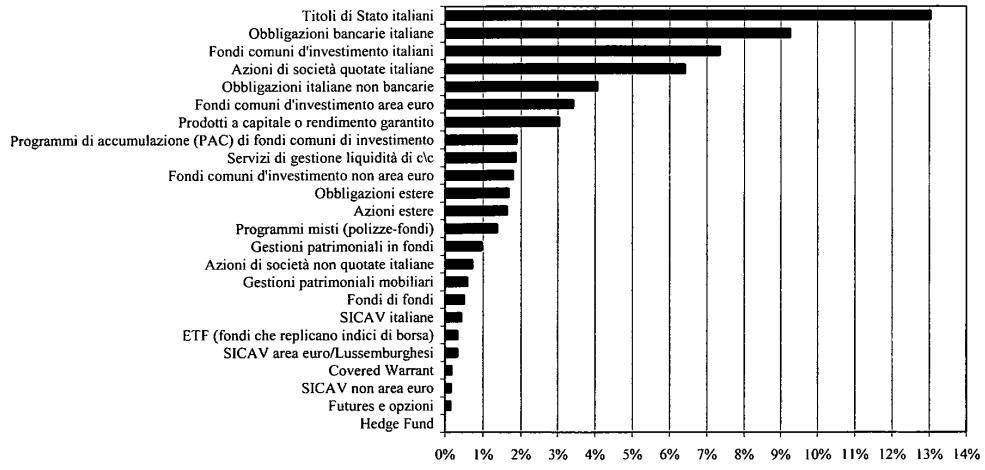
Più rare sono invece altre combinazioni di macro-attività finanziarie; ad esempio, solo il 6% circa delle famiglie detiene (oltre ai depositi) risparmio amministrato e prodotti del risparmio gestito; solo il 3% circa delle famiglie ha un portafoglio di attività finanziarie composto da depositi, risparmio amministrato, prodotti del risparmio gestito e prodotti assicurativi.

In sintesi, mentre come già detto circa il 55% delle famiglie italiane detiene esclusivamente depositi, circa 21 famiglie su 100 detengono almeno un'assicurazione vita o un fondo pensione, circa 22 famiglie su 100 detengono almeno uno strumento finanziario (azioni, obbligazioni o titoli di Stato) e circa 14 famiglie su 100 possiedono almeno un prodotto del risparmio gestito.

Concentrando l'attenzione sugli strumenti e i prodotti finanziari in senso stretto (cioè escludendo i fondi pensione e le assicurazioni vita, oltre che i depositi), i titoli di Stato sono l'*asset class* più diffusa fra le famiglie italiane: circa 13 famiglie su 100 possiedono titoli di Stato (Fig. 68); le obbligazioni bancarie sono invece il secondo strumento più diffuso (posseduto da circa 9 famiglie su 100), seguite dai fondi comuni di diritto italiano (posseduti da circa 7 famiglie su 100); circa 6 famiglie su 100 possiedono direttamente azioni quotate italiane e 4 famiglie su 100 possiedono obbligazioni non bancarie.

Fig. 68

Diffusione dei prodotti e strumenti finanziari fra le famiglie italiane
(percentuale di famiglie che detiene lo strumento o prodotto finanziario indicato a dicembre 2007)



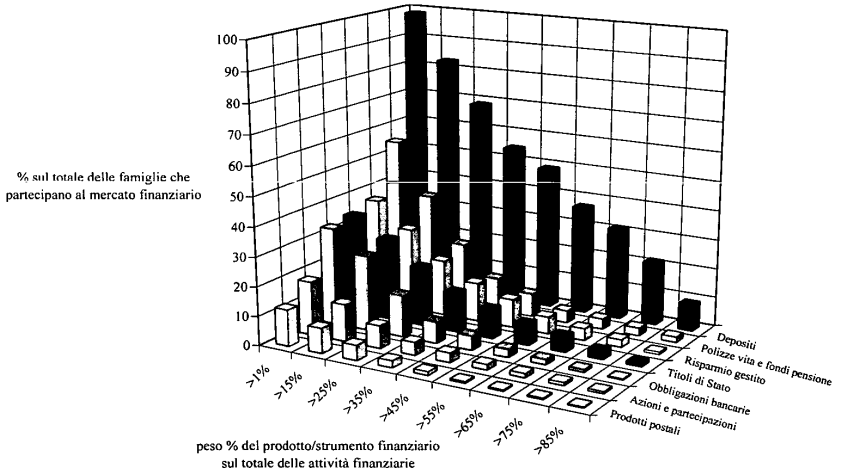
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market 2008. Confronta Note metodologiche.

In sintesi, per oltre la metà delle famiglie italiane i depositi rappresentano l'unica attività finanziaria posseduta e che quindi assorbe il 100% del portafoglio, a cui si aggiunge un altro 5% di famiglie che non ha alcun rapporto con il sistema bancario e finanziario.

Sono meno del 40%, invece, le famiglie che detengono prodotti o strumenti finanziari e che quindi tendono a ricercare forme di composizione di portafoglio più equilibrate, che pur vedendo in una posizione prevalente i depositi combinano diverse forme di investimento del risparmio. Infatti, per queste famiglie il peso dei depositi sul portafoglio complessivo di attività finanziarie rimane rilevante ma solo per meno della metà dei casi supera il 45% (Fig. 69).

Fig. 69

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 2007)



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.

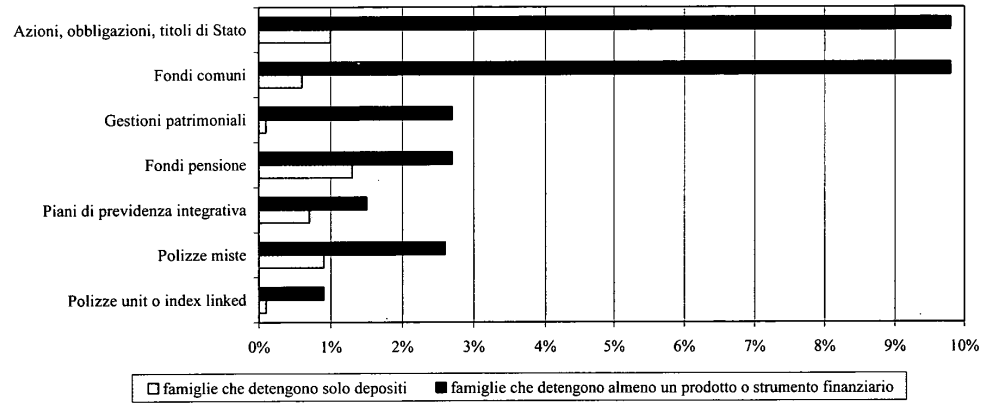
I prodotti assicurativi rappresentano la forma di investimento del risparmio più diffusa sia in termini di numero di soggetti coinvolti che di peso sul portafoglio complessivo; oltre il 20% delle famiglie che partecipa al mercato finanziario investe più del 25% del portafoglio in prodotti assicurativi e circa l'8% investe più di del 45% del portafoglio in prodotti assicurativi. Al secondo posto, sebbene quasi sullo stesso piano dei prodotti assicurativi, si collocano i titoli di Stato e i prodotti del risparmio gestito: circa il 20% delle famiglie che partecipano al mercato finanziario investe più del 25% del portafoglio in titoli di Stato e in prodotti del risparmio gestito. Al terzo posto si collocano

le obbligazioni bancarie: le famiglie che investono più del 25% del portafoglio in obbligazioni bancarie sono circa il 14% e quelle che investono più del 45% sono meno del 5%. Seguono le azioni e le partecipazioni, mentre in ultima posizione si collocano i prodotti postali.

Le famiglie che a fine 2007 possedevano solo depositi sono state oggetto di una pressione commerciale da parte degli intermediari assai meno intensa rispetto a quelle che alla stessa data possedevano strumenti o prodotti finanziari. Nel primo caso, circa 5 famiglie su 100 ricordano di avere avuto una proposta di prodotti di investimento, contro quasi 20 famiglie su 100 nel secondo caso. Alle famiglie che detenevano strumenti o prodotti finanziari gli intermediari hanno consigliato più frequentemente singoli titoli e fondi comuni di investimento (Fig. 70); alle famiglie che detenevano solo depositi gli intermediari hanno proposto raramente titoli o fondi comuni (circa una famiglia su 100), così come altre tipologie di prodotti di investimento (polizze, fondi pensione e gestioni patrimoniali).

Fig. 70

Prodotti e strumenti finanziari proposti alle famiglie dagli intermediari
(percentuale di famiglie a cui è stato proposto il prodotto o strumento finanziario indicato nel periodo dicembre 2006-dicembre 2007)



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

Per le famiglie che possiedono prodotti o strumenti finanziari le figure che più frequentemente fungono da referente per i servizi di consulenza sono funzionari specificatamente dedicati all'interno della banca (28% circa delle famiglie), i direttori di filiale (24% circa delle famiglie), addetti allo sportello (17% circa delle famiglie) e i promotori finanziari (circa 17% delle famiglie) (Fig. 71). Circa il 12% delle famiglie dichiara invece di non avvalersi di alcun soggetto collegato a intermediari finanziari per consigli in merito alla gestione dei risparmi.

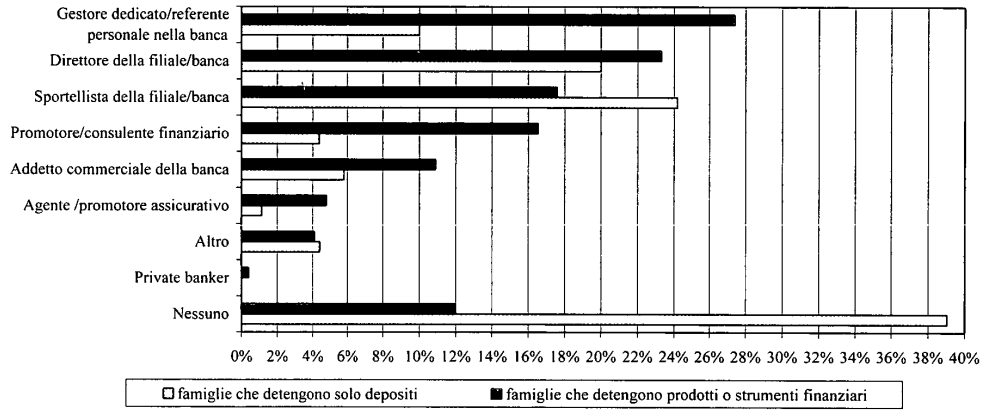
Per le famiglie che detengono solo depositi si rileva invece che nel 40% circa dei casi non vi è alcuna figura che funge da referente per i servizi di consulenza in materia di gestione del risparmio all'interno delle strutture degli intermediari. Questo dato può essere

letto sia nel senso che le famiglie più avverse al rischio e conservative nelle scelte di portafoglio non sentono la necessità di avere servizi di consulenza, sia nel senso che sono gli intermediari stessi a non offrire tali servizi sapendo che difficilmente dal servizio di consulenza potranno scaturire altri servizi di investimento che generano commissioni attive. Si tratta di un'evidenza in linea con quella relativa al fatto che tali famiglie sono oggetto di una pressione commerciale assai meno intensa rispetto a quelle che partecipano al mercato finanziario.

Per le famiglie che investono solo in depositi la figura che più di frequente funge da riferimento per i servizi di consulenza è lo sportellista bancario (quasi un quarto delle famiglie), seguito dal direttore di filiale (circa 20% dei casi).

Fig. 71

Referenti per i servizi di consulenza e gestione del risparmio all'interno delle strutture degli intermediari
(percentuale di famiglie che ha come referente la figura indicata a dicembre 2007)



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

C L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

PAGINA BIANCA

I – LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

1. L'informativa societaria

Nel corso del 2007 l'attività di vigilanza sul rispetto degli obblighi informativi degli emittenti ha comportato la formulazione di 302 richieste di informazioni a società quotate italiane, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, e 159 richieste di pubblicazione di dati e notizie, ai sensi dell'art. 114 del Tuf (Tav. 14).

Tav. 14

Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

Tipologia di interventi	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Richieste di informazioni ex art. 115, commi 1 e 2, del Tuf						
Assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate	*36*	*82*	*51*	*90*	*36*	*59*
Richieste di dati e informazioni	*100*	*317*	*43*	*213*	*201*	*151*
Richieste di conferma di partecipazioni rilevanti	*23*	*49*	*21*	*77*	*30*	*44*
Richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione	*52*	*31*	*12*	*47*	*28*	*48*
Totale	211	489	127	427	295	302
Richieste di informazioni a società sul proprio azionariato ex art. 115 del Tuf	31	33	39	13	12	14
Richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf						
Integrazioni di notizie da fornire in assemblea	*69*	*18*	*15*	*6*	*11*	*5*
Integrazioni a documenti contabili periodici	*1*	--	*14*	--	*6*	*1*
Informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)	*25*	*46*	*82*	*69*	*129*	*100*
Informazioni periodiche mensili	*9*	*6*	*8*	*2*	*2*	*1*
Integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie	*2*	*1*	*1*	--	*4*	*3*
Integrazioni di documenti Opa	*3*	*4*	*4*	*17*	*6*	*49*
Totale	109	75	124	94	158	159
Esoneri dalla pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf	5	10	11	2	25	3
Ritardi nella comunicazione ex art. 114 del Tuf	—	—	—	—	12	20
Richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di *rumors*	3	10	3	8	18	14
Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	1	--	--	--	4	--
Accertamenti ispettivi nei confronti di società quotate						
iniziati	2[1]	4	2	2	2	4
conclusi	--	4	2	2	2	1
Accertamenti ispettivi nei confronti di società di revisione						
iniziati	5	7	5	4	3	5
conclusi	...	4	8	3	4	2
Lettere di richiamo	3	3	--	--	1	1
Impugnative di bilancio	--	4	4	4	4	3

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

Circa 40 richieste sono scaturite dagli accertamenti condotti dalla Commissione al fine di verificare l'esposizione dei maggiori emittenti italiani quotati, appartenenti al settore assicurativo e creditizio, ai rischi derivanti dalla crisi dei mutui *subprime*.

Nel mese di agosto, l'Istituto ha richiesto e acquisito notizie dalle società di assicurazioni quotate circa l'attività di investimento a rischio proprio e di gestione di prodotti finanziari aventi come sottostante i mutui in questione.

Nello stesso periodo, la Consob ha raccolto presso i 10 principali intermediari italiani informazioni relative alla presenza di strumenti finanziari collegati a mutui subprime *americani nei portafogli amministrati, alle date del 30 giugno e del 20 agosto 2007, e al controvalore di ciascuno strumento finanziario.*

Dalle informazioni acquisite è emerso che le maggiori banche e compagnie assicurative italiane non hanno un'esposizione rilevante al rischio subprime.

Approfondimenti si sono resi necessari solo per una società appartenente al gruppo Unicredit che aveva partecipato all'emissione di prodotti collateralized debt obligation *(Cdo), garantiti per circa la metà del loro importo da* asset backed securities *(Abs) con rischio* subprime*/Alt-A (cioè la categoria di rischio immediatamente superiore ai* subprime*). Il valore complessivo dei titoli strutturati risultava molto rilevante (14,7 miliardi di euro, di cui 7,4 miliardi con garanzie aventi ad oggetto strumenti finanziari con rischio* subprime*) ma, stando a quanto comunicato dallo stesso gruppo Unicredit, le* tranche equity *dei* collateralized debt obligation *(Cdo) con sottostante rischio* subprime *sarebbero state sottoscritte da investitori istituzionali.*

Gli esponenti aziendali del gruppo Unicredit, convocati dalla Commissione a fine agosto, hanno dichiarato inoltre di escludere rischi di rilievo per la società controllata. Sono anche stati chiesti chiarimenti sull'esposizione verso la banca tedesca Ikb (tra le prime a essere coinvolte nella crisi subprime*), che è risultata di importo non critico in relazione alla dimensione del gruppo Unicredit.*

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

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

Nel corso del 2007 la Commissione ha esaminato 3 reclami motivati per l'esonero dalla pubblicazione di informazioni privilegiate e 20 segnalazioni di ritardo nella diffusione di informazioni privilegiate.

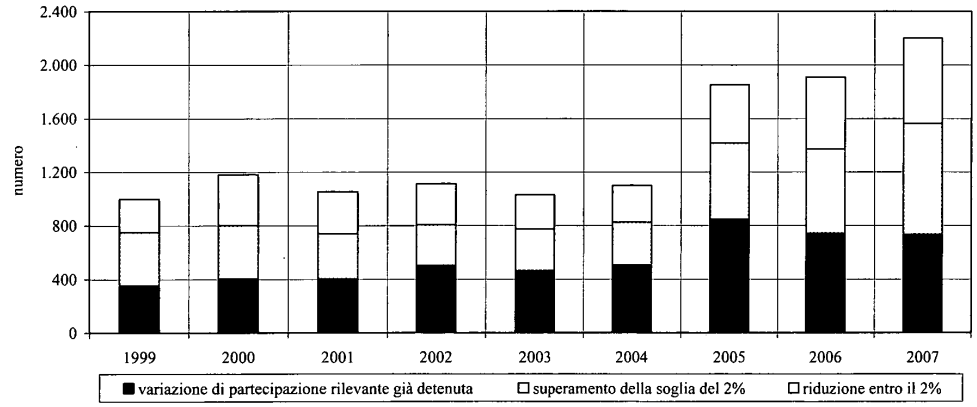
Con riguardo alla pubblicazione di raccomandazioni, l'attività di vigilanza dell'Istituto ha, come di consueto, verificato il rispetto delle disposizioni contenute nel Regolamento Emittenti, in materia di correttezza delle informazioni contenute nelle raccomandazioni e modalità di diffusione di quest'ultime.

*Sulla base dell'esame delle notizie diffuse dagli organi di stampa e dell'andamento degli scambi, la Commissione è intervenuta in 14 casi chiedendo a intermediari autorizzati, ai sensi dell'art. 69-*novies *del Regolamento Emittenti, la pubblicazione di studi contenenti raccomandazioni relative a emittenti quotati. Tali interventi si sono resi necessari al fine di ripristinare sul mercato condizioni di parità informativa in presenza di indiscrezioni sul contenuto degli studi stessi e di sensibile variazione delle quotazioni di mercato degli strumenti finanziari oggetto della raccomandazione.*

L'Istituto ha svolto anche nel corso del 2007 un'intensa attività di controllo sul flusso di comunicazioni relative a partecipazioni rilevanti in società quotate (circa 2.200; Fig. 72).

Fig. 72

Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane



Delle suddette comunicazioni, il 33% ha riguardato la variazione di partecipazione rilevante già detenuta, il 38% il superamento della soglia del 2%, il restante 29% la riduzione della partecipazione entro la medesima soglia.

Nello svolgimento dell'attività di vigilanza sulla trasparenza degli assetti proprietari, la Consob ha concluso gli accertamenti istruttori relativi alla sussistenza di un obbligo di comunicazione al mercato di una operazione di equity swap *avente quale sottostante un rilevante quantitativo di azioni Fiat Spa. La suddetta operazione, posta in essere tra Exor Group, società controllata dalla Giovanni Agnelli & C. Sapa, e Merrill Lynch International, ai sensi dell'art. 120 Tuf e delle disposizioni del Regolamento Emittenti, implicava, infatti, un obbligo di comunicazione di partecipazioni potenziali. Nel corso della complessa istruttoria la Commissione si è avvalsa della collaborazione della Financial Services Authority, presso la sede della quale sono state effettuate alcune audizioni volte a ricostruire il contenuto della citata operazione di* equity swap.

Con riferimento a un altro emittente quotato, sono stati condotti a termine, anche a seguito di verifiche ispettive presso i soggetti interessati, gli accertamenti relativi alla sussistenza di un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122, comma 5, lett. c) del Tuf (patto avente a oggetto l'acquisto di azioni di una società quotata) e non comunicato al mercato nelle forme previste dalla citata disposizione.

Significativa è risultata anche l'attività di vigilanza sull'informazione societaria inerente le operazioni con parti correlate. Nel 2007 la Commissione ha esaminato 13 documenti informativi (Tav. 15) e 23 comunicati stampa elaborati in occasione del compimento di operazioni di tale natura (Tav. 16).

I documenti informativi relativi a operazioni con parti correlate hanno riguardato prevalentemente conferimenti di rami d'azienda e di partecipazioni azionarie e contratti di finanziamento.

Tav. 15

Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2007 da società quotate - documenti informativi

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
ASM	Fusione per incorporazione	Fra società quotata e società interamente controllata
AS Roma	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società quotata e società nella quale l'accomandataria incaricata della gestione è una società il cui capitale sociale è detenuto per il 50% da persona fisica legata da rapporti di parentela con alcuni componenti del consiglio di amministrazione della società quotata
Bastogi	Cessione quote di società	Fra società quotata e società di cui un consigliere di amministrazione della società quotata è, rispettivamente, socio unico e titolare di una partecipazione nel capitale sociale
Bastogi	Acquisto immobile	Fra società quotata e società interamente partecipata da società di cui un consigliere di amministrazione della società quotata è, rispettivamente, socio unico e titolare di una partecipazione nel capitale sociale
Gemina	Contratto di finanziamento ponte, contratto di finanziamento infragruppo	Fra società quotata e società che aderiscono al patto parasociale che regola la *governance* della società quotata
De Longhi	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società quotata e società interamente controllata
Lavorwash	Contratto d'affitto d'azienda	Fra società quotata e società controllata dal soggetto controllante la società quotata
Ferrovie Nord Milano	Cessione dell'intera partecipazione detenuta in una società	Fra società quotata e società controllata da soggetto controllante le società che detengono partecipazioni nel capitale sociale della società quotata
Maffei	Cessione di ramo aziendale	Fra società controllante la società quotata e società interamente controllata dalla società quotata
Tas	Acquisizione della partecipazione in una società e di un ramo d'azienda	Fra società quotata e società controllante
Poligrafici Editoriale	Conferimento di società interamente possedute a favore di altra società interamente controllata	Fra società quotata e società controllata
Società Cattolica di Assicurazione	Sottoscrizione di prestito obbligazionario	Fra società quotata e società che detiene una partecipazione significativa nella società quotata
Maffei	Contratto di finanziamento oneroso	Fra società quotata e società controllante

Tav. 16

Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2007 da società quotate - comunicati stampa

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Nova Re	cessione di attività e partecipazioni	società controllata dalla quotata e società con cui la quotata detiene rapporti commerciali e di fornitura
Asm	cessione di ramo d'azienda	società quotata e società controllata
Asm	fusione per incorporazione	società quotata e società controllata
Roma a.s.	trasferimento della titolarità di un marchio a società neocostituita	società quotata e società amministrata da familiare del soggetto controllante la quotata
Bastogi	cessione di partecipazione di controllo in società controllata a società possedute da un amministratore della quotata	società quotata e società possedute da amministratore della quotata
Bastogi	acquisto di immobili da parte di una controllata della quotata	società interamente controllata dalla quotata e società indirettamente controllata da un amministratore della quotata
Gemina	operazioni di finanziamento	società quotata e società aderenti al patto di sindacato che controlla la quotata
De Longhi	conferimento di ramo d'azienda	società quotata e società interamente controllata
Lavorwash	affitto d'azienda di società controllata dallo stesso controllante della quotata	società quotata e società sorella
Ferrovie Nord Milano	cessione di partecipazione di controllo	società quotata e società indirettamente controllata da soggetto che detiene partecipazione rilevante nella quotata
Maffei	cessione di ramo d'azienda	società controllante la quotata e società controllata dalla quotata
Tas	acquisizione di partecipazione e ramo d'azienda di società del gruppo dalla controllante	società quotata e società controllante la stessa quotata
Poligrafici Editoriale	conferimento di società del gruppo a società neo-costituita	società quotata e società controllata
Maffei	concessione di finanziamento da parte della società quotata alla controllante	società quotata e società controllante la stessa quotata
Cattolica Assicurazioni	sottoscrizione di un prestito obbligazionario subordinato	società quotata e società che esercita influenza notevole sulla quotata
Datalogic	conferimento di rami d'azienda in società del gruppo neo costituite	società quotata e società controllate
Uniland	acquisto da parte di una controllata della quotata di attività cedute da società indirettamente controllata dal soggetto controllante la quotata	società controllata dalla quotata e società controllata indirettamente dall'azionista di riferimento della quotata
Mediaset	acquisizione di società da parte della società quotata dalla controllante	società quotata e società controllante la stessa quotata
Kaitech	cessione a (ex) azionisti rilevanti di partecipazioni in società controllata	società quotata e azionisti rilevanti della quotata
Juventus FC	cessione di ramo d'azienda da parte della società quotata a società controllata	società quotata e società controllata
Risanamento	conferimento di partecipazione in controllate estere a società controllata	società quotata e società controllata
Credito Bergamasco	acquisto da parte della società quotata dei portafogli titoli di investimento delle banche del gruppo a valori di mercato	società quotata e società controllate
Banco Popolare	conferimento di ramo d'azienda della società quotata a società controllata	società quotata e società controllata

Nel corso del 2007 in applicazione della disciplina sui piani di *stock option* introdotta dalla legge sul risparmio, gli emittenti hanno provveduto a diffondere informazioni sui piani di incentivazione esistenti al 31 agosto.

I piani di incentivazione in essere riguardavano circa 100 emittenti, con un numero medio di strumenti finanziari assegnati, non ancora esercitati ovvero per i quali non era ancora scaduto il cosiddetto termine di vesting, *pari a circa il 3% del capitale sociale dell'emittente in essere alla data della comunicazione; la durata media dei programmi si attestava attorno ai 5 anni, con un minimo di 1 mese e un massimo di 12 anni.*

Nel corso del 2007 la Commissione ha proceduto a effettuare due aggiornamenti dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante (al 1° gennaio e al 25 ottobre 2007). A fine ottobre, gli emittenti strumenti finanziari diffusi erano 89, in prevalenza banche popolari e casse di risparmio (Tav. 17).

Tav. 17

Emittenti con strumenti finanziari diffusi
(situazione al 25.10.2007)

Tipologia di strumenti finanziari	Numero emittenti
Azioni ordinarie	72
Azioni ordinarie e obbligazioni convertibili	9
Azioni di partecipazione cooperativa	1
Azioni ordinarie e privilegiate	2
Azioni ordinarie e di risparmio	1
Azioni privilegiate	1
Obbligazioni convertibili	1
Obbligazioni non convertibili	2
Totale	*89*

2. L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e di finanza straordinaria

Nel corso del 2007 la Commissione ha rilasciato il provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione di 1.767 prospetti informativi, di cui oltre 420 relativi a OICR; ha, inoltre, esaminato quasi 200 relazioni illustrative relative a modifiche statutarie, acquisti o alienazioni di azioni proprie e aumenti di capitale relativi a emittenti quotati (Tav. 18).

In particolare, nel corso del 2007 sono stati approvati 38 prospetti di ammissione a quotazione di strumenti azionari, di cui 34 relativi a società neo-quotate (nell'ambito dei quali è ricompreso anche il prospetto di quotazione del Banco Popolare soc. coop., società bancaria nata dalla fusione per unione del Banco Popolare di Verona e Novara scarl e della Banca Popolare Italiana).

La Consob ha, inoltre, esaminato 16 prospetti per i quali l'istanza originaria dell'emittente è stata ritirata o è decaduta prima che fosse emesso il provvedimento di ammissione. In molte circostanze, e soprattutto negli ultimi mesi del 2007, l'accentuarsi della volatilità dei mercati finanziari ha determinato, infatti, il fallimento di alcune offerte e indotto talune società a sospendere temporaneamente il processo di quotazione.

Tav. 18

Attività di vigilanza Consob in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria

Tipologia	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Numero di prospetti informativi relativi a:						
Ammissione a quotazione di titoli azionari[1]	14	14	8	19	36	38
di cui tramite offerta	*6*	*4*	*8*	*15*	*26*	*27*
Prestiti obbligazionari	21[2]	28	4	18	711	1.163
di cui: prospetti base	—	—	—	—	*535*	*870*
prospetti informativi	—	—	—	—	*143*	*115*
documenti di registrazione e supplementi	—	—	—	—	*33*	*178*
Emissione di covered warrants[3] e certificates	102	26	17	37	32	109
Ammissione a quotazione di warrants	6	8	--	10	1	3
Altre offerte relative a titoli quotati[4]	1	1	1	2	--	--
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani[5]	3	2	5	7	6	18
Offerte ai dipendenti[6]	39	35	28	26	--	--
Offerte in opzione ai soci[7]	23	10	2	5	23	14
Oicr e fondi pensione[8]	520	268	374	374	397	422
Totale	729	392	439	498	1.205	1.767
Numero di relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria:						
Fusioni	43	44	34	30	31	15
Scissioni	6	10	5	3	--	1
Aumenti di capitale sociale[9]	58	66	68	47	49	33
Acquisto/alienazione azioni proprie	78	93	90	91	44	41
Modifiche statutarie	81	85	302	79	63	101
Conversione azioni	1	3	4	4	1	2
Emissioni obbligazioni	5	9	7	6	2	2
Riduzione capitale sociale	8	13	14	8	4	3
Totale[10]	280	323	524	268	194	198

[1] I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla-osta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. [2] In un caso si è trattato di un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione. [3] Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più "serie" di *covered warrants*. [4] Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione a quotazione. [5] Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. [6] Il dato include anche i piani di *stock options* riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. [7] Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrant* e obbligazioni convertibili). [8] Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero e le offerte di adesione a fondi pensione. Per il 2007, il dato non comprende le offerte di fondi pensione, in quanto le stesse non rientrano più negli ambiti di vigilanza della Consob. [9] Il dato si riferisce anche a operazioni di aumento di capitale deliberate ma non effettuate (o effettuate in un momento successivo). [10] Il numero complessivo di relazioni non corrisponde alla somma delle singole fattispecie in quanto alcune relazioni hanno più oggetti.

In alcune istruttorie la Consob ha richiesto l'integrazione del contenuto del prospetto con informazioni ritenute utili ai fini della valutazione dell'offerta.

L'istruttoria relativa all'offerta finalizzata alla quotazione di azioni della Sat, società che gestisce l'aeroporto di Pisa, ha presentato criticità connesse soprattutto al carattere regolamentato dell'attività svolta dall'emittente e alle incertezze legate al mancato completamento dell'iter di approvazione del contratto di programma, ossia dell'accordo pluriennale per la determinazione dei livelli tariffari applicabili. Sat svolge la sua attività in un settore caratterizzato da un'ampia e complessa regolamentazione nazionale e comunitaria, peraltro in significativa evoluzione proprio nel momento in cui la società aveva avviato il processo di quotazione. L'istruttoria ha, altresì, richiesto una considerevole collaborazione con le Autorità di settore (in particolare Enac e Ministero dei trasporti), finalizzata a una migliore comprensione del quadro normativo di riferimento e alla evidenziazione nel prospetto dei fattori di rischio relativi all'incertezza sulla determinazione dei diritti aeroportuali.

Un'istruttoria di particolare rilievo ha riguardato anche l'offerta pubblica di vendita delle azioni Prysmian Spa, holding di un gruppo attivo nello sviluppo, progettazione, produzione e installazione di cavi nel settore dell'energia e delle telecomunicazioni. In questo caso il business *oggetto di quotazione si era sviluppato precedentemente alla costituzione dell'emittente (avvenuta nel 2005), circostanza che ha richiesto l'inserimento nel prospetto di informazioni finanziarie aggregate che, unitamente a quelle storiche, dessero conto dell'andamento delle risultanze gestionali consolidate generate da differenti assetti proprietari del gruppo. La Consob ha in particolare richiesto che il prospetto informativo riflettesse elementi informativi di dettaglio in ordine all'indebitamento finanziario del gruppo, con particolare riguardo alle clausole dei contratti di finanziamento (*covenants*), al grado di utilizzo degli affidamenti, nonché alle modalità di rimborso di talune nuove linee di credito.*

In due casi, le richieste di integrazioni dei prospetti si riferivano all'ammissione a quotazione di investment companies *(Riquadro 2).*

Le principali criticità emesse nel corso delle relative istruttorie sono riconducibili alla peculiarità dell'attività svolta dalle suddette società e alla complessità della struttura del capitale sociale.

Riquadro 2

***La quotazione delle* Investment Companies**

Nel corso del 2007 sono state ammesse alle negoziazioni su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana Spa due *Investment Companies*, ossia società il cui oggetto sociale esclusivo prevede l'investimento in partecipazioni di maggioranza o minoranza di società quotate e non quotate ovvero in strumenti finanziari.

La prima società dopo la quotazione ha iniziato a svolgere la sua attività assumendo partecipazioni soprattutto in società derivanti da *spin off* o cessioni di rami aziendali, ovvero società che necessitano di ristrutturazioni finanziarie o società *non performing* controllate da fondi di *private equity*. La seconda, invece, ha concentrato la

sua attività di investimento in fondi chiusi mobiliari e immobiliari e in società quotate o non quotate, italiane ed estere, selezionate dal *management* dell'emittente.

Entrambe le società si caratterizzano per attività a elevato rischio e cicli di ritorno degli investimenti su periodi di tempo medio-lunghi. La struttura proprietaria di queste società risulta, infine, particolarmente complessa sia per la molteplicità degli strumenti finanziari emessi che per l'esistenza di accordi, vincolati all'esito positivo della quotazione, determinanti ai fini della definizione degli assetti di controllo.

L'ammissione a quotazione di questa tipologia di società è oggetto di una disciplina specifica dettata dal regolamento di Borsa Italiana. In primo luogo è prevista la sussistenza di specifici requisiti prudenziali in capo all'emittente, che comportano l'indicazione nelle apposite disposizioni statutarie di: (i) limiti di investimento necessari a evitare la concentrazione dei rischi verso uno stesso soggetto; (ii) limiti all'acquisizione di quote di fondi speculativi; (iii) *quorum* assembleari deliberativi elevati (maggiori del 90% in tutte le convocazioni) per la modifica dell'oggetto sociale.

È richiesta, inoltre, la sussistenza di altri requisiti relativi all'attività, quali: (i) la presenza di consiglieri di amministrazione e dirigenti in possesso di esperienza qualificata nel settore della gestione strategica di investimenti; (ii) l'iscrizione dell'emittente a uno degli elenchi relativi ai soggetti operanti nel settore finanziario, di cui agli artt. 106, 107 e 113 del Tub.

Sono stati, inoltre, approvati: (i) 14 offerte in opzioni ai soci; (ii) 3 prospetti di offerta di warrant e 2 di prestiti obbligazionari convertibili; (iii) 18 prospetti relativi a titoli di società non quotate fra cui vanno ricompresi 6 prospetti relativi a comitati promotori di costituende banche (Riquadro 3).

Riquadro 3

La costituzione di banche per pubblica sottoscrizione

La Consob ha da tempo sancito l'applicabilità della normativa in materia di sollecitazione all'investimento alla costituzione di una società, con capitale rappresentato da azioni, per mezzo di pubblica sottoscrizione (Comunicazione n. DEM/1043874 del 1° giugno 2001).

L'art. 2331 del codice civile conferma questo orientamento, assoggettando pertanto l'offerta pubblica di sottoscrizione alle disposizioni, dettate dal Tuf e dalla normativa comunitaria (Direttiva 2003/71/CE e Regolamento di attuazione 809/2004/CE), in materia di offerta pubblica e di prospetto informativo.

La Commissione aveva definito i contenuti del prospetto informativo relativo alla costituzione per pubblica sottoscrizione di banche nel corso del 2006, avvalendosi del regime di adattamento degli schemi e moduli previsto dalle disposizioni comunitarie, al fine di individuare, per i prospetti relativi a tali tipologie di offerte, informazioni

equivalenti a quelle previste negli schemi di prospetto di cui al Regolamento 809/2004/CE.

Nel 2007, anche in considerazione del rilevante numero di istanze presentate, l'Istituto ha verificato la conformità del contenuto dei prospetti e le modalità di effettuazione delle offerte sia alla disciplina dell'offerta pubblica sia alle relative disposizioni del codice civile.

La maggior parte delle istanze pervenute presentava, infatti, talune difformità rispetto alla disciplina vigente. In particolare, il versamento a fondo perduto di contributi per il sostenimento delle spese di costituzione e, più in generale, dell'iniziativa proposta, nonché il versamento delle quote di capitale erano previsti, nella maggior parte dei casi, prima del raggiungimento del capitale minimo oggetto di offerta. La Commissione ha pertanto richiesto di: (i) modificare i prospetti in conformità con la norma del codice civile che prevede il divieto per i promotori di rivalersi per le spese di costituzione in caso di esito negativo dell'offerta o dell'iter costitutivo; (ii) precisare che, in caso di mancato perfezionamento dell'iter costitutivo, i promotori avrebbero provveduto al rimborso delle quote sottoscritte.

Considerata la particolarità della fattispecie, inoltre, il versamento delle quote di sottoscrizione potrà essere richiesto solo dopo che i promotori abbiano comunicato e accertato la positiva conclusione dell'offerta, con il raggiungimento almeno del relativo quantitativo minimo.

Ulteriori richieste di integrazione hanno riguardato le informazioni relative ai promotori e, in particolare, la sussistenza dei requisiti di onorabilità previsti dall'art. 25 del d.lgs. 385/1993 e i dati di cui all'Allegato I del Regolamento comunitario (incriminazioni ufficiali, reati di frode o bancarotta etc.). Ciò in considerazione della circostanza che l'investimento è relativo a una entità che deve ancora costituirsi e che, conseguentemente, i promotori assumono una particolare rilevanza essendo ideatori e redattori della proposta di investimento (di prassi nominati dall'assemblea dei sottoscrittori tra i componenti degli organi sociali della costituenda banca). Le informazioni relative ai promotori, pertanto, costituiscono, per i potenziali investitori, un riferimento utile a conseguire un fondato giudizio in merito all'investimento proposto.

Nel corso del 2007 la Commissione ha approvato 1.272 prospetti relativi a offerte pubbliche e/o ad ammissioni alla quotazione di prodotti finanziari diversi dalle azioni, di cui 1.163 relativi a prestiti obbligazionari e 109 a emissioni di *covered warrants* e *certificates*. I documenti approvati sono riconducibili a 261 enti creditizi (Tav. 18).

Con riguardo alle approvazioni relative ai prestiti obbligazionari, 870 documenti sono rappresentati da prospetti di base, 115 da prospetti informativi e 178 da documenti di registrazione e supplementi.

La maggior parte delle autorizzazioni rilasciate è relativa alla sola attività di sollecitazione, (circa il 93% del totale), mentre quelle concernenti la sola ammissione a quotazione e quelle relative all'attività di sollecitazione e ammissione a quotazione si sono attestate, rispettivamente, al 2% e al 5% del totale.

Sono stati, inoltre, depositati presso la Consob 1.988 prospetti semplificati, non soggetti a istruttoria preventiva in quanto relativi a collocamenti inferiori a 50 milioni di euro di obbligazioni cosiddette plain vanilla.

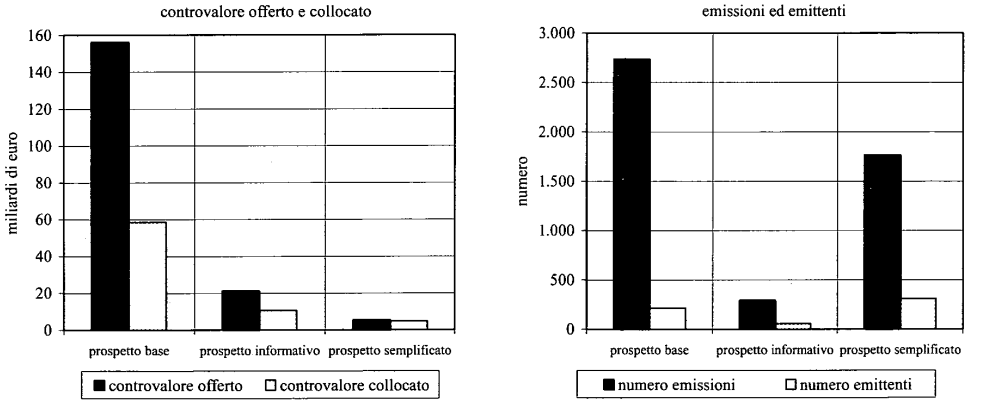
Sono pervenuti, inoltre, circa 600 documenti (prospetti e supplementi), muniti del cosiddetto passaporto europeo; rispetto all'anno precedente si registra una riduzione dell'utilizzo del passaporto europeo per i collocamenti in Italia.

Sulla base del complesso dei prospetti pervenuti all'Istituto, nel corso del 2007 gli istituti di credito hanno collocato prodotti per un controvalore complessivo pari a circa 75,6 miliardi di euro. Il comparto obbligazionario ha rappresentato il 98% (pari a 74 miliardi di euro) dei prodotti collocati; in particolare, i collocamenti di obbligazioni ordinarie si sono attestati a poco più di 55 miliardi.

In particolare, ammontano a 58,5 miliardi le emissioni di obbligazioni collocate utilizzando il prospetto base, a circa 10,6 miliardi quelle per le quali si è utilizzato il prospetto informativo, a 4,9 miliardi le obbligazioni collocate tramite prospetto semplificato. Il numero di emissioni complessive è stato pari a circa 4.800, di cui più della metà tramite prospetto di base e più di un terzo tramite prospetto semplificato (Fig. 73).

Fig. 73

Emissioni di obbligazioni di banche italiane soggette alla disciplina della sollecitazione
(dati relativi al 2007)



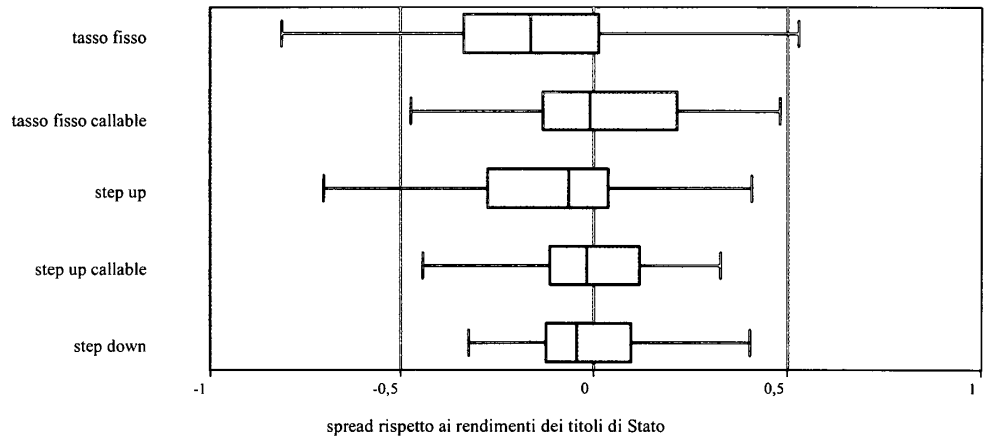
Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

I dati riportati nei prospetti e nelle condizioni definitive evidenziano che i rendimenti delle obbligazioni bancarie al momento dell'emissione sono mediamente inferiori a quelli dei titoli di Stato con analoga vita residua. Quasi il 75% delle obbligazioni ordinarie a tasso

fisso e delle obbligazioni con cedola crescente (cosiddette *step up*) emesse nel 2007 avevano rendimenti a scadenza inferiori a quelli dei Btp con analoga vita residua (Fig. 74); i rendimenti risultano in media allineati a quelli dei Btp per le obbligazioni che prevedono la facoltà di rimborso anticipato per la banca emittente (obbligazioni cosiddette *callable*) ma solo assumendo che la banca non eserciti tale facoltà nel corso della vita del prestito.

Fig. 74

Distribuzione di frequenza dello *spread* fra il rendimento a scadenza di obbligazioni bancarie con cedole predeterminate e il rendimento a scadenza di Btp con vita residua simile
(valori percentuali su base annua)



Fonte: elaborazione su dati riportati nelle condizioni definitive. Il segmento all'interno di ogni *box* individua la mediana dello *spread*, mentre gli estremi del *box* individuano il I° e il III° quartile della distribuzione dello *spread*; i segmenti più estremi individuano i valori di minimo e massimo dello *spread*. I dati si riferiscono a un campione di obbligazioni bancarie emesse nel 2007 presso investitori non professionali composto da 652 obbligazioni ordinarie a tasso fisso, 26 obbligazioni a tasso fisso con opzione di rimborso anticipato (tasso fisso *callable*), 174 obbligazioni con cedola crescente (*step up*), 28 obbligazioni con cedola crescente e opzione di rimborso anticipato (*step up callable*) e 39 obbligazioni con cedola decrescente (*step down*). Per le obbligazioni con opzione di rimborso anticipato il rendimento a scadenza è calcolato nell'ipotesi in cui l'opzione non venga esercitata da parte della banca emittente.

Nel corso del 2007 si sono verificate alcune importanti operazioni di finanza straordinaria e di riassetto societario che hanno coinvolto società quotate.

*Un'istruttoria di particolare complessità, finalizzata al rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo relativo all'offerta in opzione agli azionisti di azioni ordinarie, ha riguardato la Data Service Spa. Il Gruppo Data Service, attivo nell'*outsourcing *dei servizi documentali e di* back office *per primari istituti bancari, assicurativi ed enti pubblici, già a partire dall'esercizio 2006 versava in uno stato di grave carenza di liquidità. La Consob, proprio in considerazione della grave crisi finanziaria e gestionale dell'emittente, aveva assoggettato la società a obblighi di aggiornamento mensile delle informazioni rivolte al mercato. In tale contesto, l'offerta si inseriva nell'ambito di una più vasta operazione volta al superamento della crisi societaria in cui versava il Gruppo Data Service. I proventi derivanti dall'aumento di capitale avrebbero sostanzialmente contribuito al rafforzamento della struttura patrimoniale, al miglioramento del capitale circolante, al completamento del processo di riorganizzazione aziendale in corso secondo le linee guida del Piano Industriale 2007-2009. La Commissione ha*

richiesto di dare evidenza, sin dalla prima pagina del prospetto, della sintesi dei principali profili di rischio concernenti, tra l'altro, le incertezze sulla continuità aziendale.

Banca Italease ha lanciato un'offerta in opzione agli azionisti, con conseguente ammissione alle negoziazioni delle azioni, per un controvalore di 670 milioni di euro circa, conclusasi il 13 dicembre 2007 con l'integrale sottoscrizione delle azioni offerte senza che si rendesse necessario l'intervento della garanzia promossa da Mediobanca. Detto aumento di capitale è stato destinato a fronteggiare l'esigenza di ricondurre il rapporto fra attività ponderate per il rischio e patrimonio di vigilanza alle previsioni normative, dopo la perdita consolidata di circa 478 milioni di euro, maturata al 30 giugno 2007 ed essenzialmente riferibile alle rettifiche di valore effettuate a copertura dell'esposizione in derivati verso la clientela per 920 milioni di euro di mark to market. *L'istruttoria sul prospetto è stata indirizzata a evidenziare le diverse aree di criticità di tale Banca e si è concretizzata in diverse richieste integrative della bozza iniziale di prospetto, le più importanti delle quali hanno riguardato: (i) i profili di inattendibilità del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato della Banca al 31 dicembre 2006, alla base dell'esercizio da parte della Consob del potere di cui all'art. 157, comma 2, del Tuf; (ii) le cause che hanno condotto all'ingente perdita registrata dalla medesima Banca nella prima semestrale 2007, con particolare riferimento alle caratteristiche dell'operatività in derivati complessi. Anche in questo caso le informazioni relative a tale aspetto sono state enucleate in apposita Premessa del citato prospetto informativo che ha, tra l'altro, evidenziato i rilievi della Banca d'Italia.*

Gemina ha effettuato un'offerta in opzione agli azionisti con conseguente ammissione a quotazione delle azioni per un controvalore di circa 1,2 miliardi di euro. L'offerta si è conclusa con l'integrale sottoscrizione delle azioni offerte, senza che si rendesse necessario l'intervento della garanzia offerta da Mediobanca e Unicredit. L'aumento di capitale era finalizzato a dotare l'emittente delle risorse finanziarie necessarie al rimborso della massima parte del cosiddetto "Finanziamento Ponte" concesso, nel precedente mese di giugno, da Mediobanca, MCC Mediocredito Centrale Spa, Banca di Roma Spa e Calyon Sa, per 1,4 miliardi di euro. Tale finanziamento era stato a sua volta stipulato per consentire a Gemina di sostenere i costi relativi all'operazione di acquisizione del 44,68% del capitale sociale di Aeroporti di Roma Spa, perfezionatasi nel mese di luglio. Tra le principali richieste avanzate dalla Consob per l'integrazione della bozza iniziale di prospetto si evidenziano, quelle volte a: (i) quantificare l'indebitamento finanziario netto del Gruppo Gemina a data recente e a evidenziare i vincoli posti sulle voci dell'attivo a favore di finanziamenti e impegni in essere; (ii) chiarire il costo del cosiddetto Finanziamento Ponte e l'esistenza di eventuali penalità a carico dell'emittente nell'ipotesi di rimborso anticipato dello stesso; (iii) chiarire il rispetto da parte di Aeroporti di Roma degli indici di performance finanziaria previsti dai contratti di finanziamento in essere alla data del prospetto e l'esistenza di garanzie, privilegi speciali aventi a oggetto attività della società a favore dei soggetti finanziatori.

Un'operazione particolarmente significativa è stata anche la fusione per incorporazione di Capitalia Spa in Unicredit Spa, che si colloca nel progetto di integrazione dei due gruppi le cui modalità di attuazione sono state deliberate dai rispettivi consigli di amministrazione nel mese di maggio. I due consigli hanno anche determinato il rapporto di cambio in 1,12 nuove azioni ordinarie Unicredit per ciascuna azione ordinaria Capitalia. Unicredit ha deliberato un apposito

aumento di capitale a servizio della fusione per un ammontare nominale di quasi 1,5 miliardi di euro.

Per quanto attiene alla vigilanza sulle offerte pubbliche di acquisto (Opa), la Commissione nel corso dell'anno 2007 ha approvato la pubblicazione di documenti di offerta relativi a 30 strumenti finanziari (Tav. 19).

Tav. 19

Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio per i quali è stato concesso il nulla-osta alla pubblicazione del documento d'offerta nel 2007

	Su azioni quotate			Su obbligazioni e warrant	Su azioni non quotate	*Totale*
	Ordinarie	Risparmio	Privilegiate			
Volontarie	5	2		1	4	12
Preventive						
Successive	12					12
Residuali	3					3
Su azioni proprie					2	2
Totale	20	2		1	6	30[1]

[1] La Commissione nel corso dell'anno 2007 ha consentito anche la pubblicazione in Italia dell'Opasc promossa da Rfs Holdings sulla totalità delle azioni ordinarie della Abn Amro Holding.

In seguito all'entrata in vigore della Direttiva 2004/25/CE in materia di Opa, con riferimento alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, gli offerenti, su richiesta della Consob, hanno applicato il criterio di determinazione del prezzo "equo" indicato nella direttiva, prendendo in considerazione unicamente il prezzo più alto pagato dall'offerente per acquisti di azioni dell'emittente.

Solo in alcuni casi è stato, invece, fissato il corrispettivo quale media aritmetica tra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo. Tale scelta è stata motivata dalla circostanza che, in tali ipotesi, la media dei corsi azionari risultava maggiore rispetto al prezzo più alto pagato dall'offerente per acquisti di azioni dell'emittente e, dunque, l'applicazione del criterio previsto dall'art. 106, comma 2, del Tuf (nel testo all'epoca vigente) non ha comportato l'applicazione di un prezzo d'Opa inferiore a quello previsto dalla direttiva.

Di particolare rilievo l'istruttoria di un'offerta pubblica di acquisto e scambio (Opasc) di Rfs su Abn Amro e di Man su Scania, che hanno avuto a oggetto la pubblicazione anche in Italia di documenti di offerta già esaminati da altra Autorità dell'Unione Europea. Tali istruttorie hanno reso necessario valutare l'applicabilità delle disposizioni contenute nell'art. 6 della Direttiva 2004/25/CE in materia di Opa che prevedono il cosiddetto riconoscimento automatico dei documenti di offerta approvati da altra Autorità dell'Unione Europea negli altri Stati dell'Unione in cui risultino ammessi a quotazione i titoli oggetto dell'offerta.

Le disposizioni comunitarie non sono risultate direttamente applicabili alle fattispecie in esame. Nel caso dell'Opasc di Rfs su Abn Amro, in particolare, lo Stato dell'Autorità dell'Unione Europea che aveva vagliato il documento di offerta (l'Olanda), non aveva ancora integralmente recepito la Direttiva 2004/25/CE, e pertanto l'Autorità competente di tale paese non aveva rilasciato una vera e propria "autorizzazione" alla pubblicazione dell'offerta, come richiesto dalla direttiva ai fini del riconoscimento. Nel caso dell'Opasc di Man su Scania, il cui documento di offerta era stato vagliato dall'Autorità svedese, invece, le azioni Scania non risultavano quotate in Italia.

Nei predetti casi la Consob avendo peraltro riscontrato, in sede istruttoria, che gli ordinamenti degli Stati in cui erano stati esaminati i documenti di offerta prevedevano un contenuto di tali documenti sostanzialmente analogo a quello richiesto dalla normativa italiana, ha consentito la pubblicazione in Italia dei documenti già esaminati dalle altre Autorità, previa traduzione in italiano e predisposizione di una integrazione contenente le informazioni per lo svolgimento dell'offerta sul mercato italiano.

Nel periodo maggio-agosto 2007 sono state effettuate per la prima volta alcune offerte pubbliche di acquisto promosse su quote di fondi comuni di investimento di tipo chiuso.

Vista la novità dell'operazione e in mancanza di disposizioni specifiche in materia, la disciplina applicata è stata quella prevista in via generale per le Opa volontarie dagli artt. 102 e seguenti del Tuf nel testo all'epoca vigente, opportunamente adattata – ove necessario – per tenere conto delle peculiarità della fattispecie.

Tale adattamento è avvenuto, ad esempio, con riferimento alle previsioni di cui all'art. 103, comma 3, del Tuf, che richiede all'emittente di diffondere un comunicato in cui siano rappresentate le proprie valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo proposto: nel caso delle Opa aventi ad oggetto quote di fondi, che si configurano come patrimoni autonomi sprovvisti di personalità giuridica, il ruolo spettante agli emittenti societari nell'approvazione di detto comunicato è stato attribuito alla società di gestione del fondo e, più specificamente, al consiglio di amministrazione della stessa. Inoltre, in assenza di uno schema di riferimento ad hoc *e in ragione della peculiare natura dell'investimento proposto è stata prestata particolare attenzione al contenuto del documento di offerta. Si è data evidenza, ad esempio, delle caratteristiche salienti del mercato italiano dei fondi quotati e, soprattutto, della circostanza che lo stesso è contraddistinto da ridotti volumi di scambio che possono limitare la significatività dei prezzi ivi formati e comportare il disallineamento delle quotazioni rispetto al valore teorico del fondo; è stata sottolineata l'inapplicabilità al caso di specie delle disposizioni in materia di Opa residuale e del conseguente rischio che, in esito all'offerta, la liquidità delle quote del fondo venisse talmente ridotta da compromettere il regolare andamento delle negoziazioni; infine, è stato richiesto l'inserimento di specifiche informazioni sul fondo e sulla società di gestione, con particolare riferimento all'eventuale appartenenza della Sgr al medesimo gruppo dell'offerente.*

3. L'informativa in sede assembleare

Nel corso del 2007 la Consob è intervenuta in diverse occasioni con richieste di diffusione di informazioni da rendere in sede assembleare.

Nel caso di una società che versava in una situazione economico-finanziaria fortemente deteriorata da un significativo incremento dell'indebitamento, la Commissione ha richiesto di comunicare ai soci e al mercato le considerazioni degli amministratori in merito all'esistenza del presupposto della continuità aziendale, nonché le iniziative intraprese per far fronte alle esigenze finanziarie della società. La Commissione ha, altresì, richiesto di fornire ai soci e al mercato le verifiche svolte sui dati utilizzati a supporto delle determinazioni del prezzo della acquisizione a fronte della quale era stato ritenuto necessario incrementare l'indebitamento e le valutazioni in merito alla sostenibilità finanziaria dell'operazione.

In coerenza con gli interventi già avviati nel corso del 2006, la Consob ha, inoltre, imposto alla società obblighi informativi mensili, al fine di assicurare al mercato un costante aggiornamento sull'evoluzione delle principali variabili critiche della situazione gestionale. Particolare attenzione è stata rivolta alle iniziative eventualmente assunte per riequilibrare il rapporto fra mezzi propri e di terzi, nonché alla natura e all'importo dei debiti scaduti e alle operazioni effettuate con parti correlate.

In un altro caso, la Commissione ha richiesto di integrare la documentazione del bilancio al 31 dicembre 2006, che sarebbe stata sottoposta all'approvazione dell'assemblea dei soci con informazioni di dettaglio relative alle partecipazioni in società controllate contabilizzate nel bilancio individuale.

In particolare, relativamente alle partecipazioni in imprese controllate e collegate, è stata richiesta una approfondita descrizione del criterio di valutazione adottato e della metodologia seguita al fine della determinazione delle perdite durevoli di valore nonché delle valutazioni effettuate dagli amministratori sulla congruità degli importi di tali partecipazioni iscritti in bilancio.

4. L'informativa contabile

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle società in materia di informativa contabile, nel 2007 la Commissione è intervenuta in diverse occasioni con richieste di dati e informazioni agli organi di amministrazione e controllo. In particolare, gli interventi sono consistiti in richieste agli amministratori, al collegio sindacale e ai revisori di chiarimenti di natura contabile relativi a poste valutative di bilancio.

In tre casi, la Commissione ha esercitato il potere di impugnativa, di cui all'art. 157, comma 2 del Tuf.

Di particolare rilievo è stata la decisione di esercitare il potere di impugnativa relativamente ai bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2006 della Banca Italease.

Al riguardo, le violazioni riscontrate attengono: (i) alla non corretta valutazione e contabilizzazione dei derivati Otc sottoscritti con la clientela; (ii) al non corretto trattamento

contabile delle commissioni "upfront" riconosciute alla Banca Italease dalle banche controparti; (iii) alla mancata informativa in bilancio sulla tipologia di derivati Otc sui rischi insiti; (iv) alla mancata informativa sulle clausole e condizioni rilevanti delle cartolarizzazioni in essere al 31 dicembre 2006. Tali censure, oltre alla violazione di specifici principi contabili internazionali, hanno determinato il mancato rispetto dei criteri generali per la redazione del bilancio stabiliti dagli Ias/Ifrs. Pertanto, i bilanci 2006 della Banca Italease non rappresentavano fedelmente e attendibilmente la situazione economico-patrimoniale e finanziaria della società al 31 dicembre 2006, in quanto sono stati celati al fruitore dei bilanci stessi i reali rischi che la Banca stava sopportando. Inoltre, la rilevanza degli errori in merito all'operatività in derivati Otc e la significatività delle omissioni informative sull'operatività stessa e sui rischi derivanti da un'operazione di cartolarizzazione ha determinato una violazione dei requisiti di attendibilità e completezza dei bilanci 2006 di Banca Italease e il mancato rispetto delle finalità informative del bilancio.

La Commissione ha, inoltre, proceduto a impugnare i bilanci dell'allora Innotech e I Viaggi del Ventaglio.

Nel primo caso, l'attivazione da parte della Consob del potere di impugnativa relativamente ai bilanci d'esercizio e consolidato 2005 ha trovato fondamento nel riscontro di alcune violazioni dei principi stabiliti dalla normativa vigente in relazione alla contabilizzazione di talune poste, tra le quali assumono rilevanza la valutazione delle partecipazioni e delle immobilizzazioni immateriali, nonché la completezza informativa riguardante le prospettive di continuità aziendale della società.

Nel caso dell'emittente I Viaggi del Ventaglio, la Consob ha ritenuto che il bilancio d'esercizio al 31 ottobre 2006, ancora predisposto sulla base delle disposizioni del codice civile e del d.lgs. 127/91, presentasse delle irregolarità con riferimento al mancato rispetto dei principi della prudenza e della rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società e del risultato economico dell'esercizio, nonché alla valutazione di alcune poste (partecipazioni, crediti per imposte differite, accantonamenti per rischi e oneri). Con riferimento al bilancio consolidato al 31 ottobre 2006, redatto secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs, sono state riscontrate violazioni per quanto attiene allo Ias 1 "Presentazione del bilancio", allo Ias 12 "Imposte sul reddito" e allo Ias 37 "Accantonamenti, passività e attività potenziali".

Nel 2007 è proseguita l'attività della Commissione volta a richiedere la diffusione di informazioni mensili sui principali dati economico-finanziari alle società per le quali i revisori hanno espresso giudizio negativo o si sono trovati impossibilitati a esprimere un giudizio, oppure ricadenti nella previsione degli artt. 2446 e 2447 c.c. (perdite che hanno determinato la riduzione del capitale sociale di oltre un terzo o al di sotto del minimo legale). Considerando gli analoghi interventi effettuati negli anni precedenti, alla fine del 2007 risultavano soggette a tali obblighi 15 società quotate.

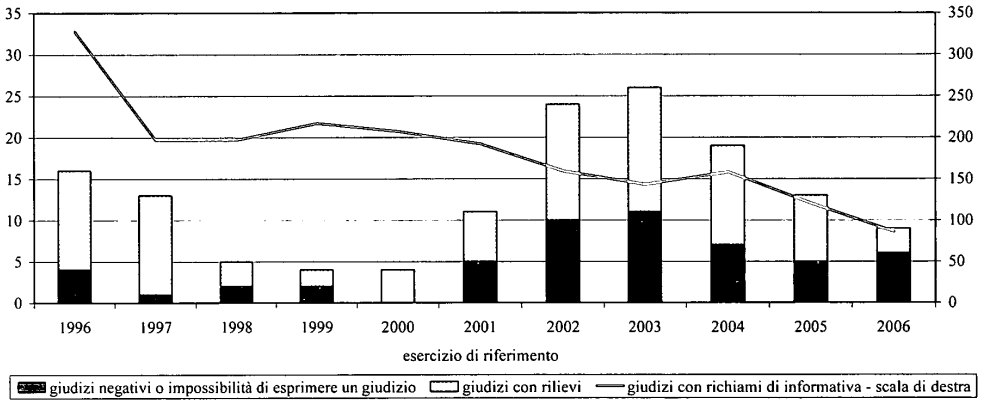
5. Le società di revisione

Le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale tenuto dalla Consob hanno esaminato 283 bilanci d'esercizio e 264 bilanci consolidati relativi all'esercizio 2006 di emittenti quotati su mercati regolamentati italiani.

In 6 casi il revisore ha espresso un giudizio negativo o si è dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio, mentre in 3 casi è stato espresso un giudizio con rilievi; risulta in sensibile riduzione il numero di giudizi con richiami di informativa (Fig. 75).

Fig. 75

Giudizi delle società di revisione sui bilanci delle società quotate in mercati regolamentati italiani



Fonte: relazioni delle società di revisione. I dati riguardano diverse tipologie di giudizi o rilievi che possono essere riferiti anche a uno stesso emittente. Confronta Note metodologiche.

I casi di giudizi negativi hanno riguardato I Viaggi del Ventaglio, la Pagnossin in liquidazione e la Richard Ginori 1735.

Nel caso de I Viaggi del Ventaglio la società di revisione ha rilasciato un giudizio negativo a causa di rilievi relativi all'errata applicazione dei principi contabili di riferimento e di incertezze circa la possibilità di proseguire l'attività da parte del gruppo. I rilievi, in particolare, hanno interessato: (i) l'iscrizione in bilancio di un provento di natura non ricorrente di ingente ammontare da considerarsi di competenza del successivo esercizio; (ii) l'iscrizione in bilancio di ingenti crediti per imposte anticipate pur in presenza di significative incertezze in merito alla loro recuperabilità tramite redditi imponibili futuri; (iii) l'iscrizione in bilancio di anticipi a fornitori a fronte dei quali non risulta adeguata documentazione a supporto; (iv) la mancata svalutazione dei crediti di dubbia esigibilità; (v) il mancato accantonamento dei costi di locazione di un immobile per il quale nel corso dell'esercizio è stato interrotto il contratto di locazione, ovvero il mancato accantonamento degli oneri per la risoluzione anticipata del contratto. Le situazioni di incertezza hanno riguardato: (i) la possibilità di portare a termine un aumento di capitale sociale necessario per coprire le perdite accumulate, che configurano le condizioni previste dall'art. 2446 del codice civile, e per consentire al gruppo di portare avanti il piano di ristrutturazione in atto; (ii) la possibilità di recuperare il valore di alcune poste dell'attivo.

Nel caso della Pagnossin il rilascio da parte del revisore di un giudizio negativo è riconducibile: (i) a incertezze connesse al valore di iscrizione della partecipazione in una società veicolo che detiene la partecipazione nella Richard Ginori 1735; (ii) alla situazione di crisi finanziaria in cui versa la società che ha determinato il mancato rimborso di un finanziamento; (iii) alla carenza dell'informativa fornita dagli amministratori in bilancio sulle previsioni patrimoniali, economiche e finanziarie prospettiche; (iv) all'assenza di evidenze circa l'impegno, dell'azionista di riferimento o di terzi, al rifinanziamento della società e all'effettiva esecuzione dell'aumento di capitale sociale, ritenuto necessario dagli amministratori stessi per la sussistenza del presupposto della continuità aziendale.

Infine, nel caso della Richard Ginori 1735, società indirettamente controllata dalla Pagnossin, il giudizio negativo è riconducibile ai seguenti rilievi: (i) mancata predisposizione da parte degli amministratori di analisi atte a valutare la recuperabilità degli investimenti in una società collegata e dei crediti vantati verso la medesima; (ii) carenza di informativa da parte degli amministratori sulle azioni intraprese e/o che intendono intraprendere per superare la situazione di crisi finanziaria; (iii) incertezze sui presupposti di continuità aziendale sottostanti alla redazione del bilancio al 31 dicembre 2006.

I casi in cui le società di revisione hanno dichiarato l'impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio sono essenzialmente riconducibili alla sussistenza di incertezze sulla continuità aziendale, relative, soprattutto, a dubbi circa la capacità delle società di reperire nel breve periodo adeguate risorse per fronteggiare gli esborsi finanziari necessari per garantire la continuità operativa.

Nel caso di Eurofly le incertezze hanno riguardato la possibilità di dare piena attuazione al piano di risanamento varato dal consiglio di amministrazione al fine di superare significative difficoltà che hanno determinato un grave deterioramento della capacità di generare cassa nonché perdite di entità rilevante.

*Nel caso di Ipi Spa sono state rilevate sia limitazioni al procedimento di revisione che incertezze. Le limitazioni riguardano lo scarso tempo a disposizione per analizzare la relazione predisposta da parte dell'*advisor *incaricato dagli amministratori di effettuare approfondimenti circa le circostanze che avevano condotto all'emanazione di alcuni avvisi di garanzia a carico di alcuni amministratori per ipotesi di aggiotaggio informativo e manipolativo e di falso in bilancio. Le incertezze segnalate dal revisore attengono principalmente alla possibilità di recupero di significative poste dell'attivo, quali investimenti in partecipazioni e crediti verso alcune società controllate, alla possibilità che vengano escusse garanzie su debiti di società controllate e alla possibilità di ottenere il rinvio della scadenza di un significativo finanziamento contratto con un'entità correlata.*

Nel caso della Tas Tecnologia Avanzata dei Sistemi Spa le incertezze attengono la possibilità che le banche richiedano la restituzione dei finanziamenti erogati, anche in considerazione del mancato rispetto dei covenants *per l'esercizio 2006 e la previsione che gli stessi non possano essere rispettati anche per gli esercizi immediatamente successivi. In assenza di una conferma ufficiale da parte delle banche della rinuncia a richiedere il pagamento dei finanziamenti erogati e nell'incertezza dell'esito delle eventuali trattative, il revisore ha valutato*

che gli elementi probativi a sua disposizione non fossero tali da permettergli di ritenere fondati i presupposti di continuità aziendale assunti dagli amministratori per redigere il bilancio.

In altri casi le società di revisione si sono limitate a esprimere esclusivamente dei rilievi per dissensi rispetto alla valutazione di determinate poste contabili o per limitazioni al processo di revisione.

Nel caso di Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni Spa, vi sono state delle limitazioni al processo di revisione che hanno riguardato la mancanza di sufficienti elementi probativi per la valutazione di una partecipazione.

Nel caso di Snai Spa il rilievo espresso dal revisore attiene a dissensi nell'applicazione dei principi contabili in tema di esposizione e valutazione della raccolta derivante dall'accettazione delle scommesse a quota fissa e delle vincite pagate. La società ha esposto la raccolta tra i ricavi e il pagamento delle vincite tra i costi. A giudizio del revisore, secondo corretti principi contabili, la società avrebbe dovuto iscrivere tra i ricavi il risultato netto delle scommesse evitando così di sopravvalutare ricavi e costi.

Nel caso della S.S. Lazio Spa il rilievo espresso attiene a dissensi nell'applicazione dei principi contabili in relazione alla cancellazione di debiti finanziari dallo stato patrimoniale.

Per quanto riguarda la vigilanza della Commissione sulle società di revisione, nel corso del 2007 l'attività di controllo si è sviluppata secondo le nuove linee di indirizzo dettate dalla disciplina contenuta nella legge sul risparmio poi trasposta nel Tuf. In particolare, il nuovo art. 162 del Tuf ha assegnato alla Consob il compito di provvedere allo svolgimento sistematico di "controlli di qualità" sulle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale.

La Commissione, anche alla luce delle riflessioni in corso a livello internazionale presso gli organismi di supervisione degli *auditors*, ha definito strategie e piani operativi in linea con il nuovo approccio. Il *focus* della vigilanza si è spostato dal singolo incarico di revisione alla complessiva organizzazione delle società e, in particolare, alle procedure da esse adottate per garantire la conformità dei lavori ai principi di revisione.

Tali procedure debbono disciplinare temi rilevanti, quali i requisiti professionali e di competenza del personale; l'accettazione e il mantenimento della clientela; l'assegnazione degli incarichi a personale di livello adeguato; la direzione e la supervisione dei lavori di revisione. Tali procedure devono essere monitorate dalla società attraverso assidui controlli volti a verificarne l'adeguatezza e l'efficacia operativa.

Sulla base del nuovo modello di vigilanza, nella seconda metà del 2007, sono state avviate verifiche su tre società di revisione - una di grandi, una di medie e una di piccole dimensioni - al fine di accertare la conformità delle procedure organizzative da esse adottate al Principio di revisione n. 220, raccomandato dalla Consob, avente a oggetto "Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile".

Al 31 dicembre risultavano iscritte nell'Albo Speciale 22 società di revisione (una in più rispetto all'anno precedente). Nel corso del 2007 sono inoltre pervenute alla Consob

due istanze di iscrizione da parte di società iscritte nel Registro dei Revisori Contabili, entrambe conclusesi con il ritiro della domanda da parte delle società richiedenti.

*Con riferimento agli incarichi di revisione contabile svolti per l'*audit *2006, si evidenzia un lieve incremento del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione (passato da 1.989 per l'*audit *2005 a 2.008), mentre è sostanzialmente immutata la distribuzione degli incarichi tra le società iscritte nell'Albo Speciale. Le prime quattro società in ordine di fatturato (PricewaterhouseCoopers Spa, Reconta Ernst & Young Spa, Deloitte & Touche Spa e Kpmg Spa) detengono complessivamente il 93,6% del mercato nazionale della revisione.*

III – LA VIGILANZA SUI MERCATI

1. Gli abusi di mercato

Nel 2007, la Consob ha concluso 13 indagini nell'ambito dell'attività di vigilanza sugli abusi di mercato e ha trasmesso 10 relazioni all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di reato. Tali segnalazioni hanno riguardato, rispettivamente, ipotesi di abuso di informazioni privilegiate in 3 casi e di manipolazione del mercato nei restanti 7 casi (Tav. 20).

Tav. 20

Risultanze delle indagini in materia di abusi di mercato

	Segnalazione di ipotesi di reato[1]		Accertamenti senza segnalazioni di ipotesi di reato[2]	*Totale*
		- di cui per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate		
1997	19	16	33	*52*
1998	21	17	15[3]	*36*
1999	30	22	8	*38*
2000	21	17	5	*26*
2001	18	14	10	*28*
2002	16	7	9	*25*
2003	16	13	10	*26*
2004	11	4	8	*19*
2005	4	2	4	*8*
2006	7	2	6	*13*
2007	10	3	3	*13*

[1] Per le relazioni del 1997 e per 10 relazioni del 1998, si fa riferimento a relazioni motivate di cui all'art. 8, comma 3, della legge 157/1991, abrogato dal Tuf. [2] Con riferimento agli anni 1997, 1998 e 1999 il dato include le risultanze relative, rispettivamente, a 18, 3 e 1 indagine che si sono concluse senza l'invio di relazione motivata al Pubblico Ministero. A partire dall'entrata in vigore del Tuf e fino al maggio 2005 la Consob era tenuta, in ogni caso, a trasmettere al Pubblico Ministero una relazione su indagini e accertamenti effettuati. A partire dal maggio 2005 la Consob non è tenuta a trasmettere le relazioni per le quali non vengono formulate ipotesi di reato. [3] Di cui 9 relative ad attività di accertamento che si sono concluse prima dell'entrata in vigore del Tuf.

Le ipotesi di illecito per abuso di informazioni privilegiate si riferiscono in prevalenza a fatti relativi a operazioni di finanza straordinaria (Tav. 21).

In un caso, alcuni componenti di una famiglia, cui era riconducibile il controllo di una società quotata, hanno venduto azioni prima del comunicato relativo alla decisione del consiglio di amministrazione di proporre la liquidazione della società. In un altro caso, il presidente di una società quotata e la società hanno venduto azioni della stessa prima che venisse resa pubblica la rinuncia da parte di un'altra società quotata a una fusione già annunciata. Nel terzo caso, una persona fisica ha acquistato azioni di una società quotata in un mercato tedesco prima che venisse annunciata un'offerta pubblica di scambio da parte di una società italiana.

Delle 7 relazioni per ipotesi di manipolazione di mercato, 5 hanno configurato casi di manipolazione informativa e le restanti 2 di manipolazione operativa.

Le ipotesi di manipolazione di tipo informativo hanno riguardato: (i) la credit opinion *diffusa da un intermediario italiano* lead manager *del collocamento di un prestito obbligazionario emesso su un mercato lussemburghese da una società quotata in Italia; (ii) la relazione trimestrale di una società quotata; (iii) alcuni comunicati di una società quotata in merito alla possibile ricapitalizzazione della stessa; (iv) un articolo di stampa che riportava quanto emergeva in una artefatta bozza di documento di offerta pubblica su una società quotata in Italia da parte di una società estera; (v) la dimensione della partecipazione detenuta da una banca in un'altra banca quotata.*

Le 2 relazioni attinenti a ipotesi di manipolazione operativa hanno riguardato: (i) l'attività di sostegno del prezzo di una banca quotata perpetuata per molti mesi dalla stessa e da altri soggetti; (ii) alcuni tentativi di alterare i prezzi delle azioni di una società quotata tramite incroci fittizi di ordini.

Tav. 21

Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di abuso di informazioni privilegiate

	Mutamento del controllo - Opa	Risultati economici. Situazione patrimoniale e finanziaria	Operazioni sul capitale. Fusioni - Scissioni	Altre		*Totale*
					di cui per ipotesi di front running	
1997	7	4	2	3	--	*16*
1998	13	1	3	--	--	*17*
1999	13	4	3	2	--	*22*
2000	6	1	3	7	1	*17*
2001	9	--	2	3	2	*14*
2002	1	1	2	3	1	*7*
2003	5	2	1	5	2	*13*
2004	2	1	--	1	--	*4*
2005	--	1	--	1	1	*2*
2006	--	--	--	2	--	*2*
2007	1	1	1	--	--	*3*

Nelle altre 3 indagini concluse dalla Consob nel 2007 (una relativa a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, una a ipotesi di manipolazione del mercato e una a entrambe le fattispecie) non sono state formulate ipotesi di reato.

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato sono stati, rispettivamente, 12 e 7 (Tav. 22).

In un caso segnalato alla Autorità Giudiziaria, che si riferiva a fatti accaduti dopo l'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato (12 maggio 2005), la Consob ha anche avviato procedimenti amministrativi nei confronti, complessivamente, di 3 soggetti: 2 persone

*fisiche e 1 persona giuridica (quest'ultimo procedimento è stato avviato ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti, art. 187-*quinquies *del Tuf). In un caso la Consob ha anche avviato un procedimento amministrativo nei confronti di una persona fisica per una ipotesi di abuso di informazioni privilegiate che, pur riferendosi a fatti accaduti prima dell'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato, è suscettibile di essere sanzionato solo amministrativamente a seguito della depenalizzazione delle condotte poste in essere dai cosiddetti* insider *secondari.*

Tav. 22

Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato segnalate all'Autorità Giudiziaria

	Intermediari autorizzati[1]	Insiders istituzionali[2]	Altri soggetti[3]	Operatori esteri	*Totale*
Abuso di informazioni privilegiate					
1997	11	12	41	17	*81*
1998	17	31	34	32	*114*
1999	21	26	56	48	*151*
2000	24	11	149	34	*218*
2001	20	6	53	30	*109*
2002	14	1	69	21	*105*
2003	2	12	35	20	*69*
2004	--	8	7	4	*19*
2005	--	1	2	--	*3*
2006	--	7	--	--	*7*
2007	--	11	1	--	*12*
Manipolazione di mercato					
1997	3	21	--	--	*24*
1998	7	2	--	2	*11*
1999	10	5	34	2	*51*
2000	1	2	1	1	*5*
2001	4	1	1	2	*8*
2002	18	2	--	4	*24*
2003	6	--	1	--	*7*
2004	4	2	6	1	*13*
2005	--	1	7	--	*8*
2006	--	6	2	--	*8*
2007	1	4	2	--	*7*

[1] Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. [2] Soci, amministratori e dirigenti di società quotate. [3] *Insiders* secondari e i cosiddetti *tippees* (art. 180, comma 2, del Tuf).

Altri 3 procedimenti sanzionatori amministrativi sono stati avviati nei riguardi di 3 persone fisiche nei confronti delle quali, alla data dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni, erano pendenti procedimenti penali per abuso di informazioni privilegiate. Tali procedimenti si riferiscono a 3 relazioni trasmesse in anni passati dalla Consob alla Autorità Giudiziaria, i quali, a seguito della depenalizzazione delle condotte poste in essere dai cosiddetti insider *secondari, si sono conclusi con sentenze di assoluzione, con conseguente trasmissione degli atti processuali alla*

Consob per l'accertamento di eventuali responsabilità di tipo amministrativo (come previsto dall'art. 9, comma 6, della legge n. 62/2005, legge di recepimento della Direttiva sul Market Abuse*). Nessuno dei procedimenti amministrativi citati è stato chiuso nel 2007.*

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sugli abusi di mercato, la Commissione ha formulato oltre 300 richieste di dati e informazioni a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità di Vigilanza estere (Tav. 23). Le richieste finalizzate ad assistere le Autorità di Vigilanza estere impegnate in indagini su casi di presunti abusi di mercato hanno registrato un significativo incremento rispetto all'anno precedente.

Tav. 23

Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato

	Soggetti destinatari delle richieste							
	Intermediari autorizzati[1]	Società quotate e loro controllanti o controllate	Soggetti privati	di cui audizioni	Pubbliche amministrazioni	Autorità estere	*Totale*	*di cui per conto di Autorità estere*
1997	220	37	49	--	22	11	*339*	—
1998	324	14	50	--	10	17	*415*	—
1999	416	22	48	10	--	21	*507*	—
2000	492	33	11	--	4	30	*570*	—
2001	247	30	93	7	10	33	*413*	*156*
2002	154	28	52	19	1	24	*259*	*36*
2003	185	15	55	29	3	27	*285*	*38*
2004	146	13	23	7	2	11	*195*	*101*
2005	140	9	47	42	--	23	*219*	*63*
2006	161	11	44	31	4	7	*227*	*38*
2007	176	12	93	51	5	16	*302*	*70*

[1] Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio.

Nel corso del 2007 la Consob si è costituita parte civile in 13 procedimenti penali (3 per *insider trading*; 9 per manipolazione del mercato, uno unicamente per ostacolo alle funzioni di vigilanza; Tav. 24). Nella maggior parte dei casi, la Commissione aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni, all'esito dell'attività di vigilanza svolta. I capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio delineano i fatti ascritti agli imputati in termini sostanzialmente coincidenti con gli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob.

In particolare, nel giugno 2007, la Consob si è costituita parte civile innanzi al Tribunale di Brescia, nel procedimento penale nei confronti di 8 persone fisiche – ex esponenti aziendali di Finmatica Spa – imputati dei reati di aggiotaggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza.

Tra le costituzioni di parte civile, degna di nota è quella concernente la "vicenda Antonveneta". Il 23 novembre 2007 ha preso avvio innanzi al Tribunale di Milano l'udienza

*preliminare del procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche e 8 persone giuridiche responsabili ai sensi del d.lgs. 231/2001. Tali soggetti risultano imputati, a vario titolo, di diversi reati tra cui l'aggiotaggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza nell'ambito della vicenda riguardante l'acquisizione del controllo sulla Banca Antoniana Popolare Veneta Spa, contesa, nel primo semestre del 2005, tra il gruppo bancario olandese ABN Amro Bank e la Banca Popolare di Lodi scarl, ora Banca Popolare Italiana sc. La legittimazione della Consob è stata confermata dal Giudice per l'Udienza Preliminare con ordinanza resa il 18 gennaio 2008, in cui è stato ritenuto: «*i reati di aggiotaggio in rilievo, dunque, sia nella previgente che nella nuova configurazione ledono un interesse specifico di garanzia espressamente e istituzionalmente demandato alla Consob. Ne deriva che la previsione della legittimazione a esperire l'azione civile ha costituito solo il riflesso dell'enfatizzazione e dell'incremento dei relativi poteri strumentali ma non ha inciso, invece, sulla titolarità di specifici e differenziati interessi suscettibili di lesione diretta e immediata dalla commissione di tali reati. (...) Altrettanto va affermato, quanto all'ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, attesa la relativa specificità e peculiarità direttamente strumentale al ruolo di garanzia per il mercato finanziario. L'interesse di cui è portatrice la Consob assurge, dunque, a caratteri del tutto differenziati e distinti atteso che la norma mira a tutelare direttamente le funzioni specifiche della stessa figurando come deceptus qualificato direttamente lesa dalle false comunicazioni di cui è destinataria secondo le prescrizioni normative che le prevedono espressamente. Anche in tale fattispecie è configurabile un danno immediato e diretto derivante dalla lesione dell'interesse specifico di cui è portatrice. (...)».

*Definendo un procedimento penale in cui la Consob si era, invece, costituita parte civile nel 2006, il Giudice dell'Udienza Preliminare del Tribunale di Milano, con sentenza del 26 febbraio 2007, ritenuta la responsabilità dell'imputato all'esito di un giudizio abbreviato per aggiotaggio su strumenti finanziari, ha accolto la domanda risarcitoria avanzata dalla Consob e ha liquidato (quantificandolo in 50 mila euro) il danno derivante dalla lesione dell'integrità del mercato, in applicazione dei criteri previsti dall'art. 187-*undecies*, comma 2 del Testo Unico. La sentenza, nel ritenere che «*il legislatore, con la previsione dell' art. 187-*undecies*, comma 2, ha volutamente tipizzato e circoscritto il danno liquidabile all'Autorità di controllo, identificandolo con il danno all'integrità del mercato (...)» *ha precisato che il danno va liquidato alla Consob* «in via necessariamente equitativa, art. 187-*undecies*, comma 2 , tenuto conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato».

*Il Giudice dell'Udienza Preliminare del Tribunale di Roma, con sentenza n. 2556 del 1° ottobre 2007, all'esito di un giudizio abbreviato in cui la Consob si è costituita parte civile nel medesimo anno 2007, ha dichiarato l'imputato colpevole dei reati di manipolazione del mercato e di ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, di cui agli artt. 185 e 170-*bis *del Tuf, condannandolo al risarcimento dei danni in favore della Consob da liquidarsi in separata sede civile.*

Nei primi mesi del 2008, il Tribunale di Milano ha pronunciato due ulteriori sentenze di condanna degli imputati al risarcimento, tra l'altro, del danno non patrimoniale cagionato alla Consob da delitti in materia di abusi di mercato. La Sezione I in composizione collegiale, in data 7 gennaio 2008, ritenuta la responsabilità di due esponenti aziendali di Banca Profilo Spa per aggiotaggio su strumenti finanziari, ha liquidato a favore della Consob (costituitasi parte civile nel 2006) la somma di 50 mila euro in relazione alle voci di danno dalla stessa allegate. La Sezione III

penale in composizione monocratica, con sentenza del 5 marzo 2008, ritenuta la responsabilità penale degli imputati per il delitto di abuso di informazioni privilegiate, ha liquidato a favore della Consob (costituitasi parte civile nel 2005) la somma di oltre 4 milioni di euro.

Sono state, inoltre, confermate in appello, nel corso dell'anno 2007, tre sentenze pronunciate dal Tribunale di Milano nel 2006 in materia di abusi di mercato, relative a procedimenti nei quali la Consob si è costituita parte civile.

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, che aveva disposto la condanna dell'imputato per aver posto in essere artifici idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo ufficiale del titolo Banca di Roma, al fine di consentire la cosiddetta "rottura" del knock-in *di un'opzione* put barrier *collegata a un'emissione di obbligazioni* reverse convertible *avente ad oggetto le medesime azioni Banca di Roma. La sentenza di primo grado aveva per la prima volta riconosciuto alla Commissione, oltre al danno patrimoniale da liquidarsi in separato giudizio, la somma di 30 mila euro, a titolo di risarcimento del danno non patrimoniale cagionato dalle condotte di aggiotaggio a essa riferibile per lesione dell'integrità del mercato, facendo applicazione dei criteri previsti dall'art. 187-*undecies*, comma 2, del Tuf.*

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 (che, ritenuta la responsabilità penale di esponenti aziendali di Unipol per il reato insider trading, *aveva liquidato a favore della Consob la somma di oltre 92 mila euro) relativamente alla posizione di due imputati, anche con riguardo alle statuizioni civili in favore della Consob, mentre, avendo il terzo imputato richiesto l'applicazione della pena ex art. 599, comma 4 c.p.p., ha rideterminato la pena a carico di quest'ultimo. La fattispecie riguardava un'ipotesi di* buy-back *di due prestiti obbligazionari Unipol 2000-2005, posta in essere dagli amministratori di Unipol in possesso della informazione privilegiata costituita dalla conoscenza, sin dalla fine del 2001 (allorquando venivano approvati gli obiettivi del budget 2002), della decisione, da loro stessi assunta, di procedere all'estinzione in via anticipata dei prestiti obbligazionari sopra indicati.*

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.

Quanto al primo aspetto, la Corte ha osservato, tra l'altro, che: «...le operazioni di individuazione, registrazione degli strumenti finanziari, che, secondo la difesa appellante, individuerebbero l'effettivo acquisto-vendita, provocando lo spostamento di competenza, consistono in annotazioni, con carattere semplicemente esecutivo, di una negoziazione contrattuale già avvenuta e realizzata a opera di intermediari. Il momento dell'acquisto è da identificare nel luogo e nel tempo in cui le proposte di negoziazione (vendita e acquisto) si incrociano telematicamente nel sistema organizzato e gestito da Borsa Italiana Spa, che gestisce, a Milano, il mercato della Borsa. Il luogo risulta ben identificato nella sede operativa del soggetto incaricato della gestione del suddetto mercato e altrettanto deve dirsi del tempo e del momento

dell'operazione acquisto-vendita, entrambi istantanei e coincidenti con la formazione dell'accordo negoziale, con l'incontro delle due proposte di negoziazione. In tale ottica la pretesa individuazione degli strumenti finanziari (in tutto coincidenti con quelli già negoziati) non equivale, come deduce la difesa appellante, a identificare il momento traslativo della proprietà, appartenendo invece, alla fase esecutiva o di registrazione dell'intervenuta negoziazione...».

Tav. 24

Interventi dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e aggiotaggio

	Interventi	Reato[1]	Esito al 31 dicembre 2007
1996	1	Insider trading	patteggiamento
1997	1	Insider trading	sentenza di proscioglimento per prescrizione[2]
	1	Insider trading	sentenza di assoluzione
	1	Insider trading	patteggiamento
1998	1	Insider trading e aggiotaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione
1999	1	Insider trading e aggiotaggio	sentenza di patteggiamento per 4 soggetti; sentenza di condanna per 2 soggetti
2000	1	Insider trading e aggiotaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione[3]
	1[4]	Aggiotaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione
2001	3	Aggiotaggio	1 sentenza di condanna; sentenza di patteggiamento per gli altri 2 procedimenti
	2	Insider trading	1 sentenza di condanna; 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2002	2	Insider trading	2 sentenze di proscioglimento per prescrizione
2003	1	Insider trading	1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2004	1	Insider trading	1 sentenza di assoluzione[5]
	2[4,6]	Aggiotaggio	1 sentenza di patteggiamento
2005	9[7]	Insider trading e aggiotaggio	3 sentenze di condanna[8] 2 sentenze di patteggiamento; 3 sentenze di non luogo a procedere
2006	11[9]	Insider trading, manipolazione del mercato	2 sentenze di condanna[10] 6 sentenze di patteggiamento 2 assoluzioni[11] 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2007	12[12,13]	Insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna 2 sentenze di patteggiamento[14] 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione 1 sentenza di non luogo a procedere[15]

[1] *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; aggiotaggio: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del c.c., ora art. 185 del Tuf. [2] Il procedimento è tuttora in corso con riguardo ad altre ipotesi di reato. [3] L'intervento era già stato proposto nel 1998, ma a seguito della regressione del procedimento alla fase delle indagini preliminari, è stato necessario riproporre l'intervento nel corso del 2000. [4] In tali procedimenti la Consob si è costituita parte civile. [5] La sentenza è stata emessa con la formula "perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato". [6] Uno di tali procedimenti è stato avviato anche per il reato di false comunicazioni e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza (art. 2638 c.c.). [7] Nel corso del 2005, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in un caso. [8] Avverso le sentenze di condanna è stato proposto appello, di cui uno tuttora pendente. Due sentenze di condanna sono state confermate in appello. Avverso una sentenza emessa nel grado di appello è stato proposto ricorso per Cassazione. [9] Nel corso del 2006, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in 2 casi. [10] Una sentenza di condanna è stata confermata in appello. Una sentenza di condanna è stata emessa all'esito di giudizio abbreviato; il procedimento è pendente nei confronti degli altri imputati. [11] In un caso il Giudice ha altresì disposto la trasmissione degli atti ai fini della eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie ex art. 187-*bis* del Tuf. In un altro, la sentenza è stata emessa con la formula dubitativa ai sensi dell'art. 530, comma 2, c.p.p. [12] Nel corso del 2007, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in un caso. In un altro caso, l'intervento era stato già proposto nel 2006 ma, a seguito della regressione del procedimento alla fase delle indagini preliminari, è stato necessario riproporre l'intervento nel corso del 2007. [13] In quattro casi, i procedimenti sono stati avviati anche per il reato di ostacolo alle funzioni di vigilanza. [14] Le sentenze sono state emesse in due distinti procedimenti, di cui uno tuttora pendente nei confronti di altri imputati. [15] Con la sentenza in questione il Giudice ha disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale contestazione della violazione amministrativa prevista dall'art. 187-*bis* del Tuf. Il procedimento è tuttora in corso nei confronti di altri imputati.

Con riguardo alla legittimazione della Consob alla costituzione di parte civile, nonché al danno alla stessa risarcibile, la Corte ha sostenuto: «come rileva la difesa Consob, la facoltà di costituirsi parte civile per chiedere il risarcimento dei danni, patrimoniali e non patrimoniali, causati dalle condotte concretanti abusi di mercato, discende de plano dall'applicazione dei principi generali richiamati dall'art. 74 c.p.p....In tale direzione riesce difficile condividere quanto affermato dal difensore appellante (...) se il diritto della Consob di richiedere il risarcimento dei danni era già previsto dal sistema...La norma contenuta nel nuovo art. 187-*undecies* Tuf non riconosce affatto alla Consob un nuovo potere poiché...la disposizione... ha portata confermativa di una facoltà derivante direttamente dall'applicazione dei principi generali... La norma riportata non introduce una nuova e diversa tipologia di danno ma indica soltanto taluni criteri dei quali il Giudice si potrà utilmente avvalere al fine di determinare l'entità del danno cagionato dagli imputati...nell'ambito di una valutazione equitativa».

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, che aveva affermato la responsabilità penale dell'imputata per insider trading *nella particolare forma del "*front running*", liquidando in 30 mila euro il danno non patrimoniale patito dalla Consob.*

Nel corso del 2007 sono state pronunciate 2 sentenze di condanna per abusi di mercato, 3 di patteggiamento, una sentenza di non luogo a procedere e, infine, una di assoluzione (Tav. 25).

Tav. 25

Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di *insider trading* e aggiotaggio

	Archiviazione	Archiviazione parziale	Richiesta di rinvio a giudizio	Sentenza di patteggiamento	Sentenza di condanna	Sentenza di assoluzione	Sentenza di non luogo a procedere	Sentenza di estinzione del reato per prescrizione	*Totale*
1991-1997	7	--	5	2	2	--	--	--	*16*
1998	4	--	1	1	--	--	--	--	*6*
1999	10	1	2	1	--	1	1	--	*16*
2000	6	4	2	3	--	--	--	1	*16*
2001	12	1	3[1]	2	1[1]	--	--	--	*19*
2002	10	--	2	--	2[2]	--	--	2	*16*
2003	16	--	--	--	--	--	--	1	*17*
2004	2	1	3	--	1	--	--	--	*7*
2005	4	1	9	3	3	1[3]	3[3,4]	1	*25*
2006	--	--	16[5]	7	6[6]	2[7]	2[8]	--	*33*
2007	3	2	14[9]	3	2[10]	1	1[11]	2	*28*

[1] La sentenza di primo grado è stata impugnata. [2] Alcuni imputati sono stati assolti. Una delle sentenze è stata impugnata, ma confermata in Cassazione. [3] Una delle sentenze ha assolto uno degli imputati e ha disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-*bis* del Tuf, come introdotto dalla legge 62/2005. [4] In un caso, la sentenza di non luogo a procedere nei confronti di alcuni imputati ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-*bis* del Tuf. [5] In 2 casi la Consob non si è costituita parte civile. [6] In quattro casi è stato proposto appello, di cui uno tuttora pendente. Tre sentenze di condanna sono state confermate in appello. Avverso una sentenza emessa nel grado d'appello è stato proposto ricorso per Cassazione. In un caso, la sentenza è stata pronunciata dalla Suprema Corte di Cassazione. [7] Il giudice ha emesso sentenza di assoluzione per non aver commesso il fatto e ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini della eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-*bis* del Tuf. Un'altra sentenza è stata emessa dalla Suprema Corte perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato. [8] Le sentenze sono state emesse con formula "per non aver commesso il fatto" e perché il fatto non costituisce reato. [9] In un caso la Consob non si è costituita parte civile. In un ulteriore caso la costituzione di parte civile è avvenuta successivamente al 31 dicembre 2007. [10] Le sentenze sono state emesse all'esito di giudizio abbreviato. [11] La sentenza è stata pronunciata con la formula "perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato".

2. La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Nel corso dell'anno la Commissione ha approvato, a più riprese, ai sensi dell'art. 63, comma 2 del Tuf, le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana e alle relative Istruzioni.

Nel mese di febbraio, la Consob ha approvato le modifiche al regolamento di Borsa Italiana deliberate dall'assemblea il 21 dicembre 2006. Le principali modifiche hanno riguardato: (i) la disciplina dello sponsor *e del* listing *in caso di operazioni straordinarie; (ii) la revisione dei requisiti di governo societario per ottenere la qualifica Star; (iii) l'accorpamento dei mercati Mta e Mtax; (iv) il nuovo comparto ETFplus; (v) l'operatività in conto proprio dell'operatore specialista nonché il progetto di quotazione di Borsa Italiana.*

Nello stesso mese, l'Istituto ha espresso, inoltre, l'assenso alle modifiche delle Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana, con riferimento particolare alla disciplina dei conflitti di interesse derivanti da rapporti di natura partecipativa e creditizia fra il gruppo dello sponsor *e i soggetti che detengono partecipazioni significative nell'emittente, nonché i criteri di indipendenza degli amministratori delle società Star.*

Nel corso dei mesi di giugno e luglio, la Commissione ha approvato ulteriori modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana, concernenti in sintesi: (i) le azioni emesse dalle Real Estate Investment Companies*; (ii) il requisito della sufficiente diffusione fra il pubblico degli strumenti finanziari; (iii) l'istituzione di un segmento del mercato degli strumenti derivati Idem dedicato alle negoziazioni di strumenti derivati sull'energia elettrica, denominato Idex; (iv) le regole di condotta per la liquidazione dei contratti. Inoltre, la Consob ha accolto le modifiche alle Istruzioni volte a integrare le disposizioni tecniche relative al segmento di mercato Idex e, in particolare, alle caratteristiche dei contratti* futures *sull'energia elettrica ivi negoziati e alla disciplina dei* market maker.

L'istituzione di un segmento di mercato dedicato alle negoziazioni di strumenti derivati sull'energia elettrica riflette il crescente interesse delle imprese italiane nei confronti della negoziazione di strumenti di copertura dai rischi di oscillazione del prezzo dell'energia elettrica. Il prezzo dell'energia elettrica, infatti, è caratterizzato da un'elevata volatilità e ciò comporta - specialmente per le imprese che la producono, la distribuiscono o ne fanno utilizzo - l'esigenza di ricorrere a specifici strumenti di copertura, quali contratti a termine e futures.

Le caratteristiche dei contratti futures *sull'energia elettrica prevedono che, alla scadenza, la liquidazione avvenga con il pagamento di differenziali in contanti, calcolati come differenza tra la media aritmetica dei prezzi dell'energia elettrica durante il periodo di consegna del* future *e il prezzo di regolamento giornaliero dell'ultimo giorno di negoziazione del* future. *Per individuare i prezzi dell'energia elettrica dei quali tener conto ai fini della liquidazione del* future, *Borsa Italiana fa riferimento al Prezzo Unico Nazionale di acquisto dell'energia elettrica, determinato per ciascuna ora del giorno in base agli esiti delle contrattazioni che si svolgono sul Mercato del Giorno Prima organizzato e gestito dal Gestore del Mercato Elettrico. Borsa Italiana ha infine previsto che le negoziazioni sull'Idex siano garantite da una controparte centrale, rappresentata dalla Cassa di Compensazione e Garanzia.*

A giugno la Consob ha, inoltre, approvato modifiche alle Istruzioni del Regolamento di Borsa Italiana relative gli schemi di comunicato price sensitive. *Tali modifiche prevedono l'introduzione di uno "standard di redazione" della dichiarazione del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili da inserire nel testo dei comunicati relativi all'approvazione dei dati contabili riferiti a periodi successivi al 1° luglio 2007.*

A giugno 2007 i consigli di amministrazione di Borsa Italiana Spa e del London Stock Exchange Group plc hanno annunciato la conclusione di un accordo sui termini dell'offerta di acquisizione da parte del London Stock Exchange Group plc nei confronti di Borsa Italiana.

L'offerta ha valutato complessivamente Borsa Italiana 1,6 miliardi di euro circa, corrispondente a 100,7 euro per singola azione. Gli azionisti di Borsa Italiana che hanno accettato l'offerta rappresentano circa il 99,92% del capitale sociale.

Fra gli elementi di novità legati all'integrazione vi è l'adozione da parte di Borsa Italiana della piattaforma tecnologica "TradeElect" del London Stock Exchange. La migrazione è prevista per il settembre 2008. Tale evento richiederà un aggiornamento del regolamento dei mercati adottato da Borsa Italiana e soggetto ad approvazione della Consob.

Nell'agosto 2007 la Consob, ai sensi dell'art. 73, comma 3, del Tuf ha approvato le modifiche allo statuto di Borsa Italiana, deliberata dall'assemblea degli azionisti dell'8 agosto 2007, volte al perfezionamento della fusione con il London Stock Exchange.

Le modifiche allo statuto di Borsa Italiana hanno riguardato: (i) il trasferimento delle azioni e il diritto di prelazione; (ii) l'intervento e la rappresentanza in assemblea; (iii) la nomina del consiglio di amministrazione, del presidente e del vice presidente del consiglio di amministrazione; (iv) la convocazione del consiglio di amministrazione; (v) la disciplina delle incompatibilità relative all'amministratore delegato e al direttore generale; (vi) la durata del comitato di consultazione; (vii) la data di chiusura degli esercizi sociali nonché la nomina della società di revisione.

Le modifiche regolamentari che hanno caratterizzato, all'inizio del 2007, i mercati gestiti da Tlx Spa fanno seguito all'accordo per lo sviluppo e la promozione di tali mercati, concluso tra UniCredit Banca Mobiliare (azionista unico di Tlx Spa) e Banca Imi, nel mese di ottobre 2006.

Tale accordo prevede l'acquisizione da parte di Banca Imi di una partecipazione del 50% del capitale sociale di Tlx Spa. Lo statuto è stato adeguato alle pattuizioni contenute nell'accordo parasociale concluso tra UniCredit e Banca Imi che, in sostanza, oltre a limitare la circolazione delle azioni, disciplina la governance *della società e l'ingresso di nuovi soci. Alcune delle modifiche regolamentari ai mercati gestiti da Tlx Spa sono connesse all'ingresso del nuovo socio e riflettono nuove modalità operative; altre modifiche hanno riguardato gli orari di negoziazione e le modalità di esecuzione degli ordini.*

L'attività di vigilanza dell'Istituto ha riguardato, come di consueto, anche i Sistemi di scambi organizzati (Sso). Con riferimento all'avvio di nuovi sistemi, nel corso del 2007 le richieste di iscrizione all'elenco degli Sso sono state 15.

In particolare, nel mese di settembre ha avviato le negoziazioni un nuovo sistema di scambi organizzati gestito da Borsa Italiana Spa (Mercato Alternativo dei Capitali). Detto sistema, riservato a investitori professionali, prevede requisiti di accesso semplificati per l'ammissione alla negoziazione di strumenti azionari di piccole e medie imprese.

L'espletamento delle funzioni di vigilanza si è svolto nell'ambito dell'ordinario controllo sull'attività svolta dai singoli Sso e sul rispetto, da parte degli stessi, degli adempimenti previsti dalla normativa di settore.

A conclusione dei controlli mirati a verificare il funzionamento di un Sso gestito da soggetto diverso da un intermediario abilitato, la Consob ha deliberato, nel mese di aprile, l'applicazione di una sanzione amministrativa nei confronti dell'amministratore unico, nonché della società, responsabile in solido, per il mancato adempimento di obblighi informativi verso il mercato e verso la stessa Commissione. Il sistema di scambi organizzati è stato cancellato dal relativo elenco in quanto non più operativo.

3. I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sui servizi di compensazione e sull'esercizio della attività di gestione accentrata di strumenti finanziari, nel mese di luglio, la Consob ha dato la propria intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione delle modifiche al Regolamento operativo della Cassa di Compensazione e Garanzia derivanti dall'estensione della sua operatività al ruolo di controparte centrale sul mercato dei derivati sull'energia elettrica, Idex.

Nel mese di marzo, la Consob ha rilasciato l'intesa alla Banca d'Italia – ai sensi di quanto previsto dal Provvedimento Banca d'Italia e Consob dell'8.9.2000 (vigente ancora per tutto il 2007) – per l'approvazione di alcune modifiche al Regolamento operativo dei servizi di liquidazione (Express II) e delle attività accessorie adottato da Monte Titoli Spa.

Le suddette modifiche sono state apportate al fine di regolare lo svolgimento, da parte di Monte Titoli, di alcuni servizi accessori di nuova implementazione, quali il servizio di agente di regolamento su base transnazionale, i servizi di finanziamento in titoli e contante su garanzia (erogati dalla società di gestione in nome proprio), il servizio di gestione di conti di contante (strumentale all'attività di finanziamento) e il servizio di gestione dinamica e ottimizzata delle garanzie in strumenti finanziari.

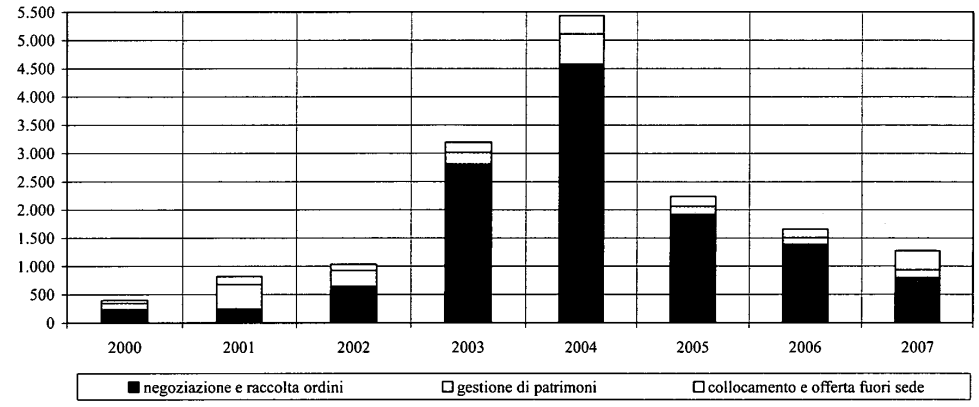
III – LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

1. Banche, Sim e agenti di cambio

Nel 2007 gli esposti ricevuti dalla Consob relativi alla prestazione di servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio hanno continuato a ridursi rispetto agli anni precedenti, sebbene continuino a essere un importante segnale per orientare l'attività di vigilanza. Sono diminuiti in particolare i reclami legati alla negoziazione e alla raccolta ordini, mentre l'incremento di quelli relativi al collocamento e all'offerta fuori sede si collega al persistere di un contenzioso relativo a prodotti collocati nel corso degli anni precedenti (Fig. 76).

Fig. 76

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



Nell'ambito delle iniziative di vigilanza intraprese nel 2007 la Commissione ha deciso di avviare 9 accertamenti ispettivi nei confronti di 2 banche e 4 Sim; altri 3 accertamenti hanno riguardato Sgr (si veda il successivo paragrafo 2) (Tav. 26).

Tav. 26

Attività ispettiva nei confronti di intermediari

	Accertamenti ispettivi		Accertamenti iniziati nei confronti di:					Accertamenti conclusi nei confronti di:				
	Iniziati	Conclusi	Sim[1]	Banche	Sgr\Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Sim[1]	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	--	--

[1] Sono incluse le società fiduciarie.

Le rilevanti modifiche al quadro regolamentare di riferimento dovute al recepimento della Mifid nel novembre 2007 hanno indotto la Commissione ad avviare, già nei mesi precedenti, un'intensa azione di dialogo con l'industria per facilitare il processo di adeguamento dei sistemi e delle strutture operative aziendali al nuovo assetto normativo.

Il confronto con gli intermediari, che proseguirà in modo mirato anche nel 2008, si è sostanziato nella formulazione di indirizzi operativi e nell'emanazione di orientamenti interpretativi di "livello 3" (si veda il Capitolo V "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali").

Nel corso del 2007 è proseguita l'attività di vigilanza nei confronti di intermediari operativi nel segmento dei derivati Otc con imprese non finanziarie ed enti pubblici. L'azione di vigilanza iniziata nel 2004 tramite un'analisi del settore si è conclusa con la definizione di alcuni procedimenti sanzionatori (si veda il successivo capitolo IV "I provvedimenti sanzionatori e cautelari"). Sulla base di verifiche ispettive condotte dalla Banca d'Italia nel 2007 è stato poi avviato un ulteriore procedimento sanzionatorio.

Le indagini della Commissione hanno messo in luce che i contratti più diffusi fra imprese ed enti pubblici erano gli interest rate swap, *spesso aventi strutture complesse o "esotiche". Risultavano pure molto diffusi i contratti* swap non par *che prevedevano, sin dal momento della stipula, un valore di mercato negativo per i clienti; l'equilibrio finanziario della transazione veniva in alcuni casi realizzato mediante il versamento di una somma di denaro* upfront *da parte dell'intermediario.*

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

Gli esiti dell'indagine hanno indotto la Commissione ad avviare specifiche azioni di vigilanza, esaminando analiticamente l'operatività dei principali gruppi bancari operanti sul mercato dei derivati Otc.

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

Le verifiche condotte hanno messo in luce che i derivati Otc sono stati generalmente proposti alla clientela come strumenti di copertura del rischio. Tuttavia si è spesso rilevata la mancanza di presidi organizzativi e procedurali che potessero assicurare che le operazioni proposte fossero effettivamente definibili di copertura, secondo le indicazioni fornite dalla Commissione in apposita comunicazione; è risultato infatti che i derivati proposti erano sovente, per loro stessa struttura, inadatti al soddisfacimento dei bisogni di copertura di aziende non finanziarie o di enti pubblici.

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

In tali casi le procedure aziendali sono spesso risultate non idonee a garantire la ordinata, corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti derivati Otc. Sono state riscontrate carenze sia nella fase di "produzione" (procedure di ingegnerizzazione dei prodotti e di pricing*, governo del processo produttivo da parte del vertice aziendale) sia nella fase "distributiva" (selezione della clientela, selezione delle operazioni e vigilanza degli addetti).*

Considerate le generalizzate carenze rilevate nel settore della vendita di derivati Otc, la Commissione ha avviato un'iniziativa di vigilanza di carattere più ampio, attraverso la convocazione degli esponenti aziendali dei principali intermediari attivi nel settore, per sollecitare lo sviluppo di misure di adeguamento della struttura operativa agli obblighi normativi.

In particolare, si è raccomandato agli intermediari di valutare le reali necessità di copertura dei clienti e di suggerire i prodotti più idonei, anche tenendo conto del costo di opportunità alternative.

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

Sulla base delle risultanze dell'attività di vigilanza, nel corso dell'anno è stata avviata un'azione di *enforcement* nei confronti di un agente di cambio.

In particolare, la Commissione ha prima provveduto a sospendere l'operatore e a nominare un commissario incaricato della gestione e successivamente ha proposto al Ministero dell'economia e delle finanze l'adozione di un provvedimento di cancellazione dell'agente di cambio dal ruolo unico nazionale.

La Commissione ha trasmesso al Ministero dell'economia e delle finanze le proprie valutazioni con riguardo a proposte di modifica dello statuto e del regolamento operativo del Fondo nazionale di garanzia deliberate dal Comitato di gestione nel corso del 2007. In tale circostanza la Commissione ha evidenziato la necessità di adeguare la disciplina del sistema di indennizzo al nuovo panorama normativo di riferimento, derivante dal recepimento della MiFID.

Il Fondo ha proseguito la nuova gestione avviata con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1 febbraio 1998 (Tav. 27). In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per un caso di insolvenza di una Sim nel 2007. Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero dell'economia e delle finanze, relativa alle insolvenze pregresse.

Tav. 27

Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2007; valori monetari in migliaia di euro)

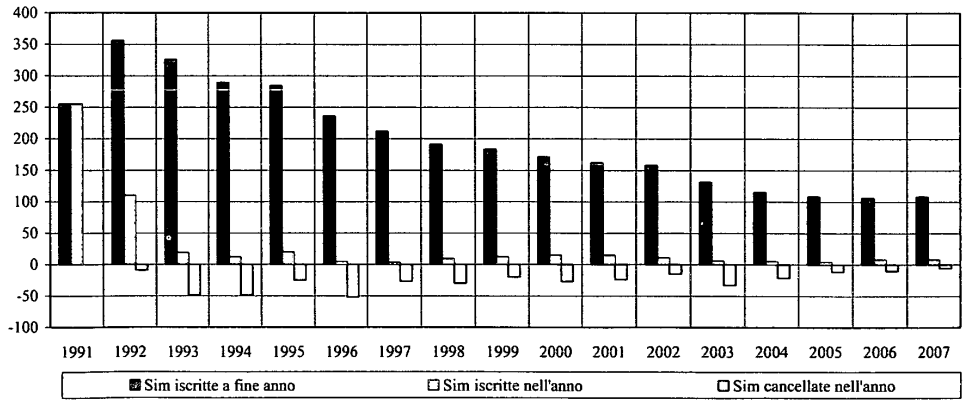
	Insolvenze[1]		
	Sim	Agenti di cambio	*Totale*
1997	4	1	*5*
1998	2	3	*5*
1999	1	1	*2*
2000	1	--	*1*
2001	1	--	*1*
2002	--	2	*2*
2003	2	1	*3*
2004	--	--	--
2005	--	--	--
2006	4	--	4
2007	1	--	1
Totale insolvenze	*16*	*8*	*24*
di cui con avvenuto deposito dello stato passivo	*14*	*8*	*22*
Numero creditori ammessi	1.888	878	*2.766*
Importo crediti ammessi[2]	21.910	34.956	*56.866*
Interventi del fondo[3]	6.004	9.801	*15.805*

Fonte: elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. [1] Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. [2] Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. [3] Interventi correlati ai crediti iscritti, di cui circa 47.000 euro accantonati a fronte di crediti oggetto di giudizi di opposizione in corso.

Nel 2007, per la prima volta dal 1992, si è registrato un incremento delle Sim iscritte nell'Albo tenuto dalla Consob (da 106 al 31 dicembre 2006 a 108) (Fig. 77); il numero di cancellazioni dall'Albo è risultato in sensibile diminuzione rispetto agli anni passati (Tav. 28).

Fig. 77.

Dinamica dell'Albo delle Sim



Tav. 28

Sim: cancellazioni dall'Albo[1]

	Motivazioni								
	Crisi dell'intermediario[2]	Fusioni e scissioni	Liquidazione volontaria - Variazione dell'attività	Trasformazione in banca	Trasformazione in Sgr	Trasformazione da fiduciaria a sim	Non operativa[6]	Mancato esercizio servizi autorizzati	*Totale*
1992-1997	37	29	100	5	–	2	38	--	*211*
1998	2	7	16	4	--	--	–	1	*30*
1999	1	9[3]	4	--	4	2	–	--	*20*
2000	1	3	11	3	7	1	–	1	*27*
2001	1	3	6	10[4]	3[5]	--	–	--	*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*

Fonte: Consob. [1] 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. [2] Sono inclusi i decreti del Ministero dell'economia e delle finanze, i provvedimenti Consob, i fallimenti e le liquidazioni coatte amministrative. [3] È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d'azienda a una società del gruppo. [4] In 3 casi si tratta di operazioni di fusione per incorporazione in banche. [5] Si tratta di 3 operazioni di fusione per incorporazione in Sgr. [6] Al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. 415/1996 (art. 60).

Anche il numero di banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento risulta in crescita (da 736 nel 2006 a 742 nel 2007).

Nel 2007 la Commissione ha esercitato le nuove competenze di vigilanza in materia di collocamento e distribuzione di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (polizze vita dei rami III e V) previste dalla legge sul risparmio.

Sono stati esaminati 444 prospetti informativi relativi a prodotti assicurativi (161 relativi a *unit linked*, 187 relativi a *index linked* e 96 relativi a prodotti di capitalizzazione), di cui 182 sono stati oggetto di specifiche azioni di vigilanza. Tali interventi hanno spesso comportato degli approfondimenti di natura quantitativa tesi a verificare la corretta rappresentazione del profilo di rischio dei prodotti.

In generale, la vigilanza sui prospetti dei prodotti finanziari emessi da assicurazioni si è focalizzata sulla conformità dell'informativa contenuta nella documentazione d'offerta agli schemi dettati in via regolamentare, che richiedono un'indicazione qualitativa del grado di rischio del prodotto e una adeguata rappresentazione degli scenari di rendimento del capitale investito al termine della durata del contratto. È stata verificata anche la trasparenza sui profili di costo dei prodotti.

2. Le società di gestione del risparmio

La vigilanza sulle Sgr che gestiscono fondi comuni aperti si è focalizzata, in continuità con gli anni precedenti, sugli aspetti concernenti, da un lato, i meccanismi organizzativi e procedurali adottati dalle società al fine di assicurare un corretto svolgimento dell'attività gestoria e, dall'altro, sulla coerenza fra l'operatività posta in essere nell'ambito della gestione dei fondi comuni aperti e il mandato gestorio.

Nell'ambito dell'analisi relativa ai meccanismi organizzativi e procedurali adottati dalle Sgr sono state considerate società già oggetto di verifica nel triennio 2004-2006 (8 di medie dimensioni e 9 di grandi dimensioni) e società interessate da operazioni di integrazione. L'attività di vigilanza informativa si è sviluppata attraverso richieste di dati e notizie, estese in alcuni casi anche alle società di revisione contabile, in interventi di convocazione degli organi sociali e in incontri con gli esponenti aziendali di società di gestione e con le relative società di revisione.

La Commissione ha poi analizzato l'operatività degli oltre 1.000 fondi comuni aperti che risultavano operativi al 30 giugno 2007 per ciò che riguarda lo stile di gestione (attivo/passivo/flessibile) e le commissioni, con riferimento al periodo 1° gennaio 2006 - 30 giugno 2007.

Sotto il profilo dello stile gestionale è emerso che le Sgr hanno operato seguendo un approccio prudente, caratterizzato, per i fondi a benchmark, *dall'allineamento delle scelte gestorie al parametro di riferimento e, per i fondi flessibili, dall'assunzione di un grado di rischio sensibilmente inferiore a quello dichiarato. Più in generale, è emerso che i fondi flessibili risultano stabilmente investiti in determinate* asset class, *assumendo un elevato grado di correlazione con specifici mercati di riferimento.*

Sotto il profilo dei costi, si è rilevato che molti fondi con uno stile di gestione di fatto passivo hanno commissioni significativamente più elevate rispetto a prodotti simili quali i fondi passivi quotati (Etf).

Nel 2007 è proseguita l'attività di vigilanza di trasparenza sui prospetti degli Oicr italiani e di quelli esteri quotati in Italia.

Particolare attenzione è stata dedicata all'informativa sull'entità percentuale delle retrocessioni di commissioni a favore dei collocatori. Tale dato accresce la trasparenza sulla remunerazione dei collocatori e persegue l'obiettivo di rendere edotto l'investitore circa il fatto che l'attività di assistenza/consulenza prestata in fase di "vendita" non si esaurisce con il pagamento della commissione di sottoscrizione, ma continua nel corso del periodo di investimento nel fondo con la retrocessione da parte della Sgr di una quota preponderante delle commissioni di gestione e/o di incentivo.

Sebbene la remunerazione dei soggetti collocatori continui a rappresentare la quota preponderante del costo sostenuto dall'investitore, nel 2006 tale quota ha registrato una lieve diminuzione, passando dal 75% circa (nel 2005) al 70%.

La Commissione ha, inoltre, proseguito l'azione di controllo sul mercato dei fondi chiusi immobiliari, in considerazione della continua crescita di tale segmento dell'*asset*

management. L'attività di vigilanza ha avuto ad oggetto principalmente l'analisi dei criteri alla base delle decisioni di investimento o disinvestimento dei beni detenuti in portafoglio.

L'azione di vigilanza è stata focalizzata sui presidi adottati dalle Sgr per assicurare che il processo decisionale di investimento e dismissione degli asset *immobiliari avvenisse nel rispetto delle regole di correttezza, diligenza e trasparenza comportamentale, con particolare riferimento alle procedure di determinazione e di controllo delle valutazione degli immobili e alla gestione dei conflitti di interesse.*

Nell'ambito dell'attività di vigilanza svolta nel 2007 sono state valutate anche le richieste di quotazione di 2 fondi immobiliari, che prevedono nel regolamento di gestione l'effettuazione di offerte semestrali di quote di nuova emissione a fronte delle quali è possibile procedere a rimborsi anticipati.

L'attività di vigilanza sulla correttezza comportamentale delle Sgr ha riguardato anche la gestione dei 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*).

L'attività di vigilanza sui fondi di private equity *si è focalizzata in particolare sulla presenza di misure di prevenzione e gestione delle situazioni di conflitto di interessi e di procedure idonee ad assicurare il corretto esercizio dei diritti sociali inerenti alle partecipazioni detenute dai fondi.*

Nel 2007 è proseguito l'esame della struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr.

La composizione dei consigli di amministrazione delle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito al 31 dicembre 2007 (rappresentative dell'86% del totale del patrimonio gestito dei fondi armonizzati di diritto italiano) evidenzia che il numero complessivo dei consiglieri è diminuito di 35 unità rispetto al 2006, passando da 214 a 179; tale riduzione ha riguardato prevalentemente i consiglieri non esecutivi (Tav. 29). Il numero di consiglieri indipendenti risulta basso, con una media di circa un consigliere indipendente ogni 6 nel 2007, contro un rapporto di uno a 3 suggerito dai Codici di Autodisciplina per le società quotate; si rileva, tuttavia, un miglioramento rispetto all'anno precedente, quando il rapporto si attestava a circa un consigliere indipendente ogni 7 consiglieri.

Come rilevato negli anni precedenti, anche nel 2007 risulta confermata la parziale disapplicazione dei requisiti richiesti dai protocolli di autonomia dell'associazione di categoria ai fini dell'attribuzione della qualifica di consigliere indipendente (assenza di deleghe operative nella società e di rapporti di affari o professionali con la Sgr o con società del gruppo). In particolare sono: i) 16 i casi (rispetto agli 11 del 2006) in cui i consiglieri indipendenti ricoprono altre cariche nelle società del gruppo; ii) 4 i casi di consiglieri indipendenti che ricoprono incarichi dirigenziali in altre società del gruppo di appartenenza delle Sgr. Sono stati poi rilevati 6 casi (7 nel 2006) in cui non vi sono consiglieri segnalati come indipendenti.

Infine, l'analisi ha messo in luce un aumento del numero di consiglieri di Sgr che ricoprono incarichi di tipo dirigenziale all'interno della capogruppo o in altre società del gruppo.

Tav. 29

Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo
(numero di consiglieri)

		Cariche ricoperte nelle Sgr							
		Amministratore Delegato	Consigliere	Consigliere esecutivo	Consigliere indipendente	Presidente	Presidente consigliere esecutivo	Presidente consigliere indipendente	*Totale*
					2007				
Cariche ricoperte nella capogruppo	Presidente		2						*2*
	Vice Presidente		1					1	*2*
	Amministratore Delegato		2						*2*
	Consigliere		7	1	2	2			*12*
	Consigliere esecutivo		3			1			*4*
	Consigliere indipendente								--
	Direttore Generale		4				1		*5*
	Vice Direttore Generale	1	2	1					*4*
	Dirigente	1	12			2			*15*
Cariche in altre società del gruppo		10	44	9	14	6	3		*86*
Senza cariche nelle società del gruppo		1	25	3	14	1		3	*47*
	Totale complessivo	*13*	*102*	*14*	*30*	*12*	*4*	*4*	*179*
					2006				
Cariche ricoperte nella capogruppo	Presidente		2						*2*
	Vice Presidente		2		1	2		1	*6*
	Amministratore Delegato		2			1			*3*
	Consigliere		6		2	3			*11*
	Consigliere esecutivo			1		2	1		*4*
	Consigliere indipendente								--
	Direttore Generale	2	6			1			*9*
	Vice Direttore Generale		2	1					*3*
	Dirigente	1	8			1			*10*
Cariche in altre società del gruppo		8	56	12	8	9	2		*95*
Senza cariche nelle società del gruppo		2	37	4	19	5		4	*71*
	Totale complessivo	*13*	*121*	*18*	*30*	*24*	*3*	*5*	*214*

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi alle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito. Dati di fine periodo.

Nel 2007 la Commissione ha rilasciato alla Banca d'Italia 82 pareri relativi all'istituzione o allo scioglimento di Sgr, a operazioni straordinarie sul capitale e all'esternalizzazione di alcune funzioni aziendali di Sgr (44 nel 2006).

A fine 2007 risultavano iscritte nell'Albo tenuto dalla Banca d'Italia 211 Sgr (196 a fine 2006). Le nuove Sgr istituite nel 2007 hanno ad oggetto prevalentemente la gestione di fondi chiusi o speculativi.

3. I promotori finanziari

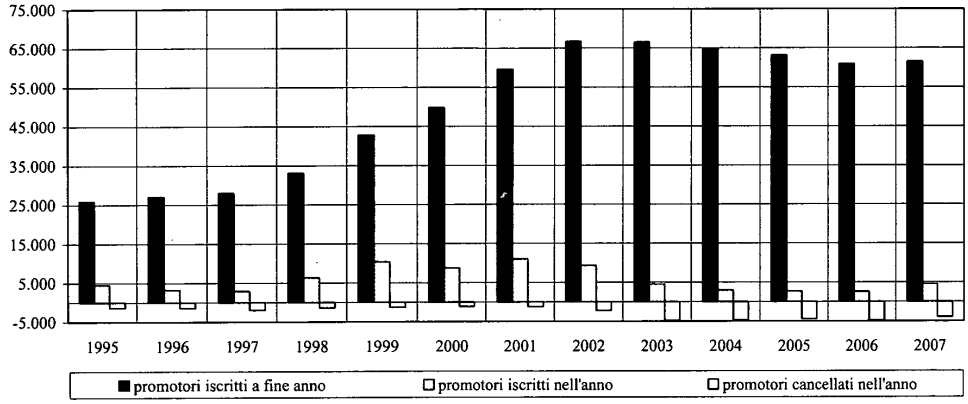
L'azione di vigilanza sui promotori finanziari ha tratto impulso dagli esposti degli investitori, dalle verifiche ispettive condotte presso intermediari, dalle comunicazioni dell'Autorità Giudiziaria e della Polizia Giudiziaria e dalle segnalazioni degli intermediari.

Nel 2007 la Consob ha adottato nei confronti dei promotori finanziari numerosi provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività e ha trasmesso 24 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria relative a ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore finanziario (si veda il successivo capitolo IV "I provvedimenti sanzionatori e cautelari").

Nel 2007 si è registrato un aumento, se pur lieve, del numero di promotori iscritti nell'Albo tenuto dalla Consob; al 31 dicembre 2007 i promotori finanziari iscritti all'Albo erano 61.541, a fronte dei 60.920 del 2006 (+1%) (Fig. 78).

Fig. 78

Dinamica dell'Albo dei promotori finanziari



IV – I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

1. L'attività sanzionatoria

I numerosi interventi legislativi degli ultimi anni hanno profondamente mutato il previgente sistema sanzionatorio previsto dal Tuf sia sotto il profilo del diritto sostanziale, sia sotto il profilo procedurale.

*L'efficacia del sistema sanzionatorio è stata rafforzata, in particolare, per quanto attiene alla repressione di comportamenti concretanti abusi di mercato per i quali è stato definito un sistema composito, nel cui ambito a sanzioni amministrative pecuniarie di importo anche decisamente rilevante si accompagnano sanzioni accessorie interdittive e patrimoniali a contenuto ablativo (confisca di beni), oltre a sanzioni pecuniarie per responsabilità propria dell'ente a cui l'autore della violazione appartiene, ai sensi dell'art. 187-*quinquies *del Tuf.*

Per quanto riguarda il profilo procedurale, l'aspetto di maggiore rilevanza ha riguardato l'attribuzione diretta alla Consob del potere di applicare le sanzioni, a conclusione di un iter procedimentale che, per espressa volontà del legislatore, deve essere improntato alla salvaguardia del principio di separatezza tra funzioni istruttorie – la cui attivazione e il cui svolgimento rientrano tra le attribuzioni proprie degli uffici dell'Istituto – e funzioni decisorie, rimesse all'autonomia valutativa e deliberativa della Commissione.

In attuazione di tale previsione normativa – introdotta con la legge n. 62 dell'aprile 2005, di recepimento della normativa comunitaria in materia di abusi di mercato, e riaffermata poi con la legge n. 262 (legge sul risparmio) del successivo dicembre – già nel giugno 2005 sono state definite conseguenti regole procedurali, funzionali a garantire l'osservanza del precetto e il pieno dispiegarsi del diritto di difesa dei soggetti coinvolti. I numerosi procedimenti sanzionatori avviati e conclusi sino a oggi sono stati espletati in conformità a tali regole.

Nel corso del 2007 la Commissione ha adottato provvedimenti finali relativi a 227 procedimenti sanzionatori (116 nel 2006); di questi, 200 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni per accertate violazioni delle disposizioni del Tuf e dei relativi regolamenti attuativi.

L'ammontare delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a 43,7 milioni, a fronte di 8 milioni di euro circa nel 2006; inoltre, sono stati sequestrati, prima, e confiscati, poi, beni per un controvalore complessivo pari a € 39,9 milioni di euro, a seguito di accertate fattispecie di *insider trading*. Nei confronti degli autori di violazioni concretanti abusi di mercato sono state anche applicate sanzioni interdittive accessorie (perdita dei requisiti di onorabilità e incapacità ad assumere incarichi di direzione, amministrazione e controllo) per complessivi 117 mesi.

2. I provvedimenti in materia di abusi di mercato

Il notevole incremento dell'attività sanzionatoria e, in tale contesto, del volume delle sanzioni applicate è effetto, prevalentemente, delle nuove norme in materia di *market abuse* di derivazione comunitaria (legge n. 62/2005), nel cui ambito applicativo sono da subito ricadute vicende societarie e di mercato di grande rilievo.

Nel 2007 i provvedimenti sanzionatori assunti dalla Commissione per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato, sono stati complessivamente 11, di cui 3 relativi a condotte manipolative e 8 concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate (Tav. 30).

Tav. 30

Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato
(valori monetari in migliaia di euro)

	Insider trading	Manipolazione	*Totale*
Numero casi	8	3	*11*
Numero soggetti interessati	8	9	*17*
Numero soggetti interessati da pene accessorie	8	5	*13*
Pene accessorie (mesi)	63	54	117
Importo sanzioni	5.358	30.207	*35.565*
Importo confische	39.893	--	*39.893*

È stato inoltre applicato un provvedimento di ostacolo alla attività di vigilanza ai sensi dell'articolo 187-*quinquiesdecies* del Tuf.

Le sanzioni amministrative pecuniarie comminate – di importo complessivamente pari a circa 35,6 milioni di euro (di cui quasi 5,4 milioni di euro per abuso di informazioni privilegiate e poco più di 30,2 milioni di euro per manipolazione del mercato) – hanno riguardato in tutto 17 soggetti, di cui 13 persone fisiche e 4 persone giuridiche, queste ultime sanzionate ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (responsabilità dell'ente).

Nei confronti delle stesse persone fisiche è stata, altresì, applicata la sanzione interdittiva accessoria (obbligatoria) di cui all'art. 187-*quater* del Tuf (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate) per complessivi 117 mesi. In relazione alle accertate fattispecie di abuso di informazioni privilegiate è stata, infine, disposta la confisca (obbligatoria) di beni appartenenti agli autori delle violazioni per un valore complessivamente pari a circa 39,9 milioni di euro.

In due casi, inoltre, sono state comminate sanzioni pecuniarie nei confronti di 3 persone fisiche per accertate violazioni dell'art. 187-*quinquiesdecies* del Tuf (procurato ritardo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob), per complessivi 430 mila euro.

Avverso tutti i provvedimenti indicati è stato presentato ricorso; solo in un caso è stata assunta una decisione, non definitiva, che, pur confermando l'impianto accusatorio dalla Consob, ha parzialmente ridotto l'entità della sanzione applicate.

*La nuova normativa in materia di abusi di mercato ha trovato la sua prima applicazione in relazione agli accertamenti svolti a seguito della diffusione da parte di due società del Gruppo Agnelli (Ifil Investments Spa e Giovanni Agnelli & C. Sapa), in data 24 agosto 2005, di due comunicati stampa con cui veniva reso noto, tra l'altro, che non era stata a quel tempo "*intrapresa né studiata alcuna iniziativa in relazione alla scadenza del prestito convertendo*" Fiat Spa prevista per il successivo mese di settembre, funzionale a evitare l'effetto diluitivo della partecipazione all'epoca detenuta da Ifil al capitale di Fiat Spa, riveniente dall'esecuzione dell'aumento di capitale sociale di quest'ultima società posto al servizio del predetto prestito "*convertendo*" sottoscritto con le banche.*

*La complessa e articolata attività di indagine svolta dalla Consob anche mediante la cooperazione internazionale ha fatto, invece, emergere che due comunicati stampa diffusi dalle predette società contenevano una rappresentazione falsa della situazione all'epoca esistente, idonea a fornire al pubblico degli investitori indicazioni fuorvianti, proprio nella parte in cui veniva dichiarato che non era stata "*intrapresa né studiata alcuna iniziativa in relazione alla scadenza del prestito convertendo*" con le banche.*

*Tale falsa rappresentazione discendeva dal fatto che alla data di pubblicazione dei comunicati era già in corso di attuazione il progetto finalizzato a mantenere al 30% la partecipazione di Ifil Investments Spa in Fiat Spa, contestualmente all'esecuzione dell'aumento di capitale sociale connesso alla scadenza del prestito "*convertendo*". Detto progetto era fondato sull'esistenza di un contratto di* equity swap *stipulato il 26 aprile 2005 tra Merrill Lynch International ed Exor Group Sa (società facente parte del Gruppo Agnelli), avente ad oggetto 90 milioni di azioni Fiat Spa e recante una clausola che consentiva, previo accordo tra le parti, la consegna materiale dei titoli Fiat Spa al Gruppo Agnelli, come poi effettivamente avvenuto in coincidenza con l'esecuzione del predetto aumento di capitale (si veda anche il par. 1 del successivo Capitolo VII "I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob").*

*Quanto sopra ha sostanziato una violazione dell'art. 187-*ter *del Tuf (manipolazione informativa del mercato), con conseguente applicazione di sanzioni pecuniarie nei confronti delle persone fisiche responsabili a vario titolo delle violazioni, nonché delle due società del Gruppo Agnelli per conto delle quali erano stati diffusi i due comunicati. A carico delle stesse persone fisiche é stata, altresì, applicata la sanzione interdittiva accessoria obbligatoria della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e dell'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo.*

Le condotte manipolative del mercato – nella forma della cosiddetta manipolazione "mista", ossia di tipo informativo e operativo – sono state accertate anche in relazione all'andamento del titolo Rcs nel periodo aprile-agosto 2005, alla luce dell'operatività su tale titolo posta in essere nello stesso periodo da una persona fisica tramite due società alla stessa riconducibili.

Gli accertamenti svolti hanno consentito di acclarare che una persona fisica aveva posto in essere, anche tramite le società Magiste International Sa e Garlsson Real Estate Sa alla stessa riconducibili, una serie di condotte manipolative, sia mediante operazioni di mercato che

attraverso la diffusione al pubblico di informazioni false e fuorvianti, nell'ambito di una strategia tesa a richiamare l'attenzione del pubblico sul titolo Rcs e, per tale via, a sostenerne le quotazioni. Tali condotte hanno ingannato il mercato, alimentando aspettative di "scalata" di Rcs e influendo sulla formazione dei prezzi del titolo.

*A fronte delle risultanze delle indagini, sono state applicate sanzioni amministrative pecuniarie a carico della stessa persona fisica, di Magiste International Sa e Garlsson Real Estate Sa. Nei confronti della medesima persona fisica è stata anche comminata una seconda sanzione pecuniaria, ai sensi dell'art. 187-*quinquiesdecies *del Tuf per procurato ritardo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob, nonché le sanzioni accessorie della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e dell'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo. In relazione alla medesima vicenda e sempre per violazione dell'art. 187-*quinquiesdecies *del Tuf è stata applicata una sanzione pecuniaria anche nei confronti di un altro esponente aziendale del Gruppo Ricucci.*

Altra vicenda che ha comportato l'applicazione di un provvedimento sanzionatorio per abusi di mercato ha riguardato l'andamento del titolo della Società Sportiva Lazio sul finire del 2005 e nei primi mesi dell'anno successivo.

Tale provvedimento è stato assunto nei confronti di una persona fisica che aveva diffuso, nel periodo ottobre 2005-marzo 2006, la notizia – rivelatasi falsa e anche idonea a fuorviare il pubblico degli investitori – dell'intenzione di acquisire il controllo della Società Sportiva Lazio Spa da parte di un gruppo chimico-farmaceutico estero e per aver egli fornito, nel tempo, indicazioni di dettaglio circa le capacità di investimento del gruppo in questione e circa la banca che avrebbe seguito le trattative.

Tale notizia è stata inoltre avvalorata dalla medesima persona fisica con affermazioni che hanno indotto il pubblico a ritenere che la Consob fosse all'epoca in possesso di elementi comprovanti la veridicità della stessa.

*Ne è conseguita l'applicazione a carico del responsabile della violazione di una sanzione pecuniaria per accertata condotta manipolativa di tipo informativo, della sanzione interdittiva accessoria prevista dall'art 187-*quater *del Tuf e della sanzione pecuniaria per ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob.*

Nel corso del 2007 sono stati adottati 8 provvedimenti sanzionatori per accertate fattispecie di abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*) nei confronti di altrettanti soggetti.

In 7 casi l'abuso di informazioni privilegiate è stato posto in essere da soggetti annoverabili nella categoria dei cosiddetti tippee, *che comprende chiunque sia in possesso di un'informazione privilegiata per averla ricevuta da terzi. Tutti i provvedimenti hanno comportato l'applicazione – oltre che di sanzioni pecuniarie per violazione dell'art. 187-*bis *e di sanzioni interdittive accessorie ai sensi dell'art. 187-*quater *del Tuf – anche della confisca del profitto o del profitto e dei beni utilizzati per commettere l'illecito, individuati anche per equivalente.*

3. Il provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

I procedimenti concernenti violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare, conclusisi nel corso del 2007 con l'adozione di provvedimenti sanzionatori, sono stati 16 e hanno riguardato 7 Sim, 6 banche e 3 Sgr (Tav. 31, Fig. 79).

Tav. 31

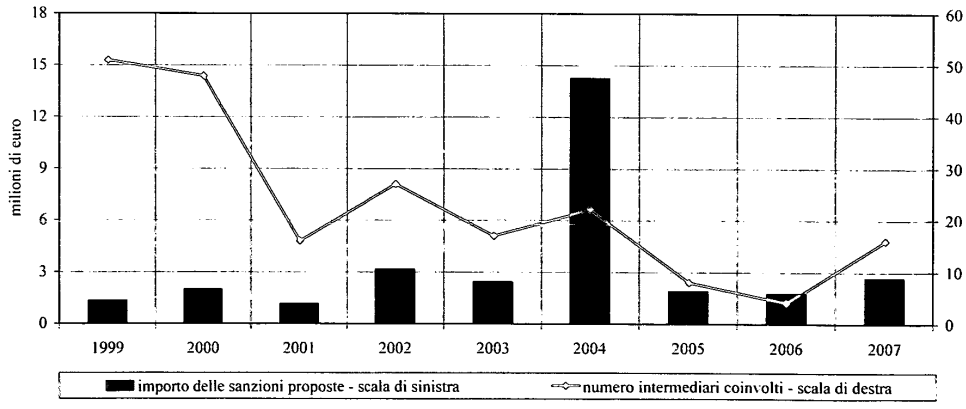
Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari[1]
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero intermediari coinvolti					Numero esponenti sanzionati					Importo delle sanzioni[2]				
	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	*Totale*	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	*Totale*	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	*Totale*
1999	23	25	3	--	*51*	71	71	3	--	*145*	647	566	120	--	*1.333*
2000	13	21	14	--	*48*	71	88	14	--	*48*	986	901	100	--	*1.987*
2001	5	10	1	--	*16*	31	52	1	--	*84*	252	860	39	--	*1.151*
2002	5	12	5	5	*27*	90	161	6	61	*318*	557	1.319	136	1.147	*3.159*
2003	7	3	1	6	*17*	114	25	3	73	*215*	1.847	172	54	369	*2.441*
2004	18	3	1	--	*22*	504	11	1	--	*516*	14.087	108	55	--	*14.250*
2005	7	1	--	--	*8*	126	11	--	--	*137*	1.849	61	--	--	*1.910*
2006	1	1	--	2	*4*	32	16	--	48	*96*	680	296	--	787	*1.763*
2007	6	7	--	3	*16*	79	62	--	55	*196*	1.035	814	--	809	*2.659*

[1] A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze. [2] L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Fig. 79

Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari[1]



[1] A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Le relative sanzioni pecuniarie – pari a circa € 2,7 milioni di euro – sono state comminate nei confronti di 196 esponenti aziendali, in ragione della carica sociale ricoperta (componenti del consiglio di amministrazione e/o del collegio sindacale dell'intermediario), ovvero tenendo conto della funzione aziendale cui sono risultati preposti.

Le violazioni riscontrate a seguito delle iniziative di vigilanza, anche ispettive, poste in essere hanno avuto ad oggetto inadempienze di tipo sia procedurale che comportamentale.

Le irregolarità di maggior rilievo accertate sono state: (i) il mancato rispetto della disciplina primaria e secondaria che impone agli intermediari di disporre di risorse e procedure interne idonee ad assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi d'investimento e a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi medesimi, nonché ad assicurare una adeguata vigilanza interna sulle attività svolte dal personale addetto; (ii) il mancato rispetto delle disposizioni che impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; (iii) la violazione delle disposizioni in materia di conflitto d'interessi; (iv) la carenza delle informazioni fornite ai clienti in merito alle caratteristiche dei prodotti finanziari oggetto d'investimento; (v) la violazione delle disposizioni in materia di preimputazione e registrazione degli ordini; (vi) la mancata indicazione all'investitore, ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, di un parametro oggettivo di riferimento coerente con i rischi a essa connessi, in relazione al quale commisurare i risultati della gestione stessa; (vii) la violazione delle disposizioni in materia di tenuta del registro dei reclami ricevuti dalla clientela; (viii) la carenza delle procedure atte a consentire la compiuta valutazione dell'adeguatezza delle operazioni disposte dai clienti.

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggiore rilevanza assunti nel corso del 2007 si segnalano quelli nei confronti di esponenti aziendali di due società del Gruppo Unicredit (Unicredit Banca Mobiliare Spa e Unicredit Banca d'Impresa Spa), in relazione a carenze procedurali riscontrate nell'operatività di detti intermediari in prodotti derivati Otc.

Le violazioni hanno riguardato l'inadeguatezza delle relative procedure interne, rivelatesi carenti sia in generale, sia con riguardo agli specifici profili emersi a seguito dell'attività di vigilanza svolta e oggetto di contestazione (selezione della clientela potenziale e delle operazioni proposte, pricing *delle operazioni, vigilanza sulle attività svolte dal personale, ingegnerizzazione di nuovi prodotti, inidonea informativa fornita al Consiglio di amministrazione sui nuovi prodotti, introduzione di nuovi prodotti senza il coinvolgimento decisionale degli organi di vertice).*

Meritano, infine, di essere segnalati i provvedimenti sanzionatori assunti nei confronti di 5 esponenti aziendali di altrettanti intermediari, per violazione delle disposizioni in materia di liquidazione delle operazioni effettuate sui mercati, in relazione all'operatività dagli stessi posta in essere – sia in conto proprio, sia in conto terzi – in sede di esecuzione dell'operazione di aumento del capitale sociale della società Alitalia del novembre 2005, sui titoli azionari Alitalia Spa, sui diritti di opzione connessi al possesso dei suddetti titoli azionari e sui diritti di opzione connessi al possesso dei titoli obbligazionari Alitalia.

Dagli accertamenti svolti e posti a base dei citati provvedimenti sanzionatori è emersa un'operatività consistente: (i) nella reiterata vendita allo scoperto di titoli azionari Alitalia per importi rilevanti; (ii) nel contemporaneo acquisto di diritti al fine della sottoscrizione dell'aumento di capitale a un prezzo certo, decisamente più favorevole rispetto a quello corrente di mercato; (iii) nella copertura delle suddette vendite allo scoperto esclusivamente mediante impiego delle azioni rivenienti dall'esercizio dei diritti, disponibili solo in data successiva a quella di regolamento delle operazioni effettuate allo scoperto.

La mancata osservanza delle disposizioni concernenti la liquidazione delle operazioni eseguite sui mercati ha comportato la violazione sia di disposizioni del Tuf (art. 21, comma 1), sia della normativa attuativa emanata dalla Consob (art. 26 del regolamento n. 11522/98), laddove è stabilito che gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati in cui operano, sono tenuti all'osservanza delle regole di funzionamento dei mercati in cui prestano la loro attività.

Per ciò che concerne i promotori finanziari, nell'anno 2007 sono stati adottati 116 provvedimenti sanzionatori, di cui 64 radiazioni dall'Albo, 44 sospensioni a tempo determinato (da minimo un mese a massimo quattro mesi), 3 sanzioni pecuniarie per un importo di 3.096 euro e 5 richiami scritti (Tav. 32). Sono state, inoltre, effettuate 51 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte.

Tav. 32

Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari

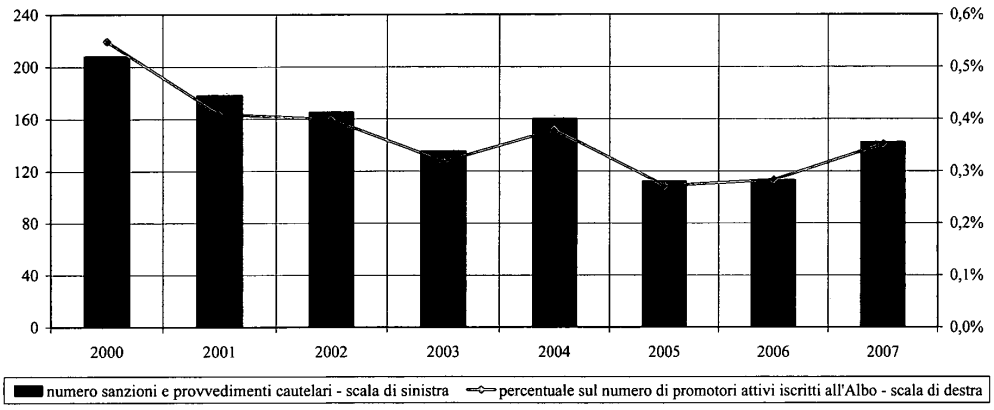
	Tipo di provvedimento						
	Sanzioni					Provvedimenti cautelari	Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
	Richiamo	Radiazione dall'Albo	Sospensione dall'Albo a tempo determinato	Sanzione amministrativa pecuniaria	*Totale*	Sospensione dell'attività a tempo determinato[1]	
1997	8	39	5	--	*52*	64	58
1998	11	86	73	--	*170*	76	137
1999	2	70	51	4	*127*	74	106
2000	21	49	73	26	*169*	39	134
2001	29	36	48	15	*128*	50	72
2002	33	58	37	6	*134*	31	72
2003	1	56	47	5	*109*	26	77
2004	3	68	46	7	*125*	35	78
2005	1	42	41	4	*88*	24	59
2006	6	49	22	5	*82*	31	60
2007	5	64	44	3	*116*	26	51

[1] Per gli anni 1997 e 1998 il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 45, comma 4, del d.lgs. 415/1996 e, a far tempo dal 1° luglio 1998, ai sensi dell'art. 55 del Tuf.

Il numero di provvedimenti sanzionatori ha registrato un aumento rispetto all'anno precedente (116 a fronte degli 82 del 2006): in particolare, risultano raddoppiate le sospensioni (da 22 nel 2006 a 44 nel 2007); si registra, invece, un calo nel numero dei provvedimenti cautelari (da 31 a 26). I provvedimenti sanzionatori e cautelari riguardano un numero limitato di promotori rispetto all'insieme di quelli operativi (Fig. 80).

Fig. 80

Sanzioni e provvedimenti cautelari adottati nei confronti di promotori finanziari



Le infrazioni più ricorrenti poste in essere dai promotori finanziari sono risultate: (i) l'acquisizione di disponibilità di pertinenza degli investitori, anche mediante utilizzo dei codici per l'operatività on-line, *associata sovente all'accettazione di mezzi di pagamento difformi da quelli consentiti dalla normativa di settore; (ii) la comunicazione o la trasmissione all'investitore di informazioni o documenti non rispondenti al vero (il più delle volte funzionale a celare comportamenti appropriativi); (iii) la mancata esecuzione di disposizioni impartite dalla clientela o anche l'effettuazione di operazioni non autorizzate anche unitamente alla contraffazione delle firme degli investitori; (iv) l'omessa verifica dell'identità degli investitori.*

Nel corso del 2007 è stato, infine, assunto un provvedimento sanzionatorio pecuniario nei confronti di un esponente aziendale della società Temex Spa, in relazione all'accertata violazione degli obblighi informativi verso il mercato e verso la Consob di cui alle regole di funzionamento del sistema di scambi organizzati denominato "Temex.it S.S.O.".

Più in particolare, le violazioni accertate hanno riguardato l'omessa segnalazione alla Consob delle oscillazioni di prezzo almeno pari al 20% rispetto al prezzo medio ponderato storico, riscontrate sul titolo Alinor Spa nel corso della seconda metà dell'anno 2005, e l'omessa predisposizione all'interno del sito internet del Sistema di scambi organizzati della scheda informativa in merito al medesimo titolo Alinor Spa, ai sensi del Regolamento Emittenti.

4. I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

I provvedimenti sanzionatori per violazioni della normativa in materia di emittenti assunti nel 2007 sono stati complessivamente 54 (13 nel 2006); essi hanno riguardato 83 violazioni poste in essere da 70 soggetti (61 nel 2006), taluni dei quali sanzionati per violazioni plurime della disciplina in materia di informativa societaria, partecipazioni rilevanti e patti parasociali, offerte pubbliche d'acquisto e sollecitazioni all'investimento (Tav. 33).

Tav. 33

Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto[1]
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti sanzionati					Importo delle sanzioni					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	*Totale*	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	*Totale*
2001	27	--	6	3	--	*36*	35	--	5	4	--	545	--	160	238	--	*943*
2002	14	--	12	11	--	*37*	24	--	18	43	--	1.404	--	400	300	--	*2.104*
2003	3	1	5	22	--	*31*	7	5	7	13	--	702	464	216	359	--	*1.741*
2004	4	--	2	1	--	*7*	7	--	2	1	--	1.023	--	57	10	--	*1.090*
2005	5	--	3	2	--	*10*	13	--	9	1	--	1.120	--	52	20	--	*1.192*
2006	2	3	4	4	--	*13*	20	22	14	5	--	2.071	2.995	817	445	--	*6.328*
2007	3	1	11	39	--	*54*	20	2	18	43	--	2.417	40	976	1.641	--	*5.074*

[1] A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

L'importo complessivo delle sanzioni irrogate dalla Commissione (circa 5,1 milioni di euro) e quello dei pagamenti in misura ridotta (circa 1,4 milioni di euro) risultano in riduzione rispetto ai valori registrati l'anno precedente, quando si attestavano rispettivamente a 6,3 e 5,4 milioni di euro (Tav. 34, Fig. 81).

Gli accertamenti svolti in relazione all'operazione di equity swap *conclusa tra Merrill Lynch ed Exor Group (Gruppo Agnelli) hanno fatto emergere, tra le altre, la violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti previsti dall'art. 120 del Tuf. Ne è conseguita l'applicazione di sanzioni pecuniarie nei confronti di due esponenti aziendali di Exor Group.*

Tav. 34

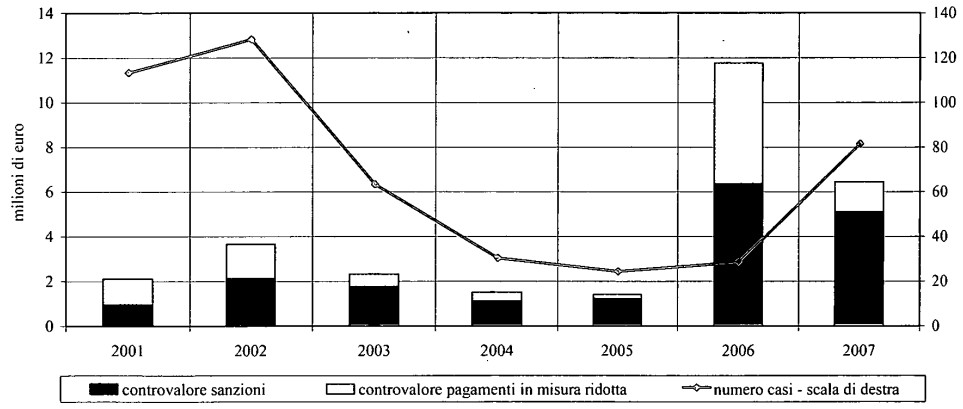
Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni di norme in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti						Importo dei pagamenti effettuati in misura ridotta					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	*Totale*	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	*Totale*	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	*Totale*
2001	13	2	11	51	--	*77*	19	3	20	53	--	*95*	344	31	258	537	--	*1.170*
2002	6	1	6	78	--	*91*	6	1	6	77	--	*90*	207	103	392	845	--	*1.547*
2003	1	3	6	22	--	*32*	8	4	6	29	--	*47*	83	41	155	300	--	*579*
2004	4	6	7	6	--	*23*	31	6	7	6	--	*50*	203	62	72	83	--	*420*
2005	5	1	1	7	--	*14*	9	2	5	7	--	*23*	80	20	52	70	--	*222*
2006	4	4	2	5	--	*15*	6	72	2	16	--	*96*	124	4.714	144	449	--	*5.431*
2007	4	1	1[1]	21	--	*27*	21	4	1	23	--	*49*	217	42	10	1.105	--	*1.374*

[1] Il dato si riferisce a un pagamento effettuato nel 2007 ma relativo a una violazione accertata nel 2006; per i procedimenti sanzionatori originatisi nel 2007 non è più prevista la formula di pagamento in misura ridotta.

Fig. 81

Sanzioni amministrative in materia di appello al pubblico risparmio e informativa societaria[1]



[1] A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Sanzioni pecuniarie sono state applicate, con riferimento alla medesima fattispecie, anche nei confronti di due dirigenti di Merrill Lynch International in relazione a quattro operazioni di equity swap *poste in essere con due intermediari inglesi nel periodo 6 maggio - 3 giugno 2005, per complessivi 90 milioni di azioni Fiat. Per effetto delle suddette operazioni la partecipazione potenziale all'epoca detenuta dalla stessa Merrill Lynch International in azioni Fiat era risultata*

superiore a una delle soglie rilevanti (5% del capitale sociale) ai fini degli obblighi di comunicazione alla Consob e al mercato.

Le indagini svolte in relazione alla vicenda Rcs hanno consentito di accertare, inoltre, violazioni dell'art. 120 del Tuf relativamente all'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti previsto e dell'art. 115 del Tuf a seguito della trasmissione alla Consob di informazioni non corrette. Le conseguenti sanzioni pecuniarie sono state applicate nei confronti della persona fisica responsabile e, a titolo di responsabilità solidale, nei confronti delle tre società alla medesima riconducibili (The Stefano Ricucci Trust, Magiste International Sa e Garlsson Real Estate Sa).

Sanzioni pecuniarie sono state comminate anche nei confronti di due esponenti aziendali della Compagnia Assicuratrice Unipol Spa in relazione all'accertato patto parasociale di cui al contratto d'opzione denominato "Spot Hedge", concluso tra Unipol e Deutsche Bank Ag nell'estate del 2005 su titoli Bnl. Tale contratto d'opzione includeva l'impegno di Deutsche Bank Ag di non conferire le azioni Bnl sottostanti al contratto di opzione all'offerta obbligatoria promossa da Unipol, o a qualunque altra offerta che fosse promossa entro il 30° giorno successivo alla conclusione di quella promossa da Unipol.

Con riferimento a tale fattispecie è stata accertata la violazione degli obblighi in materia di pubblicazione dei patti parasociali e delle disposizioni in materia di offerte pubbliche d'acquisto, in relazione all'omessa indicazione nel documento d'offerta pubblica di acquisto promossa da Unipol sulle azioni ordinarie Bnl della qualificazione giuridica del predetto patto concluso tra Unipol e Deutsche Bank Ag, della qualificazione di Deutsche Bank Ag come soggetto agente di concerto con Unipol e del conseguente obbligo solidale della stessa Deutsche Bank Ag alla promozione di un'Opa obbligatoria su azioni Bnl.

I fatti accertati hanno condotto all'applicazione di sanzioni pecuniarie anche nei confronti di due esponenti aziendali di Deutsche Bank Ag, Filiale di Londra, per violazione dei predetti obblighi previsti dal Tuf in materia di pubblicazione dei patti parasociali.

Anche nel corso del 2007, la Consob ha vigilato sulle offerte abusive: tale attività, diversamente dagli anni precedenti, è sfociata nell'adozione di provvedimenti cautelari e interdettivi solo in un caso (Tav. 35).

Tav. 35

Provvedimenti cautelari e interdettivi relativi a operazioni di appello al pubblico risparmio

	Provvedimenti di sospensione cautelare	Provvedimenti di divieto	Provvedimenti di decadenza	*Totale*
2001	3	3	--	*6*
2002	2	6	--	*8*
2003	9	2	2	*13*
2004	9	7	3	*19*
2005	5	6	--	*11*
2006[1]	2	3	1	*6*
2007	--	1	--	*1*

[1] Nel corso del 2006 è stato inoltre adottato un provvedimento di sospensione cautelare in seguito revocato.

Tale esito è da ricondurre in parte alle maggiori ipotesi di esenzione introdotte a seguito del recepimento della direttiva prospetto (relativamente ai controvalori totali dell'offerta ovvero all'investimento minimo richiesto al singolo investitore), e in parte alla collaborazione del mercato anche a seguito dell'attività informativa della Consob e della Banca d'Italia verso i comitati promotori delle banche di credito cooperativo.

Nel corso del 2007 è stato, altresì, adottato un provvedimento sanzionatorio nei confronti di un *partner* della società di revisione Deloitte & Touche Spa, in relazione ai lavori di revisione svolti sui bilanci d'esercizio e consolidato al 31/12/2001 della Giorgio Vincent Sim Spa.

In particolare, la Commissione, ai sensi dell'art. 163, comma 1, lett. a), del Tuf, ha intimato alla Deloitte & Touche Spa di non avvalersi, per un periodo di un anno, dell'attività del partner responsabile della revisione svolta sui bilanci in questione.

Tale procedimento trae origine dai provvedimenti adottati dalla Consob e dal Ministero dell'economia e delle finanze nei confronti della Giorgio Vincent Sim Spa, società posta in stato di liquidazione coatta amministrativa in data 4 dicembre 2002, ed è stato avviato a seguito di irregolarità emerse in merito all'operato dell'allora società di revisione Arthur Andersen Spa (successivamente Deloitte & Touche Spa), incaricata della revisione contabile del bilancio dell'intermediario dal 1993.

Le risultanze istruttorie hanno fatto emergere irregolarità anche gravi con riguardo al lavoro di revisione svolto in relazione ai profili concernenti la valutazione del presupposto della continuità aziendale, talune operazioni straordinarie di cessione (vendita dell'immobile sede della Sim e della partecipazione azionaria all'epoca detenuta nella società Sia-Ced Borsa Spa) il piano di riduzione dei costi, le verifiche relative a talune componenti di bilancio. Per effetto di tali irregolarità poste in essere nello svolgimento del predetto incarico, il mercato è rimasto privo di elementi determinanti per una corretta valutazione della situazione economica, patrimoniale e finanziaria della Giorgio Vincent Sim Spa.

V – L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

1. La disciplina degli emittenti

La legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262) e le disposizioni di coordinamento con il Tuf (decreto legislativo 29 dicembre 2006, n. 303) hanno assegnato alla Consob nuovi compiti regolamentari in tema di governo societario e organi di amministrazione e controllo degli emittenti quotati.

Uno degli aspetti di maggiore rilievo ha riguardato la disciplina dell'elezione dei rappresentanti delle minoranze azionarie negli organi di amministrazione e di controllo. Su questo tema gli aspetti principali oggetto dell'intervento regolamentare della Consob hanno riguardato: (i) la determinazione della soglia minima di partecipazione al capitale che gli statuti devono prevedere per la presentazione di liste per l'elezione dei membri dell'organo di amministrazione; (ii) le modalità per l'elezione di un membro dell'organo di controllo da parte di soci di minoranza che non siano collegati, neppure indirettamente, con gli azionisti che hanno presentato o votato la lista che ha raccolto il maggior numero di voti.

La Commissione si è posta come obiettivo, da un lato, quello di favorire l'effettiva presenza di rappresentanti delle minoranze all'interno degli organi di amministrazione e controllo, tenuto conto soprattutto della limitata efficacia che la previsione del Tuf aveva avuto con riguardo al collegio sindacale; dall'altro, quello di costruire un sistema regolamentare che considerasse le caratteristiche delle società, con riguardo alla dimensione e alla struttura proprietaria, al fine di calibrare le condizioni di esercizio dei diritti delle minoranze alle reali opportunità ed esigenze che si determinano nelle diverse situazioni.

La riforma del risparmio ha inoltre attribuito alla Consob la determinazione dei limiti per l'assunzione, da parte dei componenti degli organi di controllo di emittenti quotati e diffusi, di incarichi di amministrazione e di controllo in altre società di capitali e il compito di stabilire modalità e termini per l'informazione circa gli incarichi rivestiti dai predetti soggetti in altre società.

*L'art. 148-*bis *del Tuf, introdotto dalla legge sul risparmio, prevede che tali limiti siano stabiliti avendo riguardo all'onerosità e alla complessità di ciascun tipo di incarico, anche in rapporto alla dimensione delle società, al numero e alla dimensione delle imprese incluse nel consolidamento, nonché all'estensione e all'articolazione della sua struttura organizzativa.*

Le proposte regolamentari definite dalla Commissione al riguardo intendono rispondere all'obiettivo di garantire un'adeguata disponibilità in termini temporali per l'espletamento dell'incarico assunto nelle società quotate da parte dei componenti degli organi di controllo, tenendo conto anche dell'impegno richiesto dagli altri incarichi di amministrazione e controllo nelle società di capitali, anche non quotate.

La soluzione prescelta è stata quella di individuare, sia pure in un'ottica di massima semplificazione, un modello che tenesse conto delle possibili combinazioni tra le diverse tipologie

di incarico (sindaco, amministratore, etc.) che il membro di un organo di controllo di una società quotata può assumere in differenti categorie di società di capitali. Tale soluzione, sebbene complessa, appare più aderente alla ratio *della norma, in quanto tiene conto dell'onerosità e complessità di ciascun tipo di incarico per ciascuna categoria di società, e maggiormente equa rispetto a una soluzione semplificata, basata esclusivamente sulla determinazione di un numero fisso di incarichi di amministrazione e controllo per ciascuna categoria di società.*

Altra area rilevante, su cui la riforma del risparmio ha aperto spazi per interventi sia di trasparenza societaria che di vigilanza, riguarda i piani di compenso a esponenti aziendali basati su azioni o altri strumenti finanziari. Le nuove norme introducono l'obbligo dell'approvazione assembleare per l'adozione di tali piani, nonché dettagliati obblighi di trasparenza sulle loro motivazioni e caratteristiche. La Commissione ha dato attuazione alle suddette disposizioni in occasione delle modifiche al Regolamento Emittenti approvate nel maggio 2007.

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

*L'art. 84-*bis *del Regolamento Emittenti prevede, in particolare, il contenuto e le modalità di pubblicazione del documento informativo per l'assemblea, documento che deve riportare informazioni di tipo sia descrittivo che quantitativo, nonché le informazioni minime da inserire nel comunicato* price sensitive *da diffondere al pubblico in occasione dell'approvazione e dell'attuazione dei piani da parte degli organi competenti. Particolare attenzione è stata riservata anche alla previsione di obblighi di informazione in occasione di piani di compenso approvati da società controllate che possono avere effetti significativi sulla valutazione degli strumenti finanziari quotati emessi dalle controllanti.*

Un ulteriore intervento regolamentare collegato all'attuazione della legge sul risparmio ha riguardato la trasparenza sull'adesione degli emittenti quotati a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori.

*Con riguardo a questa materia, il legislatore ha sancito esclusivamente obblighi di carattere informativo, in quanto l'adesione e il rispetto delle disposizioni contenute nei codici di comportamento rimangono volontari. Gli obblighi informativi previsti dagli artt. 124-*bis *e 124-*ter *del Tuf presentano una duplice finalità. Da un lato, hanno lo scopo di segnalare con un "marchio di qualità" gli emittenti che aderiscono ai codici di autodisciplina e che effettivamente li rispettano, stimolando la più ampia adozione di principi di buon governo societario. Dall'altro lato, tendono a disincentivare adesioni "di facciata" che pregiudicano la qualità dell'informativa al mercato sulla* corporate governance *delle società.*

Nel disciplinare l'informazione relativa all'adesione ai codici di comportamento e all'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, la Commissione ha ritenuto che, in assenza di una funzione di vigilanza sulla veridicità dell'informativa, fosse necessario dettare norme di dettaglio circa i termini e le modalità della stessa, prevedendo i contenuti essenziali dell'informativa ma non

anche i criteri relativi al suo formato. Si è inteso, in tal modo, raggiungere un equilibrio tra l'esigenza di comparabilità delle relazioni e la necessità di assicurare margini di flessibilità nell'elaborazione dei criteri di compilazione delle relazioni, demandando tale compito al soggetto che promuove il codice.

Altri interventi regolamentari in materia di informazione societaria affidati dalla legge di riforma sul risparmio alla Consob attengono al rafforzamento della disciplina di trasparenza per le operazioni di fusione per incorporazione in una società quotata di una società non quotata i cui attivi siano significativamente superiori a quelli della quotata.

Sono state inoltre introdotte nuove disposizioni disciplinanti i casi di operazioni di fusione per i quali l'art. 57 del Regolamento Emittenti – attuativo dell'art. 4, par. 2, della Direttiva Prospetto – riconosce un'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto, a condizione che sia pubblicato un documento contenente informazioni ritenute dall'autorità competente equivalenti a quelle del prospetto, tenendo conto dei requisiti della normativa comunitaria.

*Sono stati, in particolare, disciplinati i criteri su cui si orienta il giudizio di equivalenza, rispetto al prospetto informativo, che la Consob esprime sul documento da pubblicarsi nel caso di operazioni di fusione tra società con azioni non quotate e società con azioni quotate, ivi inclusi i casi di fusione considerati dall'art. 117-*bis *del Tuf.*

Con riferimento agli sviluppi internazionali, nel 2007 è proseguita la partecipazione della Consob, in ambito Cesr, al Gruppo di Contatto sul Prospetto.

*Tale gruppo ha proceduto a integrare il documento – pubblicato sul sito internet del Cesr nella forma Q&A (*Questions and Answers*) - riepilogativo delle posizioni comuni raggiunte con riferimento all'applicazione della normativa comunitaria sul prospetto. Esso, inoltre, a seguito di apposita consultazione con il mercato, ha raccolto i commenti degli operatori sul grado di funzionamento della direttiva Prospetto, in vista dell'avvio dei lavori di revisione della stessa da parte della Commissione Europea.*

Sono in corso, inoltre, i lavori per l'individuazione di un apposito schema di prospetto relativamente ai collocamenti azionari riservati ai dipendenti, tenuto conto dell'esigenza rappresentata dalla Commissione Europea di adottare un approccio più flessibile nell'applicazione dell'obbligo di prospetto nei casi di piani azionari rivolti ai dipendenti, individuando, conformemente alla direttiva Prospetto, uno schema di prospetto semplificato rispetto a quello ordinario.

2. La disciplina dell'informativa societaria continua

La Direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti (2004/109/CE cosiddetta direttiva *Transparency*) prevede una specifica disciplina volta a garantire l'accesso del pubblico, su scala europea, alle informazioni regolamentate. In particolare, il sistema si articola su due pilastri, rappresentati dalla funzione di diffusione dell'informazione verso i

media (*dissemination*), e da meccanismi di archiviazione delle informazioni (*storage*), che consentano l'agevole accesso, su base storica, alle informazioni da parte degli investitori.

Il sistema delineato dalla direttiva prevede il deposito presso le autorità competenti delle informazioni regolamentate (*filing*), al fine di permettere a queste ultime di vigilare sul rispetto degli obblighi informativi degli emittenti. La direttiva contempla altresì la costruzione di una rete di collegamenti tra i diversi sistemi nazionali di archiviazione delle informazioni regolamentate (*network*), al fine di facilitare l'interoperabilità dei diversi sistemi nel consentire l'accesso degli investitori all'informazione regolamentata su scala europea.

La normativa comunitaria sugli obblighi informativi degli emittenti ha trovato completamento, nel corso del 2007, con l'emanazione delle relative misure di esecuzione ("livello 2") da parte della Commissione Europea.

La disciplina di livello 2 prevede dettagliati standard con riferimento alla diffusione e alla archiviazione dell'informazione. In particolare, si stabiliscono norme minime di qualità per la diffusione delle informazioni affinché gli investitori, anche se situati in uno Stato membro diverso da quello dell'emittente, abbiano un pari e sicuro accesso alle informazioni. La Raccomandazione n. 657/2007 dell'11 ottobre 2007, inerente la rete elettronica dei meccanismi ufficialmente stabiliti per lo stoccaggio centrale delle informazioni, contiene invece norme minime di qualità che i meccanismi di stoccaggio aderenti alla rete elettronica dovrebbero rispettare.

Il d.lgs. n. 195 del 6 novembre 2007, che ha recepito la direttiva *transparency*, ha introdotto nel Tuf l'art. 113-*ter* contenente la disciplina dei sistemi di *dissemination*, *storage* e *filing* per quanto concerne: i destinatari del flusso informativo (ossia, autorità di vigilanza, società di gestione dei mercati, il pubblico su scala europea); il modello di gestione dell'informazione; le norme generali in tema di diffusione dell'informazione e di stoccaggio delle stesse. Con riferimento al modello di gestione dell'informazione, è previsto che l'Istituto autorizzi soggetti terzi rispetto all'emittente all'esercizio dei servizi di diffusione delle informazioni regolamentate e allo stoccaggio delle stesse.

Il legislatore ha lasciato alla Consob il compito di definire, per via regolamentare, le modalità e i termini di diffusione al pubblico delle informazioni regolamentate e di deposito presso le autorità competenti; i requisiti dei soggetti terzi incaricati della diffusione e/o dello stoccaggio delle informazioni; la procedura e i tempi di autorizzazione degli stessi, nonché le disposizioni per lo svolgimento di tali attività; eventuali esenzioni dagli obblighi di diffusione, stoccaggio e deposito in conformità alla disciplina comunitaria. La Commissione è tenuta a emanare i provvedimenti di attuazione dell'art. 113-*ter* del Tuf entro sei mesi dalla data di entrata in vigore del decreto di attuazione della direttiva.

Tra gli interventi regolamentari effettuati nel corso del 2007 in materia di disciplina dell'informativa societaria, si segnala la modifica dell'art. 69-*decies* del Regolamento Emittenti, che disciplina le disposizioni applicabili in materia di valutazioni del merito di

credito, prodotte e diffuse da vari soggetti, in attuazione delle previsioni dell'art. 114, commi 8 e 9, del Tuf.

La modifica al Regolamento Emittenti è stata adottata a seguito del cambiamento apportato dalla legge sul risparmio all'art. 114, comma 8, del Tuf, che, nella nuova formulazione, esclude le società di *rating* dall'applicazione della disciplina relativa alla corretta presentazione delle informazioni e all'indicazione dei conflitti di interessi.

Con la precedente formulazione, che invece includeva le agenzie di rating, *era stata adottata una disciplina regolamentare che non prevedeva specifici adempimenti comportamentali, bensì, tenendo conto degli orientamenti emersi a livello comunitario, rinviava alle norme di autoregolamentazione proprie delle agenzie di rating, quali il codice di condotta dello Iosco, accompagnate da un'adeguata trasparenza delle misure adottate da parte dei soggetti interessati al fine di presentare l'informazione in modo corretto e di comunicare l'esistenza di conflitti di interessi.*

La nuova formulazione dell'art. 114, comma 8 rimane applicabile solamente ad altre categorie di operatori che possono diffondere valutazioni sul merito di credito, quali ad esempio i soggetti abilitati.

*Al riguardo, la Commissione non ha ritenuto opportuno mantenere per tali categorie di operatori la "vecchia" formulazione dell'art. 69-*decies, *in considerazione del fatto che la nuova norma di legge si riferisce prevalentemente a intermediari autorizzati che sono già tenuti al rispetto della disciplina in materia di raccomandazioni, e hanno predisposto procedure e presidi volti ad adempiere a tali previsioni: la nuova disciplina regolamentare adottata richiama pertanto, nei limiti di compatibilità, le norme regolamentari dettate in materia di corretta presentazione delle informazioni e indicazione dei conflitti di interesse per le raccomandazioni.*

3. La disciplina delle società di revisione e dell'informativa contabile

La legge sul risparmio ha conferito alla Consob il potere di dettare norme di attuazione con riferimento a diversi profili attinenti alla revisione contabile. In particolare, la Commissione è stata chiamata a intervenire in materia di disciplina del conferimento e della revoca degli incarichi di revisione; dei criteri per la determinazione dei corrispettivi dell'incarico; dell'indipendenza e delle situazioni di incompatibilità dei revisori; della revisione contabile delle società controllanti le società quotate e delle società sottoposte con queste a comune controllo.

In sede di emanazione delle norme regolamentari in materia di indipendenza, la Commissione ha tenuto conto dei più recenti orientamenti europei emersi al riguardo e delle indicazioni contenute nella 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 nel documento "Principi sull'indipendenza del revisore" emanato dai Consigli Nazionali dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri e raccomandato dalla Consob nel 2005.

Coerentemente con i predetti principi comunitari, la nuova disciplina regolamentare individua le diverse fattispecie di situazioni suscettibili di compromettere l'indipendenza del revisore; esse vengono riferite non solo alla società di revisione ma anche a tutti i soggetti che possano, in relazione allo specifico incarico, influenzare il risultato della revisione: coloro che fanno parte del "gruppo di revisione" o della "catena di comando", coloro che lavorano nel medesimo ufficio di appartenenza del socio o amministratore facente parte del "gruppo di revisione" e, per determinate situazioni, anche i familiari o gli stretti familiari di tali soggetti. Le disposizioni regolamentari, oltre a definire divieti per le differenti categorie di situazioni di incompatibilità ivi previste, contengono anche norme di chiusura che fanno riferimento ad altre situazioni in cui, in casi specifici, l'indipendenza potrebbe risultare compromessa, stabilendo meccanismi di informazione reciproca tra la società di revisione e la società sottoposta alla revisione e di valutazione congiunta del rischio per l'indipendenza che esse comportano.

La Consob ha poi determinato i criteri per stabilire l'appartenenza di un'entità alla rete di una società di revisione; le forme di pubblicità dei compensi che la società di revisione e le entità appartenenti alla sua rete hanno percepito per incarichi di revisione e per la prestazione di altri servizi; ulteriori servizi e attività (anche di consulenza) non collegati alla revisione cui estendere il divieto previsto per i servizi non audit *(cioè i servizi che non possono per legge essere prestati dalla società di revisione, dalla sua rete, né da altri soggetti ivi indicati, alla società che ha conferito l'incarico di revisione e alle società da essa controllate o che la controllano o sono sottoposte a comune controllo).*

In materia di principi di revisione, nel novembre 2007 la Commissione ha stabilito che le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale e le società di revisione iscritte nel Registro dei Revisori Contabili (queste ultime nello svolgimento degli incarichi conferiti dagli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante) adottino, a partire dai lavori sui bilanci d'esercizio e consolidato che si chiuderanno al 31 dicembre 2007, i nuovi principi di revisione emanati dalla professione contabile aventi ad oggetto "La documentazione del lavoro di revisione" (documento n. 230), "La revisione delle misurazioni del *fair value* (valore equo) e della relativa informativa" (documento n. 545) e la "Continuità aziendale" (documento n. 570). I primi due principi in parte sostituiscono e in parte integrano quelli precedentemente emanati dalla professione contabile e raccomandati dalla Consob nel dicembre 2006.

Si tratta di principi di particolare rilievo ai fini dello svolgimento dell'attività di revisione contabile. Nel documento n. 230 vengono indicate regole e linee guida che il revisore deve seguire per la predisposizione della documentazione relativa all'attività di revisione contabile; in particolare, il documento rafforza e chiarisce gli obblighi in capo alla società di revisione ai fini di una tempestiva preparazione della documentazione relativa all'attività di audit *svolta, che deve formare adeguato supporto alla relazione di revisione, nonché fornire evidenza della conformità del lavoro svolto ai principi di revisione di riferimento, alle norme e ai regolamenti nella fattispecie applicabili.*

Il documento n. 545 disciplina, per la prima volta a livello nazionale, il comportamento che il revisore deve seguire nella revisione contabile di attività, passività e componenti di patrimonio netto misurate al fair value *dall'impresa e della relativa informativa resa in bilancio.*

*L'ultimo documento raccomandato dalla Commissione, il cui contenuto risulta allineato al principio di revisione internazionale ISA 570 (*Going Concern*), stabilisce regole di comportamento e fornisce una guida sulla responsabilità del revisore in merito alla correttezza dell'utilizzo del presupposto della continuità aziendale assunto come base per la redazione del bilancio. Durante l'intero processo di revisione, nella pianificazione del lavoro, nello svolgimento delle procedure di revisione e nella valutazione dei relativi risultati, il revisore deve valutare l'adeguatezza dell'utilizzo da parte della direzione dell'impresa di tale presupposto nella predisposizione del bilancio. L'adozione di tale documento ha comportato l'abrogazione del principio di revisione sulla continuità aziendale (n. 21), raccomandato dalla Commissione nel febbraio 1995.*

Nel 2007 sono proseguite le iniziative tese al miglioramento e all'armonizzazione dell'informazione finanziaria in sede europea, nell'ambito della collaborazione tra il Cesr e la Commissione Europea.

*In particolare, il Cesr, attraverso il gruppo permanente sull'informazione finanziaria (Cesrfin) e il relativo sottocomitato per l'*enforcement *(EECS), ha continuato a svolgere un ruolo attivo nel porre in essere gli strumenti atti ad assicurare un efficace coordinamento delle attività di* enforcement *dell'informazione finanziaria a livello europeo, al fine di raggiungere un elevato livello di armonizzazione delle decisioni in materia di vigilanza sulla corretta applicazione dei principi contabili internazionali. Ha giovato al raggiungimento di questo obiettivo l'istituzione, risalente al 2005, di un database elettronico del Cesr, contenente le decisioni di* enforcement *assunte in materia di applicazione dei principi contabili internazionali dalle autorità di vigilanza nazionali dell'Unione Europea; nel corso del 2007 sono stati pubblicati due estratti di decisioni.*

In questo contesto, la Consob ha continuato ad approfondire le tematiche afferenti l'applicazione dei principi contabili internazionali ai bilanci delle imprese quotate italiane, e, in particolare, per quanto riguarda i bilanci individuali, i problemi di coordinamento di tali standard con le disposizioni codicistiche.

La Consob ha altresì partecipato attivamente ai lavori relativi al *database* elettronico, istituito in ambito Iosco e divenuto operativo il 19 gennaio 2007, contenente le decisioni assunte in materia di *enforcement*.

4. La disciplina dei mercati

Nel corso del 2007, la Commissione ha modificato il Regolamento in materia di mercati sia in attuazione della legge per la tutela del risparmio e del relativo decreto legislativo di coordinamento con le disposizioni del Tuf, sia in seguito al recepimento nel nostro ordinamento della direttiva 2004/39/CE (MiFID) e delle relative misure di attuazione.

Con riferimento agli interventi derivanti dall'applicazione della legge sul risparmio, nel maggio 2007 l'Istituto ha apportato le modifiche riguardanti: (a) i criteri di trasparenza contabile e di adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema dei controlli interni che le società controllate extra-comunitarie devono rispettare affinché le azioni della

società controllante possano essere quotate in un mercato regolamentato italiano; (b) le condizioni in presenza delle quali non possono essere quotate le azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società; (c) i criteri di trasparenza e i limiti per l'ammissione alla quotazione sul mercato mobiliare italiano delle società finanziarie, il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni.

Per quanto riguarda l'attuazione della nuova disciplina MiFID, la Commissione ha fornito, con la Comunicazione del 24 maggio 2007, alcune prime indicazioni di natura tecnico-operativa relative all'implementazione del sistema di *transaction reporting*, previsto dall'art. 25 della direttiva e dalle misure di attuazione di cui all'art. 12 del Regolamento comunitario n. 1287/2006.

L'art. 25 della MiFID prevede la realizzazione di strumenti di controllo dell'attività degli intermediari negoziatori al fine di assicurare che essi operino in modo onesto, equo e professionale, in maniera da rafforzare l'integrità del mercato. In particolare, si stabilisce che gli intermediari che effettuano operazioni riguardanti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (anche se concluse in altre sedi di negoziazione) comunichino i dettagli di tali operazioni all'autorità competente il più rapidamente possibile e, al più tardi, entro la fine del giorno lavorativo seguente. Le autorità competenti provvedono poi a istituire i meccanismi necessari affinché anche l'autorità competente "del mercato più pertinente per lo strumento finanziario in termini di liquidità" riceva tali informazioni. La Direttiva consente agli intermediari di effettuare le comunicazioni dovute non soltanto direttamente, ma anche tramite un soggetto terzo che agisce per loro conto. Le segnalazioni possono pervenire all'autorità competente: direttamente dall'intermediario, da un soggetto terzo che agisce per conto dell'intermediario, da un sistema di confronto degli ordini o di notifica approvato dall'autorità competente, dal mercato regolamentato o dal sistema multilaterale di negoziazione presso il quale è stata conclusa l'operazione.

La comunicazione della Consob affronta le materie relative ai requisiti dei canali di comunicazione delle operazioni effettuate su strumenti finanziari e alla relativa documentazione da trasmettere alla Consob, al contenuto e al formato delle informazioni e alle caratteristiche tecniche e informatiche dei soggetti che trasmettono le informazioni. Nel settembre 2007, in attuazione di detta comunicazione e a seguito della verifica dei requisiti in essa indicati, la Consob ha pubblicato un primo elenco dei canali di comunicazione delle operazioni su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione europea; tale elenco è stato ulteriormente aggiornato nell'ottobre 2007.

Nel mese di ottobre sono state apportate al Regolamento Mercati le modifiche necessarie per dare attuazione alle norme di recepimento della MiFID. Le novità fondamentali riguardano l'eliminazione dell'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati e l'introduzione di una nuova disciplina della trasparenza pre e post-negoziazione e delle sedi di negoziazione (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici).

Nel nuovo quadro delineato dalla MiFID, particolare rilievo assume la disciplina della trasparenza, che tuttavia trova applicazione ai soli strumenti azionari. Viene definito

un regime di trasparenza per tutte le operazioni su azioni, indipendentemente dal fatto che siano eseguite da un'impresa di investimento su base bilaterale tramite mercati regolamentati o attraverso sistemi multilaterali di negoziazione.

Il Regolamento mercati opera un generale rinvio alla disciplina comunitaria di livello 2 (Regolamento n. 1287/2006/CE) in termini di obblighi a carico di società di gestione di mercati regolamentati, gestori di sistemi multilaterali di negoziazione e soggetti abilitati. Le modifiche apportate al Regolamento dei mercati attengono soprattutto alle aree per le quali esistono margini di flessibilità nel recepimento della disciplina comunitaria.

La MiFID lascia agli Stati membri la facoltà di applicare il regime di trasparenza pre e post-negoziazione previsto per le azioni anche alle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non azionari. Il legislatore italiano ha affidato alla Consob il compito di valutare se estendere in tutto o in parte il regime di trasparenza applicabile alle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati, quando ciò si renda necessario per assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. In attesa che si pervenga a un approccio europeo in materia, la Commissione, anche in considerazione dell'attuale livello di trasparenza disponibile in Italia sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni, ha ritenuto opportuno:

a) lasciare ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione l'individuazione di adeguati requisiti di trasparenza, tenendo conto delle caratteristiche strutturali del mercato, del tipo di strumento finanziario negoziato, della dimensione dell'operazione e del tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio;

b) lasciare ai soggetti che intendono intraprendere l'attività di internalizzazione sistematica su strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati l'individuazione di regole di trasparenza con riferimento a detti strumenti finanziari, tenendo conto, anche in tal caso, delle caratteristiche strutturali del mercato, del tipo di strumento finanziario negoziato, della dimensione dell'operazione e del tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio;

c) chiedere ai soggetti abilitati, per le operazioni che hanno concluso su strumenti finanziari ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati italiani, di rendere pubbliche alcune informazioni (giorno e ora di negoziazione, identificativo dello strumento finanziario e prezzo e quantità dell'operazione conclusa) entro la fine del giorno lavorativo seguente a quello in cui l'operazione è stata conclusa. Tali obblighi si applicano anche alle operazioni concluse al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un internalizzatore sistematico, se aventi controvalore inferiore o pari a 500.000 euro. Per le operazioni che eccedono tale soglia, i soggetti abilitati rendono pubbliche almeno le informazioni relative al giorno e all'ora

di negoziazione, all'identificativo dello strumento finanziario e al prezzo nonché l'indicazione che si tratta di un'operazione al di sopra della citata soglia.

Con riferimento alle sedi di negoziazione, una delle novità più rilevanti è rappresentata dalla disciplina dell'attività di internalizzatore sistematico. Il Regolamento Mercati richiede che i soggetti che intendono intraprendere l'attività di internalizzazione sistematica trasmettano alla Consob ogni documento utile da cui emerga con chiarezza che: a) l'attività riveste un ruolo commerciale importante ed è condotta in base a regole e procedure non discrezionali; b) l'attività è svolta da personale o mediante un sistema tecnico automatizzato destinato a tale attività, indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo; c) l'attività è accessibile ai clienti su base regolare e continua. Il Regolamento Mercati disciplina, quindi, l'avvio e la cessazione dell'attività di internalizzazione sistematica, indipendentemente dallo strumento finanziario oggetto di tale attività. In particolare, viene prevista una comunicazione alla Consob di alcuni elementi informativi, quali un documento contenente informazioni sul possesso dei requisiti dell'internalizzatore sistematico, sulle tipologie di strumenti finanziari sui quali si intende svolgere l'attività, sulla data di avvio dell'attività per ciascuno strumento finanziario, nonché sul canale di diffusione delle informazioni utilizzato per la pubblicazione delle quotazioni e dei contratti conclusi.

Il recepimento della MiFID ha comportato la soppressione della figura dei sistemi di scambi organizzati. I sistemi di scambi organizzati potranno svolgere la propria attività in qualità di internalizzatori sistematici, di sistemi multilaterali di negoziazione ovvero in qualità di negoziatori per conto proprio. Il Regolamento Mercati fissa al 31 marzo 2008 il termine entro il quale i gestori di sistemi di scambi organizzati su strumenti finanziari diversi dalle azioni potranno effettuare le proprie valutazioni in merito alla riconducibilità o meno della propria attività a quella di internalizzazione sistematica.

Il Regolamento detta, inoltre, le disposizioni necessarie all'effettiva implementazione del nuovo regime di *transaction reporting*.

In materia di *transaction reporting*, il Regolamento mercati recepisce le disposizioni comunitarie e fornisce i chiarimenti necessari in merito all'applicazione del nuovo regime. In particolare, si chiarisce che i soggetti abilitati sono esentati dagli obblighi di comunicazione per le operazioni su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati e concluse sui mercati regolamentati stessi. Nella sostanza, è stata esercitata l'opzione per la quale vi può essere un esonero dagli obblighi di *transaction reporting* qualora l'autorità entri in possesso delle medesime informazioni attraverso altri canali e per diversa finalità di vigilanza.

Ulteriori chiarimenti di natura applicativa in materia, tra l'altro, di *transaction reporting*, pubblicazione e consolidamento delle informazioni pre e post-negoziazione, avvio e cessazione dell'attività di internalizzatore sistematico e regime transitorio per i

sistemi di scambi organizzati sono stati forniti con una Comunicazione del 21 gennaio 2008.

In particolare, in linea con il documento del Cesr in materia di consolidamento e pubblicazione delle informazioni, la Consob – nell'ambito della citata Comunicazione – ha fornito alcune linee guida in materia di qualità dei dati, meccanismi per la pubblicazione, disponibilità delle informazioni e formato dei dati. Inoltre, è previsto un obbligo di comunicazione alla Consob del canale utilizzato dai soggetti obbligati per la pubblicazione delle informazioni di pre e post-negoziazione.

5. La disciplina degli intermediari

Il recepimento della MiFID ha comportato un'intensa attività regolamentare anche con riguardo alla disciplina degli intermediari. Il nuovo Regolamento Intermediari, approvato nel mese di ottobre, recepisce l'impostazione del legislatore comunitario, fondata tra l'altro sul principio generale secondo cui, nella prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari devono agire sempre in modo da servire al meglio gli interessi dei clienti. Tale principio si sviluppa in un *corpus* di disposizioni connotate da un grado di dettaglio talvolta superiore a quello della previgente normativa.

Una delle principali innovazioni introdotte dalla MiFID concerne la disciplina delle regole di condotta da osservare nella prestazione di servizi e attività di investimento. In particolare, si registra una chiara differenziazione delle regole in relazione ai servizi prestati e alla tipologia di clienti coinvolti. La direttiva introduce una segmentazione fra servizi di investimento "a valore aggiunto" (la consulenza e la gestione di portafogli) e servizi "esecutivi" (collocamento, negoziazione in conto proprio, esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione di ordini). I clienti, invece, sono classificati in tre categorie: i clienti professionali (di diritto e su richiesta), le controparti qualificate (intermediari finanziari, investitori istituzionali e le imprese non finanziarie che superano almeno due di tre parametri dimensionali predefiniti a livello di bilancio civilistico) e i clienti al dettaglio (definiti in via "residuale").

La categoria delle controparti qualificate costituisce una novità per il nostro ordinamento, a differenza della dicotomia fra clienti al dettaglio e professionali che riflette 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.

Per i servizi di investimento a valore aggiunto, e comunque nei casi in cui la consulenza costituisce il punto nodale del rapporto intermediario-cliente, è previsto un sistema di tutele molto più puntuale e complesso rispetto a quello dettato per i servizi esecutivi, basato su una diversa graduazione dell'obbligo di acquisire informazioni per valutare la compatibilità delle operazioni rispetto al profilo dell'investitore (riferendosi

all'"adeguatezza" piuttosto che alla semplice "appropriatezza"). La prestazione di servizi di negoziazione o raccolta ordini a controparti qualificate prevede, invece, una pressoché totale disapplicazione di tutte le principali regole di condotta (*suitability*, *best execution*, obblighi di rendicontazione e gestione degli ordini).

Nel nuovo quadro normativo introdotto dalla MiFID non sarà più possibile prestare un'attività di consulenza qualificabile come "incidentale", ossia "incorporata" in altri servizi di investimento, come accadeva in precedenza. Tutti gli intermediari che consigliano ai clienti di sottoscrivere o di negoziare specifici strumenti finanziari e presentano tali raccomandazioni come adatte al profilo o alle caratteristiche dei clienti devono essere autorizzati alla prestazione del servizio di consulenza e rispettare la disciplina sull'adeguatezza prevista per tale servizio.

In linea con le raccomandazioni del Cesr, la Commissione ha fornito, in esito al processo di consultazione che ha preceduto l'adozione del nuovo Regolamento Intermediari, taluni chiarimenti circa le modalità operative nelle quali può articolarsi la consulenza, definendo le condizioni che determinano l'applicazione della regola di adeguatezza con particolare riferimento a tre aspetti: l'ampiezza dell'insieme dei prodotti oggetto del servizio; la periodicità dell'attività; l'associazione ai servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini.

Quanto all'ampiezza dell'insieme dei prodotti oggetto del servizio, la Consob ha precisato che 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 sostanzi nella presentazione di un dato strumento finanziario come adatto per un determinato cliente, integrando così la consulenza in materia di investimenti. In questa circostanza, sostenere di aver prestato uno dei servizi citati in associazione a una consulenza "generica" sarebbe, di fatto poco agevole: da qui l'opportunità che l'intermediario intenzionato a operare una scelta di business di questo tipo approntì tutti i meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali e di controllo) idonei a garantirne l'attuazione.

Un'altra importante innovazione introdotta dalla MiFID riguarda la disciplina degli "incentivi" (cosiddetti *inducements*). La normativa comunitaria di secondo livello stabilisce che, nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento e accessori, l'intermediario può percepire commissioni (o prestazioni non monetarie) da soggetti terzi solo se il cliente viene informato in maniera chiara e completa dell'esistenza, della natura e dell'importo (o del metodo di calcolo dell'importo) di tali commissioni prima della

prestazione del servizio e se il relativo pagamento è volto ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non ostacola l'adempimento, da parte dell'impresa, dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente. La disciplina comunitaria, con una posizione ribadita sia nella direttiva di livello 2 sia nelle raccomandazioni rese in materia dal Cesr nel maggio 2007, inquadra espressamente la materia degli *inducements* all'interno dei doveri dell'intermediario di agire "in modo onesto, equo e professionale", piuttosto che entro la cornice dei "conflitti di interesse".

Allo scopo di agevolare l'applicazione della disciplina, la Consob, anche alla luce delle osservazioni emerse nel corso del processo di consultazione, ha fornito talune linee di indirizzo. La Commissione ha chiarito le condizioni che giustificano la percezione di incentivi ricevuti da terzi con riferimento a due principali fattispecie che interessano il mercato nazionale: la retrocessione di commissioni dalla "società-prodotto" (ad esempio, l'Sgr che emette quote di Oicr) all'intermediario distributore (in particolare nell'esercizio del servizio di collocamento); la retrocessione di commissioni dalla società di gestione degli Oicr oggetto di investimento (Oicr *target*) al gestore di portafogli (di solito gestioni patrimoniali di fondi - Gpf) che opera per conto dei propri clienti (e che in talune circostanze trasferisce a sua volta le commissioni all'intermediario distributore della medesima Gpf).

In linea con il citato documento del Cesr, la Commissione ha chiarito che la retrocessione di commissioni dalla società prodotto al distributore può considerarsi volta ad aumentare il servizio se al collocamento viene associato il servizio di consulenza, ovvero quando la retrocessione consente al cliente di avere accesso a un insieme ampio di prodotti o a forme di assistenza soprattutto in fase "post-vendita" . È meno agevole, invece, sostenere che la retrocessione di commissioni accresca la qualità del servizio reso al cliente nel secondo caso prima citato, ossia quando il trasferimento avviene dalla società di gestione degli Oicr target *al gestore di portafogli, stante anche la natura di servizio a elevato valore aggiunto della gestione individuale.*

Nel nuovo Regolamento Intermediari sono confluite, oltre alle disposizioni di attuazione della MiFID, le previsioni della legge sul risparmio in materia di distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione.

Il nuovo Regolamento Intermediari, coerentemente con l'impostazione adottata dal legislatore nazionale, disciplina in modo unitario e organico la commercializzazione di diverse tipologie di prodotti aventi diversa veste giuridica ma comune contenuto finanziario, secondo un approccio che prevede la definizione di condizioni e regole uniformi di correttezza e trasparenza (cosiddetto *level playing field*). Tale modello regolamentare assicura agli investitori il medesimo livello di tutela e crea le condizioni affinché gli intermediari possano realizzare economie di scopo e ottimizzare le risorse impiegate nella prestazione di servizi.

La Consob ha altresì proceduto a definire con la Banca d'Italia la disciplina in materia di requisiti di natura organizzativa e procedurale degli intermediari, assegnata alla

competenza congiunta delle due autorità, nonché a stipulare con la Banca d'Italia il protocollo d'intesa che, ai sensi delle norme del Tuf, contiene disposizioni di coordinamento dell'esercizio delle funzioni di vigilanza anche con riferimento allo scambio di informazioni circa le irregolarità rilevate e i provvedimenti assunti.

Il Regolamento congiunto 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.

L'impostazione della disciplina degli aspetti organizzativi e procedurali degli intermediari risulta ispirata ai principi generali dell'unitarietà del sistema organizzativo per le diverse finalità e della proporzionalità, in base al quale i soggetti vigilati applicano le disposizioni del Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati.

*Nell'ambito del generale sistema organizzativo, particolare rilevanza assumono le procedure da adottare per la corretta e trasparente prestazione dei servizi, che costituiscono le regole interne e i meccanismi operativi adottati dall'intermediario al fine di realizzare condotte corrette e trasparenti. In tale contesto, nel disegno complessivo del sistema dei controlli interni che gli intermediari sono tenuti a istituire (controllo di conformità, gestione del rischio e revisione interna), la funzione di controllo di conformità (*compliance*) assume una importanza centrale al fine del monitoraggio delle regole e dei processi aziendali adottati per la prestazione dei servizi di investimento.*

Un ulteriore presidio per la correttezza dei comportamenti è costituito dalle disposizioni in materia di conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti. In proposito, è prescritto che gli intermediari definiscano una politica di gestione dei conflitti di interesse volta a individuare le situazioni di conflitto e le misure per gestirli. Nello specifico, si richiede l'istituzione di un apposito registro nel quale annotare le situazioni in cui sia sorto o possa sorgere un conflitto di interesse potenzialmente lesivo in modo grave degli interessi dei clienti.

Il Regolamento congiunto recepisce, inoltre, le disposizioni comunitarie in materia di operazioni personali. Le previsioni in questione prescrivono che gli intermediari adottino procedure adeguate al fine di regolare l'operatività dei soggetti coinvolti in attività aziendali che possono dare origine a conflitti di interesse ovvero che consentano l'accesso a informazioni privilegiate o confidenziali.

VI – LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

1. La cooperazione internazionale

Nel 2007 è proseguita l'intensa attività di cooperazione internazionale della Consob con Autorità di Stati membri dell'Unione Europea e di paesi terzi.

Le richieste di informazioni rivolte alla Consob da Autorità estere sono diminuite (64 a fronte di 89 nel 2006) e hanno riguardato soprattutto la valutazione dei requisiti di onorabilità e professionalità e i casi di *insider trading*; sostanzialmente stabile è stato il numero delle richieste inoltrato dalla Consob, nell'esercizio delle proprie funzioni, ad altre Autorità di vigilanza, relativo per oltre la metà ad abusi di mercato e per un terzo circa a requisiti di onorabilità e professionalità (Tav. 36).

Tav. 36

Scambio di informazioni fra Consob e Autorità di vigilanza estere

Oggetto	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Richieste di informazioni ad Autorità estere										
Insider trading	17	43	32	24	24	11	8	12	16	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	--	1	4	--	4	8	6	12	9
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	7	4	3	10	9	5	2	4	5	1
Trasparenza e informativa societaria	--	--	1	--	--	6	9	10	5	1
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	1	1	3	1	2	4	3
Requisiti di onorabilità e professionalità	12	10	19	14	34	21	7	4	--	9
Violazione regole di condotta	--	--	2	--	--	1	2	--	1	--
Totale	*38*	*57*	*58*	*53*	*68*	*51*	*37*	*38*	*43*	*41*
Richieste di informazioni da Autorità estere										
Insider trading	2	3	5	20	13	17	18	18	17	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	3	--	1	1	2	3	4	14	2
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	3	1	2	7	4	3	9	9	3
Trasparenza e informativa societaria	1	--	2	--	--	--	--	4	3	--
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	--	2	1	--	4	--	1
Requisiti di onorabilità e professionalità	30	44	53	49	80	70	44	31	46	37
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	--	--	--	3
Totale	*37*	*53*	*61*	*72*	*103*	*94*	*68*	*70*	*89*	*64*

Nel mese di dicembre, la Consob ha sottoscritto un memorandum di intesa con la Fsa (*Financial Services Authority*), Autorità di vigilanza del Regno Unito, per la cooperazione in materia di vigilanza su Borsa Italiana e su *London Stock Exchange*.

L'intesa fa seguito all'acquisizione di Borsa Spa da parte del London Stock Exchange Group*; entrambe le borse valori continuano a essere regolamentate dalla normativa dei rispettivi paesi. L'intesa definisce il contesto all'interno del quale la Consob e la Fsa collaborano per l'adempimento dei doveri e l'esercizio dei poteri nell'attività di vigilanza sui due mercati regolamentati, tenendo conto dei possibili sviluppi derivanti dalla futura integrazione tra i mercati.*

Nell'ambito dell'accordo bilaterale, in materia di assistenza tecnica, stipulato con la *National Securities Commission* della Repubblica di Moldova, sono stati organizzati appositi incontri di studio per il personale dell'Autorità moldava, aventi ad oggetto l'approfondimento degli *standards* fissati dalle principali direttive comunitarie sui servizi finanziari.

2. L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Nel 2007 è proseguita la partecipazione della Consob alle riunioni presso la Commissione e il Consiglio Europeo per la formulazione e l'approvazione di proposte di direttiva.

*Tra le direttive e i regolamenti in materia di mercati finanziari definitivamente approvati nel corso dell'anno si segnalano: i) la direttiva 2007/44/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, in merito alle regole procedurali e ai criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni nel settore finanziario; ii) la direttiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate; iii) la direttiva 2007/16/CE della Commissione Europea recante modalità di esecuzione della direttiva Ucits (*Undertakings for Collective Investment in Transferable*) per quanto riguarda il chiarimento di talune definizioni; iv) la direttiva 2007/14/CE della Commissione che stabilisce le modalità di applicazione di talune disposizioni della direttiva* Transparency *(direttiva 2004/109/CE); v) il regolamento 211/2007 della Commissione che modifica il Regolamento 809/2004 per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti nei casi in cui l'emittente ha una situazione finanziaria complessa o ha assunto un impegno finanziario significativo.*

La direttiva 2007/44/CE è volta ad assicurare la necessaria chiarezza e certezza giuridica nelle procedure di valutazione dei progetti relativi all'acquisto o incremento di partecipazioni rilevanti in banche, imprese di investimento, imprese di assicurazione e di riassicurazione. In particolare, la direttiva: (i) fissa criteri dettagliati per la valutazione prudenziale di azionisti ed esponenti aziendali da parte delle Autorità di controllo; (ii) definisce una chiara procedura per l'applicazione di tali criteri; (iii) introduce un termine massimo per il completamento della valutazione prudenziale, decorso il quale, in assenza di opposizione da parte delle Autorità competenti, il progetto deve ritenersi approvato. Un profilo di criticità riguarda l'assenza di disposizioni di coordinamento con la direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto.

La direttiva 2007/36/CE introduce alcune norme di armonizzazione minima volte a proteggere gli investitori e a promuovere l'esercizio agevole e effettivo dei diritti degli azionisti, anche su base transfrontaliera. In particolare, la direttiva stabilisce requisiti minimi per: (i) l'accesso alle informazioni rilevanti per l'assemblea; (ii) l'iscrizione di punti all'ordine del giorno,

la presentazione di proposte di delibera e la formulazione di domande sui punti all'ordine del giorno; (iii) l'esercizio del diritto di voto per corrispondenza o con mezzi elettronici, senza intervenire fisicamente in assemblea; (iv) l'esercizio del voto per delega o mediante intermediari finanziari.

La direttiva 2007/16/CE chiarisce alcune disposizioni della direttiva 85/611/CEE riguardanti le attività in cui possono investire i fondi armonizzati. La direttiva è volta ad assicurare un'interpretazione uniforme della direttiva Ucits e l'adozione di una posizione comune da parte degli Stati membri sull'ammissibilità di determinate categorie di attività per i fondi armonizzati, nel rispetto dei principi concernenti la diversificazione del rischio, la limitazione dell'esposizione e la capacità del fondo di rimborsare le proprie quote su richiesta dei partecipanti e di calcolare il valore netto del suo patrimonio in caso di emissione o di rimborso di quote. In tal modo la direttiva intende, al contempo, agevolare il funzionamento della procedura di notifica per la distribuzione transfrontaliera dei fondi armonizzati. La direttiva è stata redatta sulla base del parere fornito alla Commissione Europea dal Gruppo sul Risparmio Gestito del Cesr, presieduto dal Presidente della Consob.

La direttiva 2007/14/CE stabilisce norme di applicazione della direttiva Transparency. *In particolare, essa disciplina: (i) la procedura secondo la quale gli investitori devono essere informati della scelta dello Stato membro d'origine effettuata dall'emittente; (ii) il contenuto minimo del bilancio semestrale abbreviato; (iii) la definizione di operazioni con parti correlate; (iv) talune condizioni per la concessione di deroghe e l'applicazione delle esenzioni stabilite dalla direttiva di livello 1; (v) le circostanze in cui deve essere effettuata la notifica delle partecipazioni rilevanti; (vi) le norme minime di qualità per la diffusione delle informazioni regolamentate; (vii) i criteri per la valutazione di equivalenza degli obblighi stabiliti da paesi terzi.*

In seguito alla pubblicazione del Libro Bianco, nel novembre 2006, sul rafforzamento del quadro normativo del mercato unico relativo ai fondi di investimento, la Commissione Europea ha avviato i lavori finalizzati alla revisione della direttiva Ucits (direttiva 85/611/CEE). Tuttavia, la proposta di direttiva non ha potuto essere formalizzata dalla Commissione nel 2007.

*Le modifiche a suo tempo prospettate dalla Commissione Europea indicavano, come possibili aree di intervento, la semplificazione della procedura di notifica dei fondi, le fusioni transfrontaliere, l'aggregazione degli attivi dei fondi, il passaporto delle società di gestione, il rafforzamento della cooperazione internazionale e la sostituzione del prospetto semplificato con un documento informativo per gli investitori al dettaglio (*Key Information Document*).*

In linea con quanto indicato nel Libro Bianco, la Commissione ha avviato un'analisi sistematica degli ostacoli nazionali che si frappongono al "collocamento privato" di strumenti finanziari presso investitori istituzionali e altre controparti qualificate. È stata, altresì, avviata un'indagine su possibili iniziative in materia di fondi immobiliari aperti.

La Commissione Europea, attraverso la pubblicazione di documenti di consultazione, ha avviato talune attività finalizzate a migliorare la regolamentazione dei servizi finanziari per i risparmiatori al dettaglio e ha annunciato possibili iniziative in materia di "*competing products*" ovvero di prodotti finanziari che hanno la medesima finalità economica di

investimento ma che, essendo emessi da soggetti diversi (banche, assicurazioni o altri intermediari), risultano sottoposti a livello europeo a regole differenti.

La Consob ha fornito supporto tecnico al Ministero dell'economia e delle finanze in vista della partecipazione alle riunioni dell'Esc (*European Securities Committee*) e di altri gruppi internazionali e del recepimento delle direttive comunitarie nell'ordinamento italiano.

Nel corso del 2007, è proseguita la partecipazione della Consob alle riunioni dell'Egaob (*European Group of Auditors' Oversigh Bodies*), Gruppo di esperti istituito dalla Commissione Europea e composto da rappresentanti degli organismi di vigilanza dei revisori e delle società di revisione.

Il gruppo ha l'incarico di agevolare il coordinamento tra gli organismi di controllo pubblico dei revisori legali e delle società di revisione a livello comunitario. Esso fornisce un supporto alla Commissione Europea nella preparazione tecnica delle misure di esecuzione della direttiva 2006/43/CE, mediante la valutazione dei sistemi di controllo pubblico dei paesi terzi, l'analisi delle problematiche di cooperazione internazionale e l'esame dei principi di revisione internazionali.

3. L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators *(Cesr)*

Nel 2007 il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito, presieduto dal Presidente della Consob, ha lavorato intensamente per definire le linee guida sugli investimenti ammissibili da parte dei fondi comuni di investimento armonizzati e le condizioni necessarie per gli investimenti in indici di fondi *hedge*.

Si tratta di misure di livello 3 volte a favorire la convergenza nell'applicazione, ad opera delle Autorità di vigilanza, dei criteri fissati nella direttiva 2007/16/CE e ad assicurare una loro coerente applicazione. La direttiva 2007/16/CE, peraltro, è stata predisposta dalla Commissione Europea sulla base del parere del Cesr, elaborato dal Gruppo di Esperti e approvato nel gennaio 2006, in merito ai chiarimenti di talune definizioni concernenti gli investimenti ammissibili per i fondi armonizzati.

Su mandato della Commissione Europea, il Cesr ha altresì predisposto un parere sul formato e i contenuti del documento informativo da fornire agli investitori in fondi armonizzati. Sono state svolte due procedure di consultazione, i cui esiti sono stati pubblicati sul sito del Cesr. La Commissione Europea avvierà nel 2008 un'attività di *testing* presso gli utenti del nuovo documento informativo.

Tali lavori si inquadrano nell'attività di supporto del Cesr alla Commissione Europea in vista della revisione della direttiva Ucits, con l'obiettivo di sostituire il prospetto semplificato con un documento di maggiore utilità e di più facile consultazione per l'investitore. Il parere del Cesr suggerisce che l'informazione a disposizione degli investitori sia breve, esauriente, formulata in un linguaggio semplice e tale da consentire un agevole raffronto tra differenti offerte. Le proposte del

Cesr riguardano, tra l'altro, le modalità di rappresentazione dei profili di rischio, della performance storica e delle commissioni.

I gruppi di lavoro sulla MiFID hanno concentrato la propria attività sull'emanazione di linee guida di livello 3 e sulle iniziative tese a favorire il coordinamento tra le Autorità di vigilanza.

*In particolare, il Cesr ha adottato misure di livello 3 volte a facilitare il recepimento coordinato in materia di incentivi (*inducements*) nonché alcune posizioni comuni, in forma di domande e risposte, in tema di* best execution. *Le raccomandazioni in tema di incentivi sono volte a favorire un'applicazione coerente delle disposizioni dell'art. 26 della direttiva 2006/73/CE, che stabilisce le condizioni alle quali è consentito alle imprese di investimento e alle banche di versare o percepire competenze o commissioni, o di fornire o ricevere prestazioni non monetarie, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio. Le raccomandazioni contengono esempi pratici per valutare quando la fornitura di incentivi può ritenersi volta a rafforzare la qualità del servizio prestato al cliente o debba, invece, ritenersi in conflitto con l'obbligo dell'impresa di agire in modo onesto, equo e professionale nell'interesse del cliente.*

Il Cesr, inoltre, ha emanato raccomandazioni in tema di pubblicazione e consolidamento dei dati di mercato, nonché linee guida in tema di transaction reporting. *Si tratta di raccomandazioni e linee guida volte ad assicurare un'applicazione uniforme degli obblighi di pubblicazione delle informazioni pre e post-negoziazione ad opera di imprese di investimento, sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) e mercati regolamentati. In particolare, esse sono finalizzate a garantire la tempestività della diffusione, l'accuratezza delle informazioni pubblicate e l'adeguatezza dei canali di comunicazione utilizzati e ad agevolare il consolidamento delle informazioni stesse.*

Le Linee guida in tema di transaction reporting *definiscono posizioni comuni per l'assolvimento degli obblighi di segnalazione delle operazioni in strumenti finanziari quotati ai sensi dell'art. 25 della MiFID, per quanto concerne, in particolare, l'individuazione delle operazioni oggetto di notifica e il riconoscimento dei canali di comunicazione già autorizzati in altri Stati membri. Con riferimento all'operatività* cross-border *delle imprese di investimento, le linee guida ammettono che tutte le operazioni compiute tramite succursali possano essere segnalate all'Autorità dello Stato membro ospitante, anche laddove vengano eseguite al di fuori dello Stato membro in cui la succursale è stabilita.*

Nel mese di luglio è stato pubblicato il parere del Cesr sul regime di trasparenza per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni.

Il mandato al Cesr si ricollega agli obblighi della Commissione Europea di riferire al Parlamento e al Consiglio sull'eventuale estensione del campo di applicazione delle disposizioni della MiFID riguardanti gli obblighi di trasparenza pre e post-negoziazione alle operazioni relative a categorie di strumenti finanziari diversi dalle azioni. Dal parere del Cesr emerge che, sebbene non vi siano evidenze di fallimenti nel mercato che giustifichino un'estensione degli obblighi predetti, in determinate situazioni gli investitori finali potrebbero trarre beneficio da un ampliamento del livello di trasparenza.

In seguito all'entrata in vigore della direttiva MiFID, il Cesr ha pubblicato sul proprio sito database *contenenti: (i) l'elenco degli internalizzatori sistematici autorizzati dagli Stati membri*

come imprese di investimento; (ii) l'elenco delle azioni ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati europei, corredato delle informazioni di cui all'art. 34, comma 5 del Regolamento 1287/2006; (iii) l'elenco dei codici identificativi dei mercati regolamentati, dei sistemi multilaterali di negoziazione e dei soggetti che operano come controparti centrali in ciascuno Stato membro.

Nel mese di maggio il Cesr ha emanato alcune raccomandazioni sul funzionamento del passaporto ai sensi della direttiva MiFID, completate dalla pubblicazione di un Protocollo che ha definito un quadro per la cooperazione tra le Autorità degli Stati membri per la vigilanza sulle succursali delle imprese di investimento e banche.

Le raccomandazioni sul funzionamento del passaporto sono finalizzate all'armonizzazione della procedura di notifica per la prestazione dei servizi e delle attività di investimento cross-border*; esse chiariscono taluni aspetti concernenti la vigilanza degli agenti collegati ("*tied agent*"), degli Mtf e degli uffici di rappresentanza. Il Protocollo rafforza il vigente modello di cooperazione attuato mediante lo scambio di informazioni "non sollecitate" rilevanti per la vigilanza sulle succursali. Il Protocollo delinea, inoltre, due nuovi modelli di collaborazione continuativa tra l'Autorità dello Stato membro d'origine e l'Autorità dello Stato membro ospitante, basato su una vigilanza congiunta (con possibilità di incontri periodici, lettere congiunte, ispezioni unitarie) e fondato su una delega permanente di funzioni di vigilanza rispetto a una o più succursali. Le modalità di svolgimento della cooperazione sono negoziate tra le Autorità di vigilanza.*

Nel mese di ottobre, il Cesr ha pubblicato una dichiarazione volta a garantire la continuità nel funzionamento dei passaporti rilasciati ai sensi della direttiva ISD (direttiva 93/22/CEE) in caso di tardiva attuazione della direttiva MiFID e delle relative misure di esecuzione.

A ottobre 2007 un limitato numero di Stati membri risultava non avere ancora completato il processo di recepimento della direttiva MiFID. I membri del Cesr si erano impegnati ad accertare che le imprese di detti Stati membri, autorizzate ai sensi della direttiva ISD, continuassero a operare su base transfrontaliera, a condizione che fossero rispettate talune condizioni a tutela degli investitori. In particolare, agli Stati membri che non avevano recepito la direttiva MiFID entro il 1° novembre 2007 era stato richiesto di dimostrare la "comparabilità" delle regole nazionali esistenti rispetto alle norme di autorizzazione di cui agli artt. 9-14 della MiFID e alle regole di comportamento stabilite dalla direttiva e dagli standards *del Cesr.*

In materia di abusi di mercato, il Cesr ha pubblicato, nel mese di luglio, un secondo *set* di linee guida.

Tali linee guida definiscono un approccio comune per quanto attiene all'identificazione delle informazioni privilegiate, alle circostanze che possono giustificare un ritardo nella pubblicazione di dette informazioni e ai casi in cui le informazioni concernenti gli ordini del cliente, in attesa di evasione, siano qualificabili come informazione privilegiata.

In tema di prospetti, va segnalata la pubblicazione del Rapporto del Cesr sull'applicazione della direttiva 2007/31/CE e del regolamento 809/2004 e la definizione di

nuove posizioni comuni, nella forma di domanda e risposta, relative all'attuazione della normativa stessa.

Il Rapporto illustra gli esiti della consultazione pubblica svolta dal Cesr al fine di accertare se (nei due anni dall'entrata in vigore) la normativa comunitaria in tema di prospetti abbia effettivamente conseguito gli obiettivi di tutela degli investitori e riduzione del costo del capitale. Sono stati, inoltre, pubblicati gli esiti dello studio condotto dal Cesr sull'equivalenza dei poteri di vigilanza spettanti alle Autorità degli Stati membri sia in tema di abusi di mercato che di prospetti.

Il Cesr ha lavorato intensamente in materia di agenzie di rating; nel mese di gennaio, in particolare, ha pubblicato un primo Rapporto per la Commissione Europea sull'attuazione del codice di condotta Iosco da parte delle agenzie stesse. Successivamente, il Cesr ha ricevuto una nuova richiesta da parte della Commissione per la redazione di un nuovo Rapporto (da pubblicarsi entro maggio 2008).

La nuova richiesta formulata dalla Commissione Europea, sebbene antecedente allo scoppio della crisi dei mutui subprime, *già includeva la richiesta di analizzare con particolare attenzione l'attività di rating degli strumenti di finanza strutturata. La Commissione Europea, nell'aprile 2007, indicava quali temi cui prestare particolare attenzione i profili relativi ai conflitti di interesse e alla qualità del processo di rating. Al fine di corrispondere a dette richieste il Gruppo di lavoro del Cesr ha pubblicato un questionario destinato alle agenzie di rating e agli emittenti. Le risposte, analizzate e discusse nel corso delle audizioni delle principali agenzie di rating, hanno costituito oggetto della bozza del rapporto pubblicato dal Cesr per la consultazione; nel rapporto vengono suggerite, altresì, possibili misure di natura regolamentare.*

*4. L'attività nell'ambito dell'*International Organization of Securities Commissions *(Iosco)*

Nel 2007 la Consob ha continuato a prendere parte ai gruppi di lavoro permanenti della Iosco in materia di emittenti, mercati, intermediari, cooperazione internazionale e organismi di investimento collettivo. L'Istituto ha partecipato anche alle riunioni dello *Screening Group*, Gruppo preposto alla valutazione delle istanze presentate dalle Autorità di vigilanza dei mercati finanziari membri della Iosco per divenire firmatarie dell'accordo multilaterale in tema di cooperazione e scambio di informazioni (Iosco MMoU - *Multilateral Memorandum of Understanding*).

In occasione della Conferenza Annuale 2005, era stato stabilito che tutte le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari membri della Iosco che non fossero già firmatarie dello Iosco MMoU avrebbero dovuto sottoscrivere detto accordo (o impegnarsi a ottenere i poteri necessari alla sottoscrizione) entro gennaio 2010. Ciò ha comportato per i membri dello Screening Group *un accresciuto impegno nella valutazione delle domande di adesione formulate dai membri Iosco. I firmatari sono attualmente 41.*

Tra i documenti più rilevanti pubblicati dalla Iosco, si segnalano: (i) i Principi per la valutazione dei portafogli dei fondi speculativi (*hedge funds*); (ii) i Principi di *governance* per i fondi comuni di investimento; (iii) il Rapporto finale in tema di *soft commissions*.

Il primo documento, pubblicato nel mese di novembre, contiene nove principi volti a rafforzare i controlli, la vigilanza e l'indipendenza del processo di valutazione del portafoglio dei fondi speculativi, allo scopo di garantire che detta valutazione avvenga in modo adeguato e senza pregiudizio per gli interessi degli investitori. I principi richiamano la necessità di adottare procedure documentate e trasparenti per la valutazione degli assets, *unitamente a criteri per garantire l'indipendenza dei soggetti che effettuano la valutazione.*

Il secondo documento, relativo ai "Principi di governance *per i fondi comuni di investimento: i criteri di indipendenza, i poteri e le funzioni degli organi indipendenti di controllo", approfondisce alcuni aspetti del modello di* governance *dei fondi comuni di investimento, quali l'individuazione dei doveri/poteri che le "entità indipendenti di controllo" (tipicamente, la banca depositaria e la società di revisione) assumono in tale modello e la definizione del concetto di indipendenza.*

Il Rapporto finale in tema di soft commissions *identifica le principali tecniche adottate per la gestione dei conflitti di interesse relativi agli accordi aventi ad oggetto* soft commissions. *La Iosco continuerà a monitorare la materia per valutare, nel termine di due anni, l'opportunità di emanare principi generali, in particolare per quanto attiene ai profili di trasparenza e alle limitazioni relative ai benefici che possono essere riconosciuti al gestore nell'ambito di detti accordi.*

Si segnala, inoltre, la pubblicazione del Rapporto sull'indipendenza degli amministratori delle società quotate e dei Principi internazionali di trasparenza per le operazioni di offerta al pubblico e l'ammissione a quotazione di titoli di debito ad opera di emittenti esteri.

Il Rapporto sull'indipendenza degli amministratori delle società quotate (redatto in consultazione con l'Ocse) evidenzia le tendenze dominanti nei diversi paesi in materia di applicazione concreta del principio Ocse sull'indipendenza degli amministratori.

*I Principi internazionali di trasparenza identificano gli aspetti chiave che devono essere considerati dalle Autorità di vigilanza nel definire le regole di trasparenza applicabili alle offerte al pubblico e alle ammissioni alle negoziazioni dei titoli di debito "*plain vanilla*" emessi da soggetti esteri, nell'ottica di garantire la tutela degli investitori e ridurre il costo di accesso al capitale per gli emittenti.*

Nel corso dell'anno, sono proseguiti i lavori dell'*Implementation Task Force* per la promozione e l'implementazione dei Principi Iosco che fissano gli standard comuni per l'esercizio della vigilanza e la cooperazione internazionale.

Sono continuati, altresì, i lavori della *Task Force* sulle agenzie di *rating*, per analizzare i problemi legati all'attività delle agenzie e per adottare iniziative volte al miglioramento dell'integrità del processo di valutazione del merito di credito.

Si segnala, infine, l'istituzione di due nuove *Task Force* in ambito Iosco: la prima incaricata di esaminare le problematiche, anche di natura regolamentare, emerse a seguito della crisi dei mutui *subprime* e la seconda incaricata di individuare e valutare i rischi regolamentari associati al mercato del *private equity* ed eventuali nuove problematiche che lo sviluppo del settore pone per le Autorità di vigilanza.

La Task Force *dedicata alla crisi dei mutui* subprime *è stata chiamata a esaminare: (i) l'adeguatezza dei modelli adottati dagli intermediari per valutare i rischi dei prodotti strutturati; (ii) l'adeguatezza delle informazioni messe a disposizione degli investitori e delle Autorità di vigilanza sui prodotti strutturati; (iii) i criteri di valutazione e i principi contabili relativi a detti prodotti. Essa è chiamata altresì a valutare, in coordinamento con la* Task Force *sulle agenzie di rating, il ruolo delle predette agenzie nella recente crisi e l'adeguatezza del relativo codice di condotta (approvato dalla Iosco nel 2004), con particolare riguardo alla materia dei conflitti di interesse e ai profili di responsabilità. Il rapporto finale della* Task Force *sarà presentato a maggio 2008.*

Il rapporto finale della Task Force *sul* private equity *è stato pubblicato a fine novembre. Il documento individua i problemi prioritari del settore che richiedono ulteriori iniziative da parte della Iosco. In particolare, si raccomanda che siano svolte: (i) un'indagine sulle strutture di capitale utilizzate nelle operazioni di* leveraged buyout *nelle diverse giurisdizioni, allo scopo di valutare il potenziale impatto sul mercato, anche in termini di rischio sistemico, del* default *delle società più grandi di* private equity*; (ii) l'analisi dei conflitti d'interesse e dei presidi posti a tutela degli investitori nelle diverse giurisdizioni.*

VII – I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel corso del 2007 si è registrato un significativo aumento dei giudizi instaurati avanti al giudice ordinario avverso provvedimenti sanzionatori adottati o proposti dalla Consob (Tav. 37; Appendice, Tavv. A.2 e A.3), imputabile in larga misura a un incremento delle impugnazioni di provvedimenti sanzionatori per violazioni delle disposizioni in materia di emittenti. Vanno, inoltre, segnalati i primi giudizi di opposizione (pari a 16) avverso sanzioni amministrative comminate dalla Consob per illeciti relativi a condotte di manipolazione e di *insider trading*.

Tav. 37

Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto[1]
(esiti al 31 dicembre 2007)

	Giudice amministrativo[2]						Giudice ordinario[3]					
				di cui:						di cui:		
	Accolti[4]	Respinti[5]	In corso	Accolta sospensiva	Respinta sospensiva	*Totale ricorsi*	Accolti[4]	Respinti[5]	In corso	Accolta sospensiva	Respinta sospensiva	*Totale ricorsi*
2004	1	18	12	--	4	*31*	19	42	--	--	--	*61*
2005	2	15	9	--	1	*26*	30	108	--	--	--	*138*
2006	1	1	9	--	3	*11*	3	26	1	--	--	*30*
2007	--	6	3	--	1	*9*	4	13	57	--	--	*74*

[1] I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. [2] La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. [3] Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. [4] La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. [5] La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

Tra le più significative pronunce della Corte di Cassazione nel 2007, meritano di essere ricordate le sentenze, a Sezioni Unite, n. 5395 e n. 5396 che hanno risolto il contrasto giurisprudenziale in merito alla decorrenza del termine di 90 giorni entro il quale – ai sensi dell'art. 14 della legge 24 novembre 1981, n. 689 – devono essere notificati all'interessato gli estremi della violazione.

La Suprema Corte (richiamando propri precedenti in termini) ha ribadito – anche in riferimento alle sanzioni disciplinate dal Tuf – la validità del principio per cui "la pura 'constatazione' dei fatti nella loro materialità non coincide necessariamente con l''accertamento': vi sono ambiti, come appunto quello dell'intermediazione finanziaria, che richiedono valutazioni complesse, non effettuabili nell'immediatezza della percezione". Ciò tuttavia "non esclude che a tali valutazioni si debba procedere in un tempo 'ragionevole' e che in sede di opposizione il giudice, ove l'interessato abbia fatto valere il ritardo come ragione di illegittimità del

provvedimento sanzionatorio, sia abilitato a individuare il momento iniziale del termine per la contestazione non nel giorno in cui la valutazione è stata compiuta, ma in quello in cui avrebbe potuto – e quindi dovuto – esserlo".

Conseguentemente, "Il momento dell'accertamento degli illeciti amministrativi in materia di intermediazione finanziaria (...) non deve essere fatto coincidere, necessariamente e automaticamente, né con il giorno in cui l'attività ispettiva è terminata (...), né con quello in cui è stata depositata la relazione dell'indagine (come si è deciso con le citate sentenze di questa Corte del 2003 e 2004), né con quello in cui la Commissione si è riunita per prenderla in esame (come si è deciso con le citate sentenze di questa Corte del 2001): non con il primo, perché la pura 'constatazione' dei fatti non comporta di per sé il loro 'accertamento', se occorre una successiva attività istruttoria e valutativa, che nella specie, secondo i ricorrenti, era necessaria; non con il secondo o con il terzo, perché sia la redazione della relazione, sia il suo esame da parte della Commissione, debbono essere compiuti nel tempo strettamente indispensabile, senza ingiustificati ritardi. Anche per le violazioni delle norme in materia di intermediazione finanziaria, come per quelle commesse in altri campi, occorre invece individuare, secondo le particolarità dei singoli casi e indipendentemente dalle date di deposito della relazione ispettiva e di riunione della Commissione, il momento in cui ragionevolmente la constatazione avrebbe potuto essere tradotta in accertamento: momento dal quale deve farsi decorrere il termine per la contestazione".

Si riferisce alla materia dei termini procedimentali un'ulteriore decisione della Suprema Corte. Con la sentenza n. 4873 del 2007 la Cassazione ha escluso che dall'inosservanza di un termine "endoprocedimentale" possa discendere l'invalidità del provvedimento sanzionatorio finale; si trattava, in particolare, del termine di 180 giorni entro il quale, nel regime anteriore a quello modificato ad opera della legge n. 62 del 2005, la Consob era tenuta a trasmettere al Ministero dell'economia e delle finanze la proposta di sanzione (termine previsto dal Regolamento Consob n. 12697/2000 attuativo della legge 7 agosto 1990, n. 241).

In detta sentenza, la Suprema Corte ha riaffermato il principio per cui la disciplina generale in materia di sanzioni amministrative (contenuta nella legge 24 novembre 1981, n. 689) "costituisce un sistema di norme organico e compiuto e delinea un procedimento di carattere contenzioso scandito in fasi i cui tempi sono regolati in modo da non consentire, anche nell'interesse dell'incolpato, il rispetto" dei più brevi termini previsti dalla legge n. 241 del 1990 (in particolare quello di 90 giorni entro il quale, in via generale, devono concludersi i procedimenti amministrativi) o da atti regolamentari dell'Autorità procedente. La Corte ha, poi, puntualizzato "Né alcuna rilevanza può avere nel caso di specie la circostanza che la stessa Consob, nell'erroneo convincimento di dover regolare ai sensi della legge n. 241/90 i tempi del procedimento concernente la formulazione della proposta di sanzione spettante alla sua competenza ex D.Lgs. n. 58 del 1998, abbia emesso il regolamento n. 12697/2000 che ha fissato in 180 giorni il termine in questione, attesa la inidoneità del regolamento a modificare le disposizioni procedimentali dettate dalla legge n. 689 del 1981".

La Corte d'Appello di Milano, nel corso del 2007, ha avuto occasione di ribadire l'attualità di alcuni principi da essa affermati in precedenti occasioni.

In relazione all'obbligo di adottare idonee procedure, la Corte di Milano ha confermato che, in virtù dell'art. 56 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998, gli intermediari devono adottare disposizioni interne "stabilite in modo specifico e chiaro, così che ogni operatore della struttura sia vincolato ad adottare un comportamento adeguato all'efficiente svolgimento dei servizi e improntato all'osservanza degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza. Queste prescrizioni comportano non soltanto l'obbligo di definire con sufficiente grado di dettaglio, in via preventiva, le procedure che presiedono al settore dell'intermediazione finanziaria, ma anche quello di comunicare per iscritto al personale le procedure concernenti le modalità di svolgimento delle attività assegnate, precisando i connessi compiti, i doveri, le responsabilità".

I giudici hanno, inoltre, ritenuto di poter ribadire, anche nel vigore del "nuovo diritto societario", la responsabilità degli amministratori non delegati a fronte di disfunzioni dell'assetto procedurale dei soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento. Infatti, dall'ultimo comma dell'art. 2381 c.c. – ai sensi del quale "Gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato; ciascun amministratore può chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società", – la Corte d'Appello ha desunto "come l'obbligo di agire informati implichi ex *se un obbligo di vigilanza dell'organo amministrativo (riguardato in ogni singolo componente) esteso ad ogni atto della gestione. Pertanto, del mancato esercizio di detta vigilanza rispondono in solido tutti i componenti del consiglio, a meno che essi non diano la prova di essersi attivati e che l'attività di vigilanza non abbia potuto essere esercitata per il comportamento ostativo di altri componenti del consiglio. Quanto agli organi amministrativi delle banche, l'obbligo di definire procedure idonee a rettamente governare l'espletamento professionale dell'attività di negoziazione di strumenti finanziari implica necessariamente una competenza del consiglio di amministrazione, la vigilanza di ciascun amministratore su eventuali delegati e la generale vigilanza del collegio sindacale".*

Nel corso del 2007 sono stati instaurati i primi giudizi di opposizione avverso delibere Consob irrogative di sanzioni amministrative per abusi di mercato (Appendice, Tav. A.4).

Cinque di questi giudizi si sono conclusi nel corso dell'anno: si tratta delle opposizioni alla Corte d'Appello di Torino avverso la delibera Consob n. 15760 del 9 febbraio 2007, con la quale erano state comminate alle società Ifil Investments e Giovanni Agnelli e C. e a tre persone fisiche, responsabili a vario titolo di false informazioni fornite al mercato e alla Consob, sanzioni amministrative in relazione alla vicenda "Ifil/Exor". La Corte d'Appello di Torino ha confermato la sussistenza dell'illecito manipolativo accertato e sanzionato dalla Consob, riducendo l'ammontare delle sanzioni comminate alla Ifil Investments, alla Giovanni Agnelli e C. e a una delle persone fisiche responsabili e confermando integralmente le sanzioni applicate ai restanti soggetti. L'illecito è consistito nella diffusione, da parte delle riferite società Ifil Investments e Giovanni Agnelli e C., di comunicati stampa falsi, nella parte in cui negavano l'esistenza di iniziative intraprese e/o allo studio in vista della scadenza di un prestito bancario "convertendo" erogato alla Fiat nel settembre 2002.

Tali decisioni hanno affrontato, tra l'altro, il tema del rapporto tra le sanzioni applicabili per illeciti di manipolazione del mercato confermando il cosiddetto "doppio binario", ovvero la soggezione dell'autore di condotte manipolative a sanzioni sia

amministrative che penali e la completa autonomia dei procedimenti che conducono alla loro applicazione.

*Le decisioni hanno al riguardo sottolineato come l'*incipit *dell'art. 187-*ter *del Tuf faccia "Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato", il che "non lascia adito a dubbi sul suo significato, poiché evidenzia il proposito di cumulare (facendole, appunto, "salve") le sanzioni penali a quelle amministrative". Inoltre, la Corte di Torino ha dato rilievo alla circostanza che il Tuf "stabilisce che il procedimento amministrativo di accertamento e il procedimento di opposizione di cui all'art. 187-*septies *non possono essere sospesi per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti, o fatti dal cui accertamento dipende la relativa definizione (art. 187-*duodecies*) e che, quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'art. 187-*septies *(...), l'esazione della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa (art. 187-*terdecies*)".*

"La soluzione specificamente accolta (...) implica [che], se la coeva pendenza del procedimento penale e del processo civile non provoca effetto sospensivo, neppure è ipotizzabile che, intervenuta la sentenza penale, questa possa esplicare alcuna efficacia di accertamento nel giudizio civile. Non meno decisivo, negli stessi termini, è lo scomputo della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato dalla sanzione riscossa dall'Autorità amministrativa: meccanismo di compensazione privo di senso, se per lo stesso fatto non fossero effettivamente applicabili entrambe le sanzioni, penale e amministrativa". Pertanto – concludono i giudici – "le norme in esame costituiscono esplicazione della scelta di politica legislativa chiaramente diretta a rafforzare la tutela del bene protetto (la trasparenza dei mercati finanziari), mediante la tecnica del cumulo delle sanzioni penali ed amministrative".

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, nel luglio del 2007 l'Associazione Nazionale fra le Banche Popolari e alcune banche popolari hanno impugnato il Regolamento Emittenti nella parte in cui, attuando gli artt. 147-*ter*, comma 1 e 148, comma 2, del Tuf (come introdotti dalle disposizioni della legge n. 262/2005 e successive modifiche), ha previsto quote minime di partecipazione per la presentazione delle liste di candidati per l'elezione degli organi di amministrazione e controllo.

*In particolare, i ricorrenti hanno chiesto l'annullamento delle disposizioni (artt. 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 al numero dei soci (con il limite massimo di 500 soci). L'annullamento è stato chiesto per il contrasto delle norme regolamentari e, in particolare, quella della previsione di una soglia riferita al capitale sociale, con i principi generali posti alla base della disciplina delle società cooperative. Nel dicembre 2007 il Tar del Lazio ha respinto i ricorsi con dispositivo del quale si attendono le motivazioni.*

Tra le più significative pronunce del giudice ordinario, adottate nel 2007, si segnalano alcuni decreti di Corti d'Appello sulle opposizioni, presentate ai sensi dell'art. 195 del Tuf, avverso le delibere irrogative di sanzioni pecuniarie della Consob nei confronti di soggetti coinvolti nella vicenda Antonveneta del 2005.

In particolare, si evidenzia il provvedimento con il quale la Corte di Milano ha dichiarato infondato il ricorso di un amministratore della Banca Popolare Italiana, relativo alle sanzioni conseguenti alla violazione degli obblighi previsti dagli artt. 115 e 120, commi 4 e 5, del Tuf, ritenendo che la presenza di una specifica delega operativa e la sussistenza dell'elemento soggettivo della colpa fossero sufficienti per imputare al ricorrente la responsabilità amministrativa per le violazioni accertate. Ciò in quanto per i giudici "a tutti gli amministratori è imposto un generale dovere di diligenza da rapportare alla natura dell'incarico e alle loro specifiche competenze, dovere che diventa più intenso in presenza di attribuzioni delegate o proprie del comitato esecutivo" (Corte d'Appello di Milano, decreto 21.11.07).

Devono essere menzionati, inoltre, due decreti della Corte d'Appello di Roma che hanno rigettato i ricorsi avverso l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie per violazione dell'art. 122, comma 1, 4 e 5, del Tuf (mancata comunicazione di un patto parasociale) in un caso, e degli artt. 106, comma 1, e 109, del Tuf (mancata promozione di Opa obbligatoria conseguente ad acquisti di concerto) in un altro caso. In particolare, i giudici di Roma, 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 un azionista (persona fisica) di Banca Antonveneta e la Banca Popolare Italiana, avente ad oggetto l'acquisto concertato di azioni ordinarie della stessa Banca Antonveneta e l'esercizio, anche congiunto, di un'influenza dominante sulla banca stessa attraverso l'esercizio del diritto di voto. Secondo la Corte d'Appello di Roma, fra l'altro, "la peculiarità del caso in esame è data dalla clandestinità del patto (solo per questo illecito) e, dunque, dalla necessità di attuarlo secondo modalità atte a dissimularne l'esistenza, trovando così piena e logica giustificazione la diversità di ruoli attribuiti ai vari partecipanti, in quanto il fine ultimo dell'accordo era quello di far nominare, quali componenti del CdA le persone prescelte da tutti i partecipanti al patto, mentre era necessario che, perché non si avesse sentore dell'accordo, ciascun consociato giocasse un ruolo particolare" (Corte d'Appello di Roma, decreti del 26.03.07 e del 09.05.07).

Nel corso dell'anno sono giunte a decisione sei cause (davanti a quattro diversi Tribunali) relative a impugnative di bilanci intentate dalla Consob ai sensi dell'art. 157, comma 2, del Tuf. Tali decisioni – oltre a entrare, tranne che in un caso, nel merito delle questioni tecniche sollevate dalla Consob (condividendone i rilievi in cinque casi su sei, con la sola eccezione dell'impugnativa dei bilanci I Viaggi del Ventaglio al 31.12.2005) – si sono sempre soffermate su aspetti preliminari, relativi alla legittimazione e all'interesse ad agire della Consob, assumendo posizioni non sempre pienamente in linea tra loro.

In particolare, in un caso (bilanci Cit al 31.12.2003), il Tribunale di Milano ha accolto l'impugnativa della Consob relativa ai bilanci di una società, nel frattempo ammessa alla procedura di amministrazione straordinaria, ritenendo che "sussista un interesse alla decisione nel merito nonostante l'intervenuta apertura della fase di amministrazione straordinaria cui è stata ammessa la società convenuta dopo l'instaurazione del presente procedimento. Difatti, nell'ambito delle impugnative di bilancio, un interesse ad agire permane, a prescindere dalle vicende che sono inerenti alla qualità soggettiva di chi agisce o alla stessa società convenuta, ogni volta che possa derivare un pregiudizio di natura non necessariamente patrimoniale dalla

permanenza di un documento contabile non redatto in conformità dei criteri di legge, in quanto correlato semplicemente a un interesse ad agire concreto della parte legittimata ad agire – e in questo caso chi agisce è lo stesso organo di vigilanza sulle attività delle società quotate – all'osservanza dei criteri di legge nella redazione di un documento che influisce sulla corretta informazione della situazione patrimoniale della società. A proposito dell'iniziativa della Consob particolare rilievo assume il caso in cui la società di revisione ha espresso un giudizio positivo sul bilancio, posto che l'avvio e, specialmente, l'esito dell'azione possono svolgere la funzione di correggere l'impatto informativo sul mercato di tale giudizio".

In un altro caso (bilanci Partecipazioni Italiane al 31.12.2004), il Tribunale di Pavia ha esplicitamente precisato che "la durata del processo non può ripercuotersi negativamente in capo a colui che abbia proposto l'impugnazione tempestivamente e dunque il fatto che nelle more del processo siano stati approvati i bilanci degli anni successivi non può avere di per sé effetti impeditivi del giudizio: in tal caso dovrà il giudice, caso per caso, verificare in concreto la sussistenza dell'interesse ad agire" aggiungendo che "nel caso che ci occupa l'interesse ad agire di Consob deve ritenersi tuttora sussistente, in ragione delle finalità specifiche che il legislatore ha voluto perseguire assegnando a Consob stessa la legittimazione ad agire per l'impugnazione delle delibere di cui si tratta; tale interesse non può ritenersi venuto meno né con riguardo al fatto che è stato approvato il bilancio relativo all'anno 2005, né con riguardo all'avvenuto delisting *delle azioni della convenuta".*

Tale posizione è stata condivisa, con sentenza depositata nei primi giorni del 2008, dal Tribunale di Rimini (bilanci Giacomelli Sport Group al 31.12.2002) che fa discendere dall'interesse "di rilievo pubblicistico, ad accertare la scarsa chiarezza o scorrettezza del bilancio e l'inesatta informazione fornita al mercato sulla consistenza patrimoniale e sull'efficienza economica della società...la sussistenza della particolare legittimazione ad impugnare il bilancio in capo alla Consob, che perdura anche in caso di dequotazione della società".

A sua volta il Tribunale di Roma (bilanci Cirio Finanziaria al 31.12.2001) ha annullato il bilancio d'esercizio e dichiarato non conforme alla normativa di riferimento il bilancio consolidato di una società, pur essendo la società nel frattempo entrata in amministrazione straordinaria e le azioni, da essa stessa emesse, revocate dalla quotazione.

Diversamente si è espressa una sentenza del Tribunale di Milano depositata nel dicembre 2007 (bilancio d'esercizio Garboli al 31.12.2004), secondo la quale, nel caso in cui viene meno la quotazione delle azioni, viene meno la condizione sostanziale dell'azione, e, dunque, un presupposto che deve sussistere al momento della decisione del giudice. In tal caso "l'esigenza di tutela di chi abbia originariamente investito in azioni di una società poi revocata dalla quotazione, si realizza con l'attivazione di norme diverse dall'art. 157 Tuf, che consentono il ristoro del danno a fronte di decisioni assunte sulla base di informazioni non attendibili". Il Tribunale ha considerato venuto meno l'interesse ad agire della Consob anche in relazione all'intervenuta approvazione di bilanci di anni successivi e di altre situazioni patrimoniali conformi ai rilievi formulati dalla Consob sul bilancio impugnato. Il Tribunale ritenendo che il bilancio impugnato dovesse essere spontaneamente modificato dagli amministratori, in forza di un principio di continuità tra situazioni contabili, a cui gli amministratori stessi sono tenuti a conformarsi, senza necessità di alcun intervento giudiziario sul bilancio.

2. La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2007 si è registrato un incremento del numero delle sentenze che hanno definito parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni investitori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina" (Appendice, Tav. A.5).

Tra tali pronunce, degne di rilievo sono le sentenze con cui il Tribunale di Roma, nel dichiarare la propria incompetenza territoriale, ha respinto la domanda risarcitoria avanzata dall'attrice nei confronti della Consob, per aver considerato "artificiosa" la chiamata in causa dell'Istituto dal momento che il coinvolgimento del medesimo nel giudizio era stato determinato unicamente dalla possibilità di giovarsi dello spostamento di competenza territoriale, competenza che è stata invece radicata in capo al Tribunale del luogo in cui sono effettivamente intercorsi i rapporti tra l'attrice e la banca, ai quali la Consob è risultata "assolutamente estranea" (sentenze nn. 9669; 9675; 10900; 12059; 13862; 14540; 14892; 19626; 21446).

Del resto, lo stesso Tribunale di Roma ha ritenuto altresì che dalle "argomentazioni esposte nel contesto dell'atto di citazione" emergesse l'"assoluta genericità" della condotta addebitata alla Consob, non essendo stato mai precisato "quale specifica omissione o violazione dei doveri imposti dalla legge possa essere contestata nel caso specifico" e "sulla base di quali elementi potrebbe essere ravvisata la sussistenza di un nesso causale tra l'eventuale condotta omissiva addebitabile alla Consob e il danno in concreto subito dall'interessata".

Anche le altre decisioni, tutte favorevoli all'Istituto, hanno in massima parte dichiarato la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna al risarcimento dei danni di questi ultimi nei confronti degli aventi diritto. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono invece state respinte, attesa la dichiarata insussistenza, nel merito, di profili di responsabilità extracontrattuale dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni. Non è stata ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento (*ex multis*, sentenza Tribunale di Roma n. 13819).

Uniformemente alle pronunce già rese in materia dal medesimo Tribunale, è stato, infatti, ribadito che l'illecito di tipo omissivo deve trovare il proprio fondamento nella violazione di una norma specifica, mentre non è possibile individuare in capo alla Consob alcun obbligo di controllo sul flusso indifferenziato di informazioni destinate agli investitori, posta l'impossibilità per l'Istituto di avere immediata cognizione delle condotte anomale degli intermediari nell'ambito delle innumerevoli negoziazioni che ogni giorno avvengono con i singoli risparmiatori (sentenza del Tribunale di Roma n. 11643).

In particolare, è stata esclusa la responsabilità della Consob che avrebbe consentito il collocamento dei titoli in assenza del prospetto informativo, atteso che i titoli obbligazionari acquistati dagli attori non avevano formato "oggetto di un'attività di sollecitazione all'investimento o di collocamento diretto (in prima battuta) al pubblico indistinto ma soltanto alle banche ed agli altri investitori (cosiddetto private placement*) e, in questo caso, la legge non*

prevede la necessità di ricorrere alla pubblicazione di un prospetto informativo da sottoporre al controllo preventivo della Consob; né era previsto il cosiddetto prospetto di quotazione, trattandosi di titoli non ammessi alla quotazione su un mercato regolamentato" (sentenza del Tribunale di Roma n. 14189).

Con sentenza pronunciata nell'ottobre 2007, il Tribunale civile di Padova ha rigettato la domanda di risarcimento del danno proposta nei confronti della Consob per asserito omesso esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti di una Sim; il tribunale ha rilevato la mancata indicazione da parte dell'attore degli elementi di fatto e di diritto costitutivi di una tale responsabilità e la mancanza di collegamento causale tra i fatti dedotti a fondamento della pretesa risarcitoria, il comportamento dell'Autorità di controllo e le perdite subite da parte attrice.

VIII – LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

1. La gestione finanziaria

Nell'esercizio 2007 le entrate complessive dell'Istituto (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 90,8 milioni di euro (Tav. 38), di cui 72,0 milioni (79,3%) per entrate contributive (riferibili prevalentemente alle categorie dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, dei promotori finanziari, degli emittenti e degli intermediari finanziari; Tav. 39).

Tav. 38

Schema riassuntivo delle entrate e delle spese
(milioni di euro)

Voci	2000[1]	2001[1]	2002[1]	2003[1]	2004[1]	2005[1]	2006[1]	2007[2]
				Entrate				
Avanzo di amministrazione[3]	50,7	74,0	12,3	11,6	11,7	15,3	12,8	24,0
Fondo a carico dello Stato	31,0	31,0	23,7	23,3	26,7	24,4	13,1	11,0
Entrate proprie								
Entrate da corrispettivi istruttori[4]	3,0	1,5	–	–	–	–	–	–
Entrate da corrispettivi per partecip. a esami[4]	3,0	1,5	–	–	–	–	–	–
Entrate da contributi di vigilanza	31,8	27,4	39,9	41,6	49,2	46,9	75,2	72
Entrate da contributi sulle negoziazioni[4]	5,2	3,6	–	–	–	–	–	–
Entrate diverse	4,2	11,6	3,8	4,9	3,5	3,7	7,5	7,8
Totale entrate	*128,9*	*150,6*	*79,7*	*81,4*	*91,1*	*91,3*	*108,6*	*114,8*
				Spese				
Spese correnti								
Spese per i componenti la commissione	1,2	1,4	1,4	1,3	2,2	2,0	2,2	2,8
Spese per il personale	33,7	45,8	42,2	43,2	44,6	48,0	55,1	67,6
Spese per acquisizione di beni e servizi	14,2	16,4	18,7	18,9	19,4	19,4	20,8	26,5
Oneri per ripristino e ampl. immobilizzaz.	2,4	3,8	4,7	4,6	4,3	4,3	4,1	4,5
Spese non classificabili	0,1	4,9	1,1	0,4	5,2	4,6	0,1	0,8
Totale spese correnti	*51,6*	*72,3*	*68,1*	*68,4*	*75,7*	*78,3*	*82,3*	*102,2*
Spese in conto capitale	3,6	66,8	2,8	1,7	2,6	1,5	1,9	12,6
Totale spese	*55,2*	*139,1*	*70,9*	*70,1*	*78,3*	*79,8*	*84,2*	*114,8*

[1] Dati consuntivi. [2] Dati di preventivo definitivo. [3] L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui e dalle rettifiche di valore delle disponibilità investite (non indicate nella tavola). L'avanzo 2006 è riportato tra le entrate 2007. [4] A partire dall'esercizio 2002, per effetto dell'intervenuta riformulazione del comma 3 dell'art. 40 della Legge n. 724/1994, il regime contributivo contempla un'unica tipologia di contribuzione denominata "contributo di vigilanza".

Tav. 39

Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati
(milioni di euro)

	Sim e agenti di cambio	Banche	Società di revisione	Promotori di servizi finanziari	Organismi di mercato[3]	Emittenti	Oicr[4]	Soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	Negoziazioni titoli quotati su Mta / Mercato Expandi	Altri	*Totale entrate contributive*
2000[1]	0,5	2,9	2,3	10,3	1,2	8,4	3,0	9,2	5,2	0,0	*43,0*
2001[1]	0,5	2,8	2,1	8,7	1,4	7,9	3,1	3,5	3,6	0,4	*34,0*
2002[1]	1,2	7,5	2,0	6,4	2,8	8,9	5,3	4,9	—	0,9	*39,9*
2003[1]	1,0	7,4	2,5	8,0	3,1	9,0	6,1	3,4	—	1,1	*41,6*
2004[1]	0,9	7,7	3,7	9,5	3,9	8,8	6,2	7,1	—	1,4	*49,2*
2005[1]	0,8	8,1	3,7	9,3	4,0	10,8	5,8	2,7	—	1,7	*46,9*
2006[1]	1,2	12,5	6,0	13,6	5,2	14,7	9,2	10,0	—	2,8	*75,2*
2007[2]	1,0	10,4	5,5	12,9	4,8	12,9	8,4	13,2	—	2,9	*72,0*

[1] Dati consuntivi. [2] Dati di preventivo definitivo. [3] In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Tlx Spa, Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa e Monte Titoli Spa. [4] Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

Sotto il profilo della spesa, si è registrato un aumento di quella corrente rispetto all'anno precedente, correlato essenzialmente alla spesa per il personale e alle spese per l'acquisizione di beni e servizi. La spesa in conto capitale (12,6 milioni di euro) registra anch'essa un incremento ascrivibile per intero ad acquisizioni di apparecchiature informatiche.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2008. Le entrate previste sono pari a 89,5 milioni di euro e derivano per 10,7 milioni dal «Trasferimento da parte dello Stato» per tale anno, per 72 milioni dalle «Entrate contributive», per 6,8 milioni da «Altre Entrate» dell'Istituto. A esse si aggiungono 28,3 milioni di euro derivanti dall'«Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2007». Questo ultimo è ripartito nelle separate componenti di «Avanzo di amministrazione disponibile» per la copertura finanziaria di spese programmate per l'esercizio 2008 (26,8 milioni di euro) e «Avanzo di amministrazione generato dalle prenotazioni di impegno 2007 trasferite all'esercizio 2008 ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità» (1,6 milioni di euro) riconnesso al differimento della realizzazione di una nuova biblioteca presso la sede romana e a talune iniziative di manutenzione della sede di Roma.

La previsione effettiva della spesa complessiva per l'esercizio 2008 (considerata al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 2007 e ricomprese nelle spese in conto capitale) è pari a 116,2 milioni di euro, di cui 107,2 per «Spese correnti» e 9,0 per «Spese in conto capitale». La previsione di spesa corrente per il 2008 registra un incremento, rispetto all'omologo dato di previsione definitiva 2007, pari a 5,0 milioni di euro, ascrivibile quasi per intero al maggior importo del Fondo di riserva per spese impreviste e maggiori spese rispetto allo importo stanziato per il 2007; l'incremento si riconnette essenzialmente alla disponibilità

manifestata dal Comune di Milano ad assegnare all'Istituto, in concessione d'uso, un'ulteriore porzione del complesso immobiliare di Palazzo Carmagnola. La previsione di spesa 2008 in conto capitale riflette, invece, il generale programma di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico dell'Istituto, oltre a oneri per manutenzione straordinaria della sede di Roma.

A dicembre 2007 la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2008 individuando, in base a quanto previsto dall'art. 40 della legge 724/1994, le categorie di soggetti vigilati tenuti al pagamento della contribuzione e la misura dei contributi medesimi.

I relativi provvedimenti contengono alcune modifiche rispetto al regime previgente, indotte dalle innovazioni che hanno interessato nel corso del 2007 la disciplina dei mercati finanziari. In particolare, è stato previsto: (i) l'introduzione di un contributo di vigilanza a carico dei gestori dei sistemi multilaterali di negoziazione; (ii) l'introduzione di un contributo di vigilanza a carico degli internalizzatori sistematici; (iii) l'introduzione di un contributo di vigilanza a carico dell'Organismo consulenti finanziari.

2. La gestione delle risorse umane

Nel corso del 2007 sono state assunte complessivamente 96 unità di personale, di cui 72 di ruolo e 24 con contratto a tempo determinato. Nello stesso anno sono cessati dal servizio 18 dipendenti di ruolo e 2 dipendenti a contratto. Rispetto al 2006, l'organico effettivo dell'Istituto è cresciuto di 76 unità (Tav. 40 e Tav. 41).

Tav. 40

Il personale[1]

	Dipendenti di ruolo				Dipendenti a tempo determinato	*Totale*
	Carriera direttiva	Carriera operativa	Carriera dei servizi generali	*Totale*		
1990	91	63	16	*170*	67	*237*
1993	134	72	16	*222*	96	*318*
1996	128	152	16	*296*	108	*404*
1997	125	161	21	*307*	96	*403*
1998	122	156	17	*295*	88	*383*
1999	116	205	19	*340*	24	*364*
2000	110	246	20	*376*	13	*389*
2001	110	241	19	*370*	15	*385*
2002	126	250	15	*391*	17	*408*
2003	129	245	15	*389*	19	*408*
2004	131	236	15	*382*	20	*402*
2005	182	218	15	*415*	25	*440*
2006	195	214	14	*423*	36	*459*
2007	200	266	13	*479*	56	*535*

Confronta Note metodologiche. [1] Dati al 31 dicembre.

Tav. 41

Distribuzione del personale per carriera e per unità organizzativa[1]

	Carriera direttiva		Carriera operativa	Carriera dei servizi generali	*Totale*
	Superiore	Inferiore			
Divisioni					
Emittenti	13	59	37	--	*109*
Intermediari	2	19	40	--	*61*
Ispettorato	2	12	18	--	*32*
Mercati	5	19	31	--	*55*
Studi Giuridici	2	5	2	--	*9*
Studi Economici	2	14	12	--	*28*
Relazioni Esterne	3	3	9	--	*15*
Consulenza Legale	4	18	14	--	*36*
Amministrazione e Finanza	3	8	36	14	*61*
Risorse	6	10	20	--	*36*
Sistemi Informativi	4	7	12	--	*23*
Altri Uffici[2]	13	17	40	--	*70*
Totale	*59*	*191*	*271*	*14*	*535*

Confronta Note metodologiche. [1] Dati al 31 dicembre 2007. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. [2] Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

In particolare sono stati assunti a ruolo a seguito di concorsi pubblici: 53 coadiutori (con laurea in discipline giuridiche ed economiche) presso la sede di Roma e 20 coadiutori presso la sede di Milano.

Sono, invece, stati assunti a contratto a tempo determinato, a seguito di apposite selezioni espletate ai sensi della speciale normativa in materia di cui alla delibera n. 11412/1998, 8 funzionari e un coadiutore.

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; in particolare sono stati assunti e destinati alla sede di Roma 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.

Nel 2007 sono stati sottoscritti accordi negoziali concernenti modifiche al "Trattamento giuridico ed economico del personale".

Sono state fortemente potenziate le attività di formazione del personale Consob in ragione del profondo cambiamento del quadro normativo di riferimento.

Hanno preso avvio alcuni progetti, che saranno pienamente sviluppati nel 2008, per la realizzazione di corsi di formazione in house *con il coinvolgimento diretto di esperti esterni.*

In conformità agli indirizzi maturati in ambito Cesr, che prevedono l'adozione di 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 si è registrato un notevole incremento del 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). Nel 2007 sono state istruite e autorizzate 7 domande di congedo straordinario a valere su 11 richieste avanzate a partire dal 2003. Sono, inoltre, in corso di istruttoria 2 ulteriori richieste che dovrebbero essere autorizzate nel 2008.

La partecipazione dei dipendenti della Consob ai dottorati di ricerca ha riguardato nel tempo il 2,1 per cento del personale dell'Istituto (coadiutori e funzionari di 2ª); la percentuale di risorse in congedo straordinario aumenta al 3,5 per cento se consideriamo soltanto i dipendenti con qualifica di coadiutore e di funzionario di 2ª (315 unità, pari al 59 per cento dell'intero organico). Per quanto riguarda le materie oggetto dei dottorati, il 64 per cento ha riguardato materie giuridiche e il restante 36 per cento materie economiche.

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 forte criticità dal momento che il fenomeno ha interessato soprattutto dipendenti assegnati, con funzioni istruttorie, a unità organizzative istituzionali prevalentemente dedicate ad attività di vigilanza. Inoltre, il collocamento in congedo straordinario retribuito per motivi di studio rende indisponibili posti nella pianta organica pur mantenendo a carico dell'Istituto gli oneri retributivi, assicurativi, previdenziali e fiscali (che ammontano a circa 900 mila euro).

Il radicale cambiamento del quadro normativo e l'evoluzione dei mercati finanziari 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 che consenta di identificare le attività su cui focalizzare l'azione di vigilanza, ottimizzando l'uso delle risorse umane e degli strumenti disponibili (*risk-based approach*); 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 diverse innovazioni sotto il profilo organizzativo. In particolare, è stata creata un'unità organizzativa specializzata nelle attività ispettive 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 poi istituita una specifica funzione per le attività di analisi di impatto della regolamentazione che fornisce il proprio contributo nella fase preliminare di elaborazione di ipotesi di regolamentazione.*

3. Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education

Nel corso del 2007 è stato notevole l'impegno dedicato dalla Consob alle relazioni con l'esterno e all'attività di *investor education*. Gli importanti mutamenti normativi intervenuti nel corso dell'anno hanno comportato la necessità di potenziare gli strumenti di comunicazione con il pubblico e con i risparmiatori.

Il sito internet istituzionale si conferma lo strumento centrale dell'attività di comunicazione della Consob. Il numero elevato di accessi al sito conferma l'importanza che questo strumento ha assunto nei confronti degli operatori, che lo consultano frequentemente per acquisire informazioni sulla regolamentazione, sui provvedimenti della Consob e sugli intermediari abilitati (Tav. 42).

Tav. 42

Accessi alle pagine del sito internet

Pagine	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Home Page (Novità)	829.385	953.900	1.563.957	2.040.414	2.674.672	2.130.146
Per i risparmiatori	102.159	144.333	156.023	158.124	303.315	343.988
Per gli operatori[1]	—	70.573	69.071	101.098	358.795	367.472
La Consob	121.688	118.407	157.075	229.123		846.986
Emittenti	1.014.943	2.214.855	2.567.876	2.811.214	3.936.630	2.791.044
Intermediari e mercati	262.218	189.417	234.561	289.627	889.495	1.690.854
Decisioni della Consob/Bollettino[2]	416.423	387.879	421.345	519.469	596.785	695.790
Regolamentazione	555.583	430.937	501.071	727.141	955.965	2.116.752
Pubblicazioni e comunicati	438.993	451.318	495.005	521.198	634.400	750.300
Altri siti	30.148	27.122	29.087	14.098	17.980	9.716
Motore di ricerca unico	242.315	223.459	245.013	275.192	276.195	313.236
Aiuto e mappa del sito	63.927	64.543	72.354	89.210	25.125	26.300
Versione in lingua inglese	200.237	132.605	136.357	141.498	428.925	296.892

[1] Sezione inserita nel corso dell'anno 2003. [2] Nel corso del 2007 il Bollettino è diventato elettronico e la sezione ha cambiato denominazione.

Nel corso dell'anno, la Consob ha partecipato come di consueto al Forum della Pubblica Amministrazione, un'occasione di incontro diretto con il pubblico, e alla manifestazione Com-Pa (Salone europeo della comunicazione pubblica dei servizi al cittadino e alle imprese) per far conoscere le funzioni svolte dall'Istituto e gli strumenti utilizzati e per acquisire indicazioni sulle aspettative e sui bisogni informativi dei risparmiatori.

Sono stati organizzati, inoltre, convegni e seminari mirati ad accrescere il livello di cultura finanziaria degli investitori e la capacità di scelta consapevole fra i molteplici investimenti disponibili.

Nel 2007 si sono tenuti alcuni incontri fra la Consob e le associazioni rilevanti a livello nazionale rappresentate all'interno del Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti. Durante gli incontri è stata prestata attività di supporto informativo volta a incoraggiare la partecipazione delle associazioni dei consumatori a procedure di consultazione, originate da organismi comunitari e dalla Consob e finalizzate all'adozione di provvedimenti normativi.

Intensa è stata l'attività di risposta alle richieste di documentazione e informazione riguardanti l'attività dell'Istituto (Tav. 43).

Tav. 43

Richieste di documentazione e informazioni relative all'attività dell'Istituto

	Richiedenti			Oggetto della richiesta				
	Investitori e operatori istituzionali	Risparmiatori, studenti e altri soggetti	*Totale*	Delibere, comunicazioni, prospetti	Testi integrati di leggi e regolamenti	Dati e informazioni	Altro	*Totale*
1997	673	441	*1.114*	451	367	286	10	*1.114*
1998	597	448	*1.045*	427	300	300	18	*1.045*
1999	540	475	*1.015*	310	290	300	115	*1.015*
2000	1.460	1.158	*2.618*	588	379	1.261	390	*2.618*
2001	782	1.407	*2.189*	365	112	1.259	453	*2.189*
2002	655	922	*1.577*	182	79	1.092	224	*1.577*
2003	365	1.114	*1.479*	149	6	1.007	317	*1.479*
2004	247	1.277	*1.524*	182	48	1.024	270	*1.524*
2005	298	1.542	*1.840*	192	53	1.397	198	*1.840*
2006	153	1.306	*1.459*	145	20	1.216	78	*1.459*
2007	185	1.463	*1.648*	50	470	995	133	*1.648*

I dati evidenziano un forte incremento delle richieste aventi ad oggetto testi integrati di leggi e regolamenti. Numerose, inoltre, sono state le richieste pervenute attraverso lo "sportello telefonico" impegnato a soddisfare esigenze informative di varia natura provenienti dagli operatori e dai risparmiatori.

Nel corso dell'anno sono state realizzate due importanti iniziative di *investor education*.

La prima iniziativa riguarda il rapporto esistente fra gli intermediari e i clienti nella prestazione dei servizi di investimento alla luce del nuovo quadro normativo disegnato dalla direttiva comunitaria Mifid. Obiettivo dell'iniziativa è quello di presentare, con un linguaggio sintetico e immediato, la nuova disciplina, soffermandosi sulle tutele previste per i risparmiatori e, in particolare, sugli obblighi posti a carico delle imprese di investimento e degli intermediari bancari. L'iniziativa è stata presentata in concomitanza con l'entrata in vigore (novembre 2007) della nuova disciplina comunitaria, a testimonianza dell'impegno della Consob ad affiancare ai tradizionali compiti di vigilanza, efficaci strumenti di comunicazione con i risparmiatori.

La seconda iniziativa riguarda la funzione del risparmio e le regole fondamentali di investimento. Lo scopo dell'iniziativa è quello di sottolineare che la realizzazione di un investimento deve essere il risultato dell'analisi di preferenze ed esigenze finanziarie, passando attraverso l'assunzione di informazioni, l'instaurazione di un rapporto corretto con l'intermediario e l'adozione di opportune cautele. Si tratta di un percorso scandito da regole semplici e immediate che formano una sorta di decalogo da verificare prima di investire.

4. Lo sviluppo del sistema informativo

Nel corso del 2007 è continuata l'attività di adeguamento della piattaforma *hardware* e *software* ai più recenti standard tecnologici.

In particolare, è proseguita l'azione di potenziamento e aggiornamento della server farm *e della rete telematica per assicurare servizi informativi più elevati: i) agli utenti interni alla Consob affinché, attraverso gli strumenti aziendali a loro disposizione, possano esercitare al meglio le attività istituzionali con riguardo a quelle relative alla vigilanza; ii) agli utenti che dall'esterno accedono alle applicazioni a loro dedicate; iii) agli investitori e ai risparmiatori che utilizzano i servizi di informazione messi a disposizione attraverso il sito web istituzionale.*

*Sono state, inoltre, revisionate e analizzate le attuali architetture ICT (*Information Comunication Technology*) che proseguiranno nel 2008. L'attività di analisi e revisione è finalizzata a definire le linee guida di sviluppo tecnologico e organizzativo che consentiranno all'Istituto di migliorare, secondo criteri di flessibilità, l'attuale infrastruttura tecnologica verso un modello idoneo a sostenere gli sviluppi strategici della Consob.*

Nel 2007 è stato realizzato ed è diventato attivo il sistema di *Transaction Reporting* nazionale per l'attuazione dell'obbligo (ai sensi della direttiva Mifid) per gli intermediari di segnalare alla Consob le operazioni effettuate su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione Europea.

*Il sistema consente alle Autorità europee di scambiarsi i dati necessari a migliorare l'attività di sorveglianza sui mercati. In particolare, i dati vengono separati e scambiati, con adeguati meccanismi di sicurezza, attraverso l'*Hub *centrale del Cesr.*

In ambito internazionale, inoltre, sono state definite politiche comuni per facilitare l'interscambio delle informazioni di vigilanza sulle transazioni su titoli mobiliari. L'attività svolta dai gruppi di lavoro organizzati dal Cesr ha determinato un insieme di progetti volti a migliorare l'attuale sistema di Transaction Reporting *integrato con nuove funzionalità.*

Infine, particolare attenzione è stata riservata alla "*business continuity*" attraverso un più ampio *disaster recovery*, che consente di replicare i dati tra le Istituzioni, in sedi fisicamente lontane, coinvolte nei processi di vigilanza.

PAGINA BIANCA

C

APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE

PAGINA BIANCA

INDICE DELLE TAVOLE

Tav. A.1 *Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società italiane quotate*

Tav. A.2 *Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice amministrativo*

Tav. A.3 *Impugnazioni di sanzioni amministrative presentate avanti al giudice ordinario*

Tav. A.4 *Impugnazioni presentate avanti alle Corti d'Appello avverso sanzioni per abusi di mercato*

Tav. A.5 *Azioni contro la Consob per risarcimento danni*

PAGINA BIANCA

Tav. A.1

Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società italiane quotate[1]
(valori monetari in milioni di euro)

	Volontarie		Preventive[2]		Incrementali[3]		Successive		Residuali		Su azioni proprie		*Totale*	
	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	*N° operazioni*	*Controvalore*
1992	5	611	--	--	--	--	2	11	--	--	--	--	*7*	*622*
1993	2	850	2	543	--	--	3	12	5	7	--	--	*12*	*1.412*
1994	2	72	1	1.947	--	--	11	832	6	23	--	--	*20*	*2.874*
1995	4	75	--	--	--	--	8	975	9	24	--	--	*21*	*1.074*
1996	6	264	2	213	1	53	9	161	10	14	--	--	*28*	*705*
1997	5	378	2	234	1	4	7	376	8	27	--	--	*23*	*1.019*
1998	2	96	2	1.658	1	126	6	102	3	23	--	--	*14*	*2.005*
1999	4	631	8	53.292	--	--	8	640	2	5	--	--	*22*	*54.568*
2000	7	4.299	8	4.878	--	--	6	2.734	7	218	--	--	*28*	*12.129*
2001	4	171	2	726	--	--	7	5.573	11	196	--	--	*24*	*6.666*
2002	10	3.724	4	809	--	--	4	26	5	44	1	709	*24*	*5.312*
2003	8	5.837	4	7.359	--	--	6	174	8	356	--	--	*26*	*13.726*
2004	4	142	--	--	--	--	10	293	3	79	1	2	*18*	*516*
2005	4	16.593	1	11	--	--	12	3.007	4	82	1	148	*22*	*19.841*
2006	2	878	--	--	--	--	10	6.046	5	480	--	--	*17*	*7.404*
2007	3	3.641	1	633	--	--	11	946	3	76	--	--	*18*	*5.296*

Fonte: archivio Consob su documenti di offerta e avvisi della Borsa Italiana Spa. [1] Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno antecedente l'annuncio dell'operazione. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. [2] Il numero di operazioni include le offerte concorrenti. [3] Tipologia prevista dalla legge 149/1992 e non dall'attuale disciplina del Tuf.

Tav. A.2

Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice amministrativo
(2005-2007)

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2007	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
		ANNO 2005		
Promotori	2	sospensione cautelare	respinto (2)	
Banche	1	diniego accesso atti	parzialmente accolto	parzialmente accolto appello Consob
Sgr	1	diniego accesso atti	respinto	
Società quotata	2	provvedimenti ex art. 114 Tuf (1)	respinta sospensiva	
		accertamento interposizione di persona[1] (1)	rinunciato	
Società non quotata	2	divieto sollecitazione	in corso (1)	
			rinunciato (1)	
Controllante società quotata	1	fissazione prezzo Opa residuale	accolto	
Esponenti società quotata	1	accertamento patto occulto[2]	rinunciato	
Esponenti società quotata esponenti società non quotata società non quotata	1	qualificazione offerta e risarcimento danni	respinto	
Azionisti società quotata	10	accertamento patto occulto[3] (7)	in corso (6)	
			rinunciato (1)	
		documento Opa (1)	in corso	
		sospensione Opa e Opsc (1)	rinunciato	
		fissazione prezzo Opa residuale (1)	respinto	
Associazione consumatori	3	documento Opsc (1)	respinto	
		rifiuto diffida Opsc (1)	respinto	respinto appello ricorrente
		diniego sospensione Opsc (1)	respinto	
Gestore estero di fondi	1	accertamento interposizione di persona[4]	respinto	
Società di revisione	1	diniego accesso atti	respinto	
Totale	*26*			

--- *Segue* ---

--- Seguito Tav. A.2 ---

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2007	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
		ANNO 2006		
Promotori	1	sospensione sanzionatoria	respinta sospensiva	
Esponenti aziendali Sgr	1	diniego accesso atti	respinto	accolto appello ricorrente
Società quotata	1	accertamento patto parasociale non dichiarato	in corso	
Società non quotata	1	delibera di impugnazione del bilancio	in corso	
Azionista società non quotata e società non quotata	1	sanzione pecuniaria	respinto	
Azionista società quotata	1	nulla osta Opa	respinta sospensiva	respinto appello ricorrente
Azionista società non quotata	1	nulla osta Opa	respinta sospensiva	
Revisore	3	intimazione di non avvalersi di socio	in corso (3)	
Società di revisione	1	intimazione di non avvalersi di socio	in corso	
Totale	*11*			
		ANNO 2007		
Promotori	1	sospensione cautelare	respinta sospensiva	
Esponenti aziendali Sim	1	liquidazione coatta amministrativa	respinto	in corso
Società quotata, società non quotata e altro	4	regolamento Consob	respinto (4)	
Società quotata	1	delibera di impugnazione di bilancio	in corso	
Altro	1	divieto sollecitazione	respinto	
Revisore	1	intimazione di non avvalersi di socio	in corso	
Totale	*9*			

[1] La medesima delibera è stata impugnata, con autonomo ricorso, anche da un gestore estero di fondi di investimento. [2] Avverso la medesima delibera sono stati presentati anche sei ricorsi da parte di azionisti di una società quotata. [3] Avverso il medesimo provvedimento hanno presentato ricorso, con un unico atto, 17 esponenti di una società quotata. [4] La medesima delibera è stata impugnata anche da una società quotata.

Tav. A.3

Impugnazioni di sanzioni amministrative presentate avanti al giudice ordinario
(2005-2007)

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2007	
				Primo grado	Ricorso in Appello o in Cassazione[1]
ANNO 2005					
Promotori	7	Tribunale	radiazione (2)	accolto (1)	
				respinto (1)	
			sospensione sanzionatoria (4)	respinto (3)	in corso App. (1)
				ridotta sanzione (1)	
			sospensione cautelare[2] (1)	respinto	
Banche	6	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto (5)	in corso Cass. (4)
				ridotta sanzione (1)	in corso Cass.
Esponenti aziendali banche	121[3]	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto (96)	in corso Cass. (27)
				accolto (21)	in corso Cass. (20)
				ridotta sanzione(4)	in corso Cass. (1)
Esponente società quotata	1	Corte d'Appello	pecuniaria	parzialmente accolto	
Società non quotata	2	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto (1)	in corso
				accolto (1)	in corso
Esponente società non quotata e società non quotata	1	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto	in corso
Totale	*138*				
ANNO 2006					
Promotori	6	Corte d'Appello (1)	radiazione	respinto	
		Tribunale (5)	radiazione (1)	respinto	
			sospensione sanzionatoria (3)	accolto (2)	
				in corso (1)	
			revoca riammissione all'albo (1)	respinto	
Banche	1	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto	
Esponenti aziendali banche	16[4]	Corte d'Appello	pecuniaria	accolto (1)	in corso Cass.
				respinto (15)	
Società non quotata	1	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto	
Esponente società quotata	1	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto	
Esponente società non quotata	1	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto	
Esponente società non quotata e società non quotata	4	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto (4)	
Totale	*30*				

--- *Segue* ---

--- Seguito Tav. A.3 ---

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2007	
				Primo grado	Ricorso in Appello o in Cassazione[1]
ANNO 2007[5]					
Promotori	9	Corte d'Appello (8)	radiazione (2)	respinto (1)	
				in corso (1)	
			sospensione sanzionatoria (5)	respinto (3)	
				in corso (2)	
			sospensione cautelare (1)	in corso	
		Tribunale (1)	sospensione sanzionatoria	in corso	
Banche	2	Corte d'Appello	pecuniaria	accolto (1)	
				in corso (1)	
Esponenti aziendali banche	2[6]	Corte d'Appello	pecuniaria	in corso (2)	
Esponenti aziendali Sim	12[7]	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto (1)	
				in corso (11)	
Sgr	1	Corte d'Appello	pecuniaria	in corso	
Azionista società quotata ed esponente società quotata	8	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto (3)	
				in corso (5)	
Società quotata ed esponenti società quotata	13	Corte d'Appello	pecuniaria	in corso (13)	
Esponenti società quotata	1	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto	in corso
Società non quotata ed esponenti società non quotata	1	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto	
Esponente società non quotata	2	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto (1)	in corso
				in corso (1)	
Altro[8]	7	Corte d'Appello	pecuniaria	in corso (7)	
Totale	*58*				

[1] A seguito delle modifiche introdotte ad opera del d.lgs. 2 febbraio 2006, n. 40, le sentenze dei tribunali che decidono le opposizioni a sanzioni amministrative sono impugnabili in Appello (e non più solo ricorribili per Cassazione). [2] Il medesimo ricorso è stato presentato anche al Tar del Lazio. [3] Gli opponenti sono in totale 574; tra essi figurano anche 18 banche, che hanno proposto opposizione congiuntamente a propri esponenti aziendali e dipendenti; 2 banche e 33 persone fisiche, autrici di 13 opposizioni, hanno impugnato il medesimo decreto sanzionatorio avanti a due diverse Corti d'Appello. [4] Gli opponenti sono in totale 66; tra essi figura anche una banca, che ha proposto opposizione congiuntamente a propri esponenti aziendali e dipendenti. [5] Sanzioni applicate ai sensi dell'art. 195 del Tuf [6] Gli opponenti sono in totale 53; entrambi i ricorsi sono stati presentati anche dalle banche di appartenenza delle persone fisiche sanzionate. [7] Gli opponenti sono in totale 37; in quattro casi, il ricorso è stato presentato dalle Sim unitamente ai loro esponenti e dipendenti. [8] Trattasi di responsabile dell'illecito previsto dall'art. 187-*quinquiesdecies* del Tuf ("Tutela dell'attività di vigilanza della Consob"); tale illecito è sanzionato con la procedura prevista dall'art. 195 del Tuf. Quattro dei sette ricorsi considerati concernono delibere sanzionatorie con le quali l'illecito previsto dall'art. 187-*quinquiesdecies* è stato sanzionato unitamente a illeciti di manipolazione (ai quali si applica la speciale procedura sanzionatoria prevista dall'art. 187-*septies* del Tuf); tre di essi riguardano esclusivamente la sanzione applicata per il ritardo all'esercizio alle funzioni di vigilanza della Consob.

Tav. A.4

Impugnazioni presentate avanti alle Corti d'Appello avverso sanzioni per abusi di mercato[1]
(2007)

Tipologia illecito	Ricorsi	Tipologia ricorrente	Tipologia sanzione[2]	Esito al 31 dicembre 2007	
				Primo grado	Ricorso in Cassazione
Manipolazione ex art. 187-*ter*, comma 1	8	persona fisica (4)	pecuniaria più incapacità pecuniaria (3)	ridotta sanzione (1)	
				respinto (2)	
			pecuniaria più perdita temporanea requisiti di onorabilità più incapacità temporanea (1)	in corso	
		persona giuridica responsabile ex art. 187-*quinquies* (4)	pecuniaria	ridotta sanzione (2)	
				in corso (2)	
Manipolazione ex art. 187-*ter*, comma 3, lett. *c)*	1	persona fisica	pecuniaria più perdita temporanea requisiti di onorabilità più incapacità temporanea	in corso	
Insider trading ex art. 187-*bis*, comma 4	7	persona fisica	pecuniaria più perdita temporanea requisiti di onorabilità più incapacità temporanea più confisca del prodotto dell'illecito	in corso (7)	
	Totale 16				

[1] Sanzioni applicate ai sensi dell'art. 187-*septies* del Tuf. [2] Per "incapacità temporanea" si intende la sanzione accessoria prevista dall'art. 187-*quater* del Tuf e per "perdita temporanea requisiti onorabilità" la sanzione accessoria prevista dalla medesima norma.

Tav. A.5

Azioni contro la Consob per risarcimento danni[1]

1996-2000[2]	2001	2002	2003[3]	2004	2005	2006	2007	Motivi	Esito al 31 dicembre 2007
Cliente di intermediario									
16	--	--	29	59	125	194	224	Omissione attività di controllo	In corso; 89 sentenze favorevoli 1° grado; 1 sentenza sfavorevole in appello; 3 sentenze favorevoli in appello
2	4	--	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	In corso[4]; 1 sentenza favorevole; 1 sentenza di 1° grado sfavorevole pendente in appello
2	--	--	--	--	--	--	--	Diffamazione	Estinto esito favorevole
Fallimento Sim									
1	--	--	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo	Sentenza favorevole di 2° grado passata in giudicato
Sim									
1	--	--	--	1	--	--	--	Omissione attività di controllo - chiamata in causa ex art. 106, c.p.c.	Sentenza favorevole di 3° grado passata in corso
1	--	--	--	--	1	--	--	Diniego estensione autorizzazione/iscrizione Albo Sim	1 ricorso in Cassazione avverso una sentenza favorevole di appello; 1 sentenza favorevole – proposto appello
1	--	--	--	2	--	--	--	Comportamento illegittimo nell'attività di vigilanza	1 sentenza favorevole di 1° grado passata in giudicato; 1 in corso
Azionista di società quotata									
1	--	--	--	--	--	--	--	Illegittimità dell'esonero Consob dall'obbligo di promuovere Opa	Sentenza favorevole di 2° grado passata in giudicato
1	2	1	--	1	--	1	--	Omissione attività di controllo	In corso[5]; 1 sentenza 1° grado favorevole pendente in appello; in corso
Cliente di agente di cambio									
1	--	--	--	--	--	--	--	Fatto illecito dipendente - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	Respinta domanda di risarcimento in Cassazione
4	--	--	--	1	1	--	--	Omissione attività di controllo	In corso
Fallimento agente di cambio									
--	--	--	1	--	1	--	--	Omissione attività di controllo	In corso
Cliente di agente di cambio e Sim									
1	--	--	--	--	1	--	--	Omissione attività di controllo	Estinta sentenza favorevole di 1° grado
Cliente di società fiduciaria									
1	1	--	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo	In corso; 1 sentenza favorevole in 2° grado - proposto ricorso per Cassazione
Cliente di promotore									
8	--	5	--	--	--	--	1[6]	Omissione attività di controllo	In corso; respinta una domanda di risarcimento con sentenza passata in giudicato; 3 giudizi estinti per rinuncia agli atti

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.5 ---

1996-2000[2]	2001	2002	2003[3]	2004	2005	2006	2007	Motivi	Esito al 31 dicembre 2007
					Promotore				
--	1	1	--	--	--	--	--	Illegittima cancellazione	1 sentenza favorevole
					Consulente di società quotata				
--	--	--	--	1	--	--	--	Omissione attività controllo – chiamata in causa ex art. 106 c.p.c.	Sospeso
					Altro				
--	--	--	--	1	--	--	--	Comportamento illegittimo nell'attività di accertamento ex art. 185 Tuf	In corso
					Totale				
41	*8*	*7*	*30*	*66*	*129*	*195*	*225*		

[1] Alle azioni riportate si aggiunge un ricorso ex art. 700 c.p.c. promosso da un intermediario al fine di ottenere l'inibitoria dell'attività sanzionatoria avviata dalla Consob. Inoltre, nel corso del 1999, è stato proposto appello avverso 3 sentenze che hanno respinto 3 domande di risarcimento proposte nel 1994 e nel 1995 da clienti di intermediari. [2] Con riguardo a 3 contenziosi, rispettivamente instaurati nel 1999 e 2000, promossi innanzi al giudice amministrativo le Sezioni Unite della Cassazione hanno dichiarato la giurisdizione del giudice ordinario avanti al quale gli stessi sono stati riassunti. [3] Nel corso del 2003 la Cassazione ha respinto il ricorso presentato avverso la favorevole sentenza emessa nel 2000 dalla Corte d'Appello di Milano, che aveva rigettato un'azione di risarcimento danni formulata nel 1994 dal cliente di una Sim. [4] In un caso la Consob si è a sua volta costituita parte civile nei confronti degli imputati. [5] Due delle domande presentate nei confronti della Consob nel corso del 2002 non contengono richieste di risarcimento, bensì formulano al giudice civile una richiesta di condanna dell'Istituto, a un facere, consistente nell'adozione di provvedimenti amministrativi. Sempre nel corso del 2002 è stato proposto appello avverso 2 sentenze che hanno respinto altrettante domande di risarcimento proposte, rispettivamente nel 1996 da un intermediario e nel 1997 dai clienti di un intermediario. [6] La Consob è stata citata quale responsabile civile in un procedimento penale ed esclusa a seguito di richiesta ex art. 86 c.p.p.

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

Nelle tavole del testo e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

-- rilevazione quantitativa nulla;

— fenomeno non esistente;

.... fenomeno esistente ma dati non noti;

.. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla Consob nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

Figg. 1, 3, 4, 5, 7, 8

I grandi gruppi quotati sono rappresentati da un campione "chiuso" di 30 gruppi per i quali è disponibile una serie completa di bilanci dal 1998 al 2007 e censiti nell'annuario R&S di Mediobanca. Si tratta di un campione che copre quasi tutto il panorama del listino di borsa per ciò che riguarda i settori dei servizi e dell'industria. I gruppi considerati sono i seguenti (tra parentesi sono indicate le principali quotate consolidate nel bilancio 2007): Enel (dal 2005 viene considerata a parte Terna che non è più consolidata in Enel), Eni (Snam Rete Gas, Saipem), Atlantia (ex Autostrade), Telecom, Ifi (Ifil, Juventus; dal 2004 viene considerata a parte Fiat che non è più consolidata in Ifi), Edizione Holding (Autogrill, Benetton), Aurelia (Autostrada TO-MI, Sias), Italmobiliare (Italcementi), Luxottica, Alitalia, Aem, Fininvest (Mondatori, Mediaset), Edison, Erg, Acea, Pirelli & C., Cofide (Cir, L'Espresso, Sogefi), Buzzi Unicem, Tenaris (fino al 2000 i dati sono riferiti a Dalmine, revocata dalla quotazione nel 2003), Impregilo, Intek (fino al 2006 i dati sono riferiti a Gim, incorporata in Intek nel 2007, che acquisisce il controllo di KME Group, ex Smi), Rcs MediaGroup, Finmeccanica, Caltagirone (Cementir, Vianini Industrie, Vianini Lavori e, a partire dal 2004, Caltagirone Editore), Indesit Company (ex Merloni), Bulgari, Davide Campari, Snia (dal 2004 viene considerata a parte Sorin, nata da uno scorporo da Snia). Per rendere omogenea la serie storica dei bilanci del gruppo Telecom è stato considerato anche il gruppo Seat Pagine Gialle (prima consolidato in Telecom). In alcuni casi è stato preso in considerazione il bilancio consolidato della *holding* capogruppo anche se non quotata (in particolare, per Fininvest, Edizione Holding e Aurelia).

Tavv. 1, 2, 3, 4, Fig. 20

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta,

nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *green shoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;

- l'ammontare complessivo dell'offerta tiene altresì conto delle azioni cedute in virtù di accordi precedenti alla quotazione;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *green shoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, e in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote *post* offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista;
- la determinazione della quota dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo a un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;
- le azioni senza diritto di voto vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione.

Tav. 4

Sono comprese le partecipazioni degli *sponsor* e dei soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o dei soggetti controllanti o controllati dagli stessi, nelle società ammesse a quotazione e/o nelle società che le controllano.

Sono compresi i rapporti creditizi esistenti alla data dell'offerta fra gli *sponsor* e i soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o i soggetti controllanti o controllati dagli stessi, e le società ammesse a quotazione o le loro controllate.

Nell'ambito dei rapporti creditizi non si considerano le operazioni relative a crediti commerciali, nonché quelle in cui non è stato possibile determinare la quota dei finanziamenti erogati; solo in alcuni casi, particolarmente rilevanti, si è tenuto conto del dato relativo ad affidamenti non utilizzati.

Non si considerano le opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni detenute dai predetti soggetti ai fini della rilevazione dei rapporti partecipativi.

Figg. 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, Tavv. 11, 12

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari italiani: Intesa SanPaolo, Unicredit, MPS, BNL, Mediobanca, UBI, Banco Popolare e Banca Antonveneta. Si tratta di un campione che rappresenta sostanzialmente i 2/3 dell'intero sistema bancario italiano in termini di totale attivo. Per gli anni precedenti al 2007 sono comprese le principali banche italiane successivamente confluite nei gruppi bancari considerati (per gli anni 2003-2004 è escluso quindi il gruppo tedesco HVB, consolidato nel gruppo Unicredit a partire dal 1° novembre 2005).

Fig. 48

Il margine di interesse include il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse, i dividendi su partecipazioni e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. I ricavi da intermediazione mobiliare comprendono i profitti da operazioni finanziarie (ovvero, a partire dai bilanci 2005 redatti secondo i principi Ias/Ifrs, il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie) e le commissioni nette per servizi di investimento e gestioni collettive (inclusa la negoziazione di valute, la consulenza, la custodia e l'amministrazione titoli, i servizi di banca depositaria e il collocamento di prodotti e servizi assicurativi). Le commissioni nette da servizi bancari comprendono le commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, per servizi di incasso e pagamento, e le commissioni nette su conti correnti, carte di credito e Bancomat. La voce "altre commissioni nette" comprende le commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie.

I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e altri prodotti finanziari e assicurativi (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in conto terzi comprendono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi comprendono essenzialmente le commissioni nette da consulenza e da custodia e amministrazione titoli.

Figg. 62, 67, 68, 69, 70, 71

La *Multifinanziaria Retail Market 2007* è un'indagine campionaria realizzata dalla società GFK Eurisko Srl somministrando a fine 2007 un questionario a un campione di 2.525 nuclei familiari con decisore finanziario di età compresa fra 18 e 74 anni (sono esclusi dall'indagine i dipendenti di banche e assicurazioni e i consulenti finanziari); il decisore finanziario è la persona che guadagna di più nella famiglia (se nessuno lavora è l'uomo più anziano; se non ci sono uomini è la donna più anziana). Le statistiche riportate nelle figure sono stime riferite all'intera popolazione inferite dai dati campionari applicando pesi determinati dalla stessa GFK Eurisko Srl.

Fig. 75

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

1) *Giudizio con rilievi.* Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili; errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.

2) *Giudizio negativo.* Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro

applicazione o inadeguatezza dell'informazione, sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.

3) *Impossibilità a esprimere un giudizio per gravi limitazioni.* Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.

4) *Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze.* In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

Tavv. 40, 41

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1ª, Funzionario di 2ª. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.

INDICE GENERALE

Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario

1. *Le turbolenze finanziarie e i mercati mobiliari*
2. *La tutela delle minoranze azionarie e la regolamentazione dei conflitti di interessi*
3. *Gli intermediari e il risparmio gestito nel nuovo quadro definito dalla MiFID*
4. *La strategia regolamentare e di vigilanza della Consob*
5. *Conclusioni*

NOTE DEL DISCORSO

Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze

A. *LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO*

I. IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE

1. *L'evoluzione del quadro normativo*
   - 1.1. *Lo scenario europeo*
   - 1.2. *Le misure di attuazione della MiFID*
   - 1.3. *L'attuazione della legge sul risparmio*
2. *L'evoluzione del quadro economico e finanziario*
   - 2.1. *Lo scenario macro-economico e l'impatto della crisi dei* subprime
   - 2.2. *Le prospettive per i mercati finanziari*
   - 2.3. *L'integrazione fra la Borsa Italiana e il* London Stock Exchange
   - 2.4. *Le tendenze nell'allocazione e gestione del risparmio in Italia*

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

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

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

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

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

3. Le nuove aree di vigilanza della Consob

3.1. La vigilanza di trasparenza sui prodotti finanziario-assicurativi

3.2. La vigilanza sul governo societario nel modello dualistico di amministrazione e controllo

3.3. I controlli di qualità sulle società di revisione

4. L'attività sanzionatoria

5. I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e il contenzioso

5.1. Le segnalazioni di ipotesi penalmente rilevanti e la collaborazione informativa

5.2. Il contenzioso

III. LE LINEE DI INDIRIZZO DELL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. Gli indirizzi nell'attività regolamentare

1.1. La regolamentazione attuativa delle direttive Opa, Transparency *e prospetto*

1.2. Gli orientamenti interpretativi

2. Gli indirizzi nell'azione di vigilanza

2.1. I controlli sugli intermediari

2.2. I controlli sui mercati

2.3. I controlli su prodotti e gli strumenti finanziari

2.4. I controlli sull'informativa societaria e la revisione contabile

3. I rapporti con i consumatori

3.1. L'attività di investor education

3.2. Le procedure di arbitrato e di conciliazione

4. Le risorse umane e l'assetto organizzativo

NOTE

B. *L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO*

I. LE SOCIETÀ

1. *La struttura finanziaria e la redditività*
2. *I flussi finanziari*
3. *La qualità del credito*
4. *La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa*
5. *Le operazioni di acquisizione e fusione*

II. I MERCATI

1. *La congiuntura economica e i mercati azionari*
2. *Il mercato degli strumenti finanziari derivati*
3. *Il mercato dei* covered warrants *e dei* certificates
4. *Il mercato obbligazionario*
5. *Il mercato delle* asset backed securities *e dei* covered bonds

III. GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE

1. *La struttura del settore dell'intermediazione mobiliare*
2. *I principali gruppi bancari*
3. *Gli investitori istituzionali*
4. *Le famiglie*

C. *L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB*

I. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

1. *L'informativa societaria*
2. *L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e finanza straordinaria*
3. *L'informativa in sede assembleare*
4. *L'informativa contabile*
5. *Le società di revisione*

II. LA VIGILANZA SUI MERCATI

1. *Gli abusi di mercato*
2. *La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati*
3. *I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari*

III. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

1. *Banche, Sim e agenti di cambio*
2. *Le società di gestione del risparmio*
3. *I promotori finanziari*

IV. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

1. *L'attività sanzionatoria*
2. *I provvedimenti in materia di abusi di mercato*
3. *I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari*
4. *I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione*

V. L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

1. *La disciplina degli emittenti*
2. *La disciplina dell'informativa societaria continua*
3. *La disciplina delle società di revisione e dell'informativa contabile*
4. *La disciplina dei mercati*
5. *La disciplina degli intermediari*

VI. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

1. *La cooperazione internazionale*
2. *L'attività nell'ambito dell'Unione Europea*
3. *L'attività nell'ambito del* Committee of the European Securities Regulators *(Cesr)*
4. *L'attività nell'ambito dell'*International Organization of Securities Commissions *(Iosco)*

VII. I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. *Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza*
2. *La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto*

VIII. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

1. *La gestione finanziaria*
2. *La gestione delle risorse umane*
3. *Le relazioni con l'esterno e l'attività di* investor education
4. *Lo sviluppo del sistema informativo*

D. ***APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE***

Indice delle tavole

Tavole statistiche

Note metodologiche

PAGINA BIANCA

OSSERVAZIONI SULLA RELAZIONE ANNUALE DELLA CONSOB PER L'ATTIVITA' SVOLTA NEL CORSO DELL'ANNO 2008

Ai sensi dell'art. 1, comma 13, del d.l. 8 aprile 1974 n. 95, convertito, con modificazioni, nella legge 7 giugno 1974, n. 216, la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) ha trasmesso al Ministro dell'economia e delle finanze la relazione annuale sull'attività svolta nel corso dell'anno 2008, per il successivo inoltro al Parlamento.

Il documento illustra l'attività svolta dalla Consob durante l'anno di riferimento e le linee di indirizzo lungo le quali l'Istituto intende condurre nel prossimo futuro l'azione di vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva. Come sottolineato nella sua premessa, la relazione si inserisce in "*un contesto economico ed istituzionale caratterizzato da condizioni di eccezionale instabilità ed incertezza non solo dei mercati finanziari e dell'economia reale, ma della stessa architettura di regolamentazione e vigilanza a livello mondiale*". Tenendo pertanto conto delle specificità di tale contesto, essa offre coerentemente numerosi spunti di riflessione sull'assetto istituzionale del mercato finanziario italiano, sulle sue tendenze evolutive e sul ruolo che in tale contesto assume l'autorità di vigilanza.

Naturalmente le riflessioni sull'assetto del mercato finanziario italiano non possono essere scisse dall'inquadramento nella prospettiva

comunitaria, nell'ambito di un sistema di fonti e di regole ormai in larga parte armonizzate e di un mercato che tende ad essere sempre più integrato.

La relazione si articola in tre parti principali: nella prima si esamina il contesto economico ed istituzionale all'interno del quale si è sviluppata l'attività della Consob nel corso dell'anno 2008, e si prefigurano le linee strategiche lungo le quali si muoverà l'attività futura; nella seconda si riflette approfonditamente (fornendo dati puntuali e tabelle illustrative) sulla evoluzione del quadro di riferimento relativamente alle società, ai mercati, agli intermediari e alle famiglie; la terza parte offre un quadro preciso e dettagliato sull'attività complessiva in concreto svolta dalla Consob nel corso dell'anno di riferimento. Chiude la relazione un'appendice contenente le note metodologiche per la lettura del documento.

***

L'anno 2008 è stato contrassegnato dal consolidamento degli effetti della più grave crisi finanziaria mai verificatasi a partire dal 1929, originatasi come noto nel mercato statunitense per poi diffondersi sui mercati finanziari di tutto il mondo, compresi quelli europei. La crisi ha ovviamente influenzato le attività della Consob (al pari delle altre autorità di vigilanza e dello stesso Governo), richiedendo uno sforzo supplementare teso al conseguimento, in primo luogo, di un quadro conoscitivo ampio ed accurato sull'esposizione del sistema italiano, in particolare delle imprese e

delle famiglie, rispetto ai dissesti (effettivi o potenziali) di alcune tra le principali istituzioni finanziarie operanti sul mercato mondiale.

La relazione, opportunamente, si sofferma sulle cause determinanti la predetta crisi finanziaria, rilevando che i suoi presupposti strutturali sono maturati in una fase favorevole del ciclo economico, coincisa con gli anni precedenti il 2007, allorquando si registrava una significativa espansione del credito alle famiglie ed alle imprese alimentata anche dall'affermarsi di nuovi, non adeguatamente ponderati, modelli di intermediazione bancaria, e dalla condotta non irreprensibile delle Agenzie che avrebbero dovuto curare l'assegnazione dei *rating* ai prodotti finanziari immessi sul mercato.

La crisi finanziaria in corso ha contribuito ad avviare un dibattito approfondito, e non più procrastinabile, sulle carenze regolamentari nel settore finanziario e sul ruolo delle autorità di vigilanza domestiche e sovranazionali. Si tratta di un dibattito non ancora concluso, di importanza cruciale.

Sul fronte europeo, la crisi ha mostrato come sia irrealistico pensare che un sistema di vigilanza caratterizzato dalla frammentazione tra autorità di vigilanza nazionali e dalla carenza di coordinamento tra le stesse possa rivelarsi adeguato e all'altezza rispetto ad intermediari sempre più internazionali e mercati sempre più integrati. Vanno dunque salutate con favore le recenti iniziative normative che stanno maturando in sede comunitaria e che mirano ad un ripensamento dell'assetto di vigilanza, al

fine di poter pervenire a meccanismi centralizzati di condivisione e analisi delle informazioni macroprudenziali e a forme istituzionali di stretto coordinamento nell'azione di vigilanza, attraverso la creazione di un sistema europeo di supervisori nazionali.

Queste riflessioni inducono del resto a riflettere anche sull'attuale assetto istituzionale italiano, che rispetto agli altri Paesi membri dell'Unione europea si caratterizza per un numero più elevato di autorità indipendenti tra cui sono ripartite le funzioni regolamentari e di vigilanza. La cooperazione tra autorità di vigilanza gioca un ruolo centrale per la pronta rilevazione di situazioni di anomalia e per l'adozione di interventi efficaci in chiave preventiva, piuttosto che rimediale. Su questo fronte è stato avviato in questi anni, anche grazie alle misure contenute nella Legge sul Risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262), un processo di graduale intensificazione della collaborazione tra le varie istituzioni, attraverso tra l'altro la stipulazione di protocolli d'intesa, l'adozione di regolamenti congiunti, l'istituzione di comitati di coordinamento, l'esercizio congiunto dei poteri regolamentari. Il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria, istituito il 7 marzo 2008 in occasione della firma del "Protocollo di intesa per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria", e composto dal Ministro dell'Economia e delle Finanze (che lo presiede), dal Governatore della Banca d'Italia, dal Presidente della Consob e dal Presidente dell'Isvap, rappresenta il tassello di completamento di questa infrastruttura di raccordo e collegamento.

***

Per quanto concerne l'attività regolamentare, nel corso dell'anno 2008, così come in quello immediatamente precedente, la Consob è stata chiamata a un impegno di primissimo rilievo, per fare fronte ai processi di normazione secondaria necessari alla piena attuazione delle direttive comunitarie e della legislazione interna in materia di mercati finanziari.

In un settore, quale quello finanziario, caratterizzato da un tasso di obsolescenza delle normative molto elevato a causa della continua evoluzione delle prassi di mercato, la tempestività nella definizione delle risposte regolamentari costituisce un elemento fondamentale per prevenire le situazioni di crisi e per scongiurare incertezze tra i risparmiatori e gli operatori economici.

Se è vero che il dilatarsi dei tempi per l'adozione delle nuove norme dipende dalla particolare complessità tecnica delle materie da regolamentare e dalle difficoltà connesse all'esigenza di conseguire un'equilibrata ed efficiente composizione della molteplicità degli interessi coinvolti, occorre peraltro rilevare che i tempi lunghi riscontrati per alcuni procedimenti normativi appaiono, in taluni casi, eccessivi.

Ci si riferisce in particolare: agli interventi per l'attuazione della direttiva *Transparency* (direttiva 2004/109/CE) sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni degli emittenti, che sono stati definiti solo il 1° aprile 2009, con l'adozione della delibera Consob n.

16850 recante modificazioni e integrazioni al regolamento Emittenti, a distanza di un anno e mezzo dall'emanazione del relativo decreto legislativo 6 novembre 2007, n. 195, con conseguenti censure da parte della Commissione europea per il ritardo nel recepimento della direttiva; agli interventi per l'attuazione della direttiva OPA (direttiva 2004/25/CE) sulle offerte pubbliche di acquisto, non ancora realizzati nonostante l'avvenuto recepimento della direttiva comunitaria nell'ordinamento italiano ad opera del decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229; alla disciplina di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate, che avverrà – almeno secondo gli auspici formulati nella relazione – entro la fine del primo semestre del 2009, a distanza di più di 4 anni dall'introduzione della norma (nel dicembre 2004) e al termine di un iter caratterizzato da una prolungata "doppia" consultazione con il mercato.

L'occasione per una verifica in ordine alle procedure normative potrebbe essere l'emanazione di un regolamento sui principi che governano i procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali, come previsto dall'art. 23, comma 4, della Legge sul Risparmio e ferma restando l'esigenza che tali principi non si traducano in regole rigide che comportino un ulteriore aggravio dei tempi dell'attività regolamentare.

Come si è già osservato questi rilievi non intendono in alcun modo sminuire la difficoltà del compito che la Consob è chiamata ad assolvere nell'esercizio della funzione regolamentare, che richiede di intervenire su

meccanismi e dinamiche di mercato particolarmente delicate, per le quali non è agevole individuare l'assetto capace di conseguire l'efficiente equilibrio tra i vari interessi e incentivi coinvolti. La delicatezza del compito emerge, da ultimo, con riguardo al tema della regolamentazione delle cc.dd. "vendite allo scoperto" (*short selling*). Nel solco del dibattito in corso per l'individuazione di regole condivise a livello internazionale, la Consob ha di recente osservato (*position paper* del 27 maggio 2009) come la definizione di un nuovo apparato di regole debba rispondere all'obiettivo di scoraggiare l'uso delle vendite allo scoperto per fini manipolativi ma al contempo tenere conto dell'esigenza di preservare la funzione positiva, in termini di efficienza allocativa e liquidità, che tali operazioni possono assolvere, se inquadrate in un adeguato contesto regolamentare.

Analoghe considerazioni possono del resto svolgersi, proseguendo nel solco dell'attualità, con riferimento alla normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto (OPA). Essa deve mirare a conseguire un appropriato equilibrio tra l'interesse generale all'orientamento della gestione al lungo periodo e l'interesse, anch'esso generale, alla contendibilità degli assetti proprietari e alla conseguente possibilità di trasferimenti efficienti del controllo. Ne consegue che l'attività regolamentare e di vigilanza deve operare secondo modalità tali da evitare che le esigenze di piena informativa degli azionisti delle società bersaglio e del mercato in generale si risolvano in misure che mortificano *a priori* la contendibilità, rendendo di fatto

impraticabili anche operazioni di trasferimento del controllo potenzialmente vantaggiose per le imprese coinvolte.

***

Sul fronte della vigilanza e dell'*enforcement*, la particolare problematicità dell'attuale crisi finanziaria e del quadro economico che ne è conseguito - sottolinea la relazione - determinano una serie di fattori di rischio che condizioneranno ulteriormente l'attività istituzionale della Consob ed il conseguimento degli obiettivi istituzionali.

Con specifico riguardo alla supervisione sugli intermediari e sulla prestazione dei servizi di investimento, la relazione si sofferma sui rischi connessi alla prestazione dei servizi di investimento (si tratta dunque dell'accesso al pubblico risparmio) secondo comportamenti non conformi al quadro delle tutele e dei doveri di condotta disegnati dal legislatore comunitario, in primo luogo con la direttiva MiFID, e dalla incapacità da parte degli stessi intermediari di rilevare autonomamente i comportamenti illegittimi dei promotori finanziari.

Alla luce delle suddette criticità, così come dell'incremento dimensionale e dell'accresciuta complessità dell'attività di vigilanza di competenza della Consob, devono pertanto essere salutate con favore le recenti modifiche legislative volte a delegare alcuni compiti di mantenimento dell'integrità del mercato (quali l'iscrizione ad albi, la verifica della permanenza dei requisiti per l'esercizio delle attività

professionali, l'irrogazione dei provvedimenti sanzionatori) a specifici organismi distinti dalla medesima (si veda, in materia di promotori finanziari, l'art. 31 TUF e, in materia di consulenti finanziari persone fisiche, l'art. 18-bis TUF). Si tratta, a ben vedere, di un nuovo assetto di vigilanza che, comunque, richiederà un attento monitoraggio, soprattutto nella fase di avvio, da parte della Consob: la "esternalizzazione" delle funzioni di vigilanza, per essere efficace e non tradursi in una riduzione delle tutele per i risparmiatori, renderà infatti necessaria una presenza attenta e la supervisione da parte della Commissione che sarà chiamata ad intervenire qualora vi fossero difetti o carenze da parte degli organismi su richiamati.

Gli eventi critici che nel corso del 2008 hanno generato particolari situazioni di tensione sul mercato hanno sollecitato in modo significativo l'attività di vigilanza della Consob anche sotto il profilo della integrità informativa del mercato, onde garantire la più estesa tutela del mercato e degli investitori particolarmente sensibili rispetto alla diffusione e circolazione di notizie, dati e segnali rilevanti. In un contesto, come visto, caratterizzato da turbolenze e condizioni di instabilità, l'azione della Commissione è stata volta a prevenire – e laddove necessario rimuovere con tempestività – quelle asimmetrie informative in grado di determinare distorsioni e squilibri nel flusso di informazioni nel mercato. Si tratta, d'altro canto, di uno dei temi rispetto ai quali è meglio apprezzabile la

complessità della funzione di regolamentazione e supervisione, cui si faceva prima riferimento. Si pensi ad esempio al ruolo cruciale della *disclosure* per società che versano in condizioni di difficoltà, rispetto alle quali l'interesse ad una tempestiva e completa trasparenza informativa deve tenere in considerazione, nella sua concreta realizzazione, anche il rischio che in talune situazioni critiche un eccesso di informazioni pubbliche ovvero una gestione inappropriata delle medesime può rivelarsi un fattore di ingiustificata destabilizzazione, determinante una situazione di crisi irreversibile che altrimenti non si verificherebbe.

A fronte del mutato assetto normativo in materia di sanzioni in seguito agli interventi legislativi del 2005, molto significativa (soprattutto se confrontata con i dati degli anni passati) è risultata l'attività sanzionatoria posta in essere dalla Commissione nel corso del 2008, in considerazione del numero dei procedimenti avviati e della tipologia di infrazioni riscontrate.

La relazione riferisce in maniera dettagliata che nel corso del 2008 la Consob ha adottato 136 provvedimenti sanzionatori a fronte dell'accertamento delle violazioni alle disposizioni del Testo unico della finanza e dei relativi regolamenti di attuazione. L'ammontare complessivo delle sanzioni pecuniarie irrogate è stato pari a 6,5 milioni di euro, notevolmente inferiore rispetto al dato dell'anno precedente (43,7 milioni di euro); tale scarto non è dovuto ad una riduzione delle attività di *enforcement*, ma è piuttosto da ricondursi, come attesta la relazione, alla

circostanza che tra la fine del 2006 e la prima parte del 2007 erano stati conclusi alcuni procedimenti sanzionatori relativi ad operazioni societarie e di mercato di particolare rilevanza, che avevano comportato l'applicazione di sanzioni di importo significativo.

Peraltro, in tema di sanzioni è opportuno richiamare la posizione assunta dalla Consob in merito alle possibili linee di riforma della relativa disciplina. La Commissione, infatti, ritiene che gli attuali importi edittali fissati dal TUF per le sanzioni pecuniarie siano adeguati nei loro massimi, ma eccessivi riguardo ai minimi; con la conseguenza che tale rigidità non garantirebbe la necessaria proporzionalità ed adeguatezza rispetto a quelle situazioni in cui l'infrazione è di tipo meramente formale e tale da non comportare sul piano sostanziale alcuna lesione del bene giuridico tutelato.

Da questo punto di vista, si potrebbe sottoporre ad approfondimenti l'ipotesi di aumentare la discrezionalità dell'Autorità di vigilanza nello stabilire *l'an* e il *quantum* delle sanzioni per le infrazioni meramente formali che non comportino sul piano sostanziale alcun nocumento agli interessi tutelati dalla norma violata. Una maggiore flessibilità dell'apparato sanzionatorio, unita alla revisione in termini di maggiore rapidità del procedimento sanzionatorio, oggetto di censure giurisdizionali, potrebbero consentire alla Commissione di incrementare l'efficacia dell'*enforcement* e l'effetto deterrente, in quanto consentirebbero alla Commissione di concentrare le proprie risorse investigative e la propria attività di

accertamento e repressione su quelle violazioni che comportano effettive violazioni del bene pubblico tutelato.

Ad ogni modo, può senz'altro giudicarsi penetrante ed incisiva l'attività di *enforcement* svolta dalla Commissione, anche sotto il profilo del contributo fornito, sotto forma di segnalazioni ed informative, alle competenti Autorità giudiziarie per il perseguimento di nuove ipotesi criminose, nonché del sostegno che si è continuato meritoriamente a fornire alla magistratura inquirente nella conduzione dei procedimenti penali in corso.

***

CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 2008

ROMA, 31 MARZO 2009

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente
Lamberto CARDIA

Componenti
Paolo DI BENEDETTO
Vittorio CONTI
Michele PEZZINGA
Luca ENRIQUES

Direttore Generale
Antonio ROSATI

PAGINA BIANCA

A

LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO

PAGINA BIANCA

La Relazione annuale sull'attività della Consob viene trasmessa entro il 31 marzo di ciascun anno, ai sensi dell'art. 1/1 comma 13 della legge 7 giugno 1974, n. 216, al Ministro dell'Economia che provvede al successivo invio al Parlamento con le proprie eventuali valutazioni.

La Relazione, che descrive l'attività svolta e illustra le questioni in corso e gli indirizzi e le linee programmatiche della Commissione, si inserisce quest'anno in un contesto economico e istituzionale caratterizzato da condizioni di eccezionale instabilità ed incertezza non solo dei mercati finanziari e dell'economia reale, ma della stessa architettura di regolamentazione e vigilanza a livello mondiale.

Gli sviluppi della crisi economica e finanziaria in corso stanno infatti sollecitando, anche nelle sedi istituzionali da più tempo consolidate, nuove riflessioni ed ipotesi di riforma che innovano alla radice i principi e le modalità della regolamentazione e dell'intervento delle Autorità di vigilanza a livello internazionale.

La Consob partecipa a tale processo di riforma, con l'auspicio che esso possa risolversi nella più ampia convergenza delle strategie di intervento a livello sopranazionale e domestico, con l'obiettivo di assicurare, attraverso regole adeguate ed uniformemente applicate, la tutela della fiducia dei risparmiatori, drammaticamente colpita dagli eventi più recenti.

PAGINA BIANCA

I – LA CRISI FINANZIARIA

Nel 2008 si sono ampiamente dispiegati gli effetti di una crisi finanziaria che ha avuto il suo iniziale epicentro nel settore dei mutui *subprime* americani – e dei titoli strutturati ad essi collegati – i cui sintomi erano incominciati ad emergere a metà del 2007.

Nei mesi di luglio ed agosto 2007, sin dal manifestarsi dei primi segnali della crisi, la Consob, in stretto coordinamento con la Banca d'Italia e con l'Isvap, aveva tempestivamente attivato iniziative di vigilanza volte ad avere un quadro conoscitivo il più ampio possibile dell'esposizione di imprese e famiglie ai mutui *subprime* e ai prodotti ad essi collegati.

Allora l'impatto delle crisi era apparso ancora limitato, sebbene vi fossero già segnali di potenziali gravi effetti sistemici. Fra luglio e settembre 2007 si erano evidenziati i primi episodi di crisi bancarie in Europa, che avevano sollecitato interventi pubblici di salvataggio, e nel marzo 2008 si è assistito alla crisi della banca d'affari americana Bear Stearns. A partire da luglio, inoltre, si è registrato un brusco aumento del numero di declassamenti del merito di credito (*downgrading*) di titoli strutturati da parte delle agenzie di rating, che è perdurato per tutto il 2008.

Nei mesi successivi al *default* Bear Stearns si sono susseguite ulteriori fasi di turbolenza sui mercati ma il sistema finanziario sembrava essere in grado di assorbire lo *shock* della crisi dei *subprime* e i fondamentali dell'economia apparivano ancora solidi.

L'insolvenza della banca d'affari americana Lehman Brothers, resa nota al mercato il 15 settembre 2008, ha innescato una fase di nuove intense turbolenze.

La decisione delle Autorità americane di lasciare fallire una grande istituzione finanziaria, con un'ampia e rilevante operatività al di fuori degli USA, ha scosso profondamente la fiducia degli operatori, alimentando un clima di fortissima tensione e incertezza sui mercati. Si sono verificati nuovi episodi di crisi bancarie in Europa e negli Stati Uniti.

Il *default* Lehman Brothers ha innescato preoccupazioni diffuse sulla solidità di altre banche d'affari, che hanno alimentano a loro volta timori per gli effetti dell'esposizione verso questi istituti di tutti gli altri partecipanti al mercato. Il brusco aumento del rischio di controparte percepito dagli operatori ha determinato una drastica riduzione della liquidità sul mercato dei depositi interbancari e un aumento dei tassi a breve termine, nonostante le massicce iniezioni di liquidità da parte delle Banche Centrali.

La crescente consapevolezza della natura sistemica della crisi ha causato turbolenze senza precedenti sui mercati azionari, in particolare sui titoli di società del settore finanziario.

Nel 2008 i corsi delle azioni italiane si sono dimezzati, mentre negli Usa e in Europa le flessioni sono state pari, rispettivamente, al 38 e al 44 per cento circa. I titoli del settore bancario hanno perso circa il 50 per cento negli Stati Uniti e il 63 per cento in Europa; le quotazioni dei titoli bancari italiani hanno perso, invece, circa il 57 per cento.

Nei primi mesi del 2009 si sono riaccese le tensioni sui mercati azionari in parte sopite negli ultimi due mesi del 2008. Si sono registrate nuove correzioni dei corsi che hanno interessato principalmente i titoli del settore bancario, il cui valore a metà marzo 2009 risulta diminuito (rispetto all'inizio del 2008) di circa l'80 per cento in Europa e negli Stati Uniti e del 75 per cento in Italia.

Le turbolenze che hanno caratterizzato l'andamento dei mercati finanziari, in particolare nel periodo successivo al *default* Lehman, hanno chiamato la Consob ad un impegno eccezionale sia in ambito domestico che internazionale.

Al fine di assicurare la massima protezione degli investitori, la Consob ha tempestivamente posto in essere una serie di interventi di vigilanza di diversa natura in materia di informativa societaria, integrità dei mercati e correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari.

In data 15 settembre, appresa la notizia del *default* del gruppo Lehman Brothers, in collegamento con Banca d'Italia e Isvap, è stata immediatamente avviata una ricognizione del conseguente rischio potenziale per il sistema italiano, con particolare riferimento all'esposizione degli emittenti quotati e del settore del risparmio gestito e amministrato.

Il 19 settembre, in condizioni di mercato ancora relativamente stabili, al fine di mitigare i potenziali effetti destabilizzanti di una forte concentrazione di ordini in vendita, sono stati richiamati gli operatori alla massima cura nel rispetto delle regole in materia di consegna dei titoli nell'ambito di operazioni di vendita allo scoperto.

Il successivo 22 settembre, dopo la chiusura della borsa, alla luce delle fortissime turbolenze che stavano caratterizzando l'andamento dei corsi e in linea con interventi di analoga natura adottati dalle Autorità di vigilanza dei principali paesi europei, è stato adottato un primo provvedimento attraverso il quale sono state imposte restrizioni alle operazioni di vendita allo scoperto di titoli di emittenti bancari e assicurativi.

In data 25 settembre è stato avviato un accertamento ispettivo presso la succursale italiana di Lehman Brothers International (Europe), impresa di investimento comunitaria abilitata alla prestazione di servizi di investimento in Italia che svolgeva un'attività promozionale e distributiva di prodotti e servizi di investimento resi dalla casa madre con sede a Londra.

Nelle giornate successive, caratterizzate dal persistere di una forte volatilità e di intense pressioni ribassiste sui mercati azionari, sono stati mantenuti contatti continuativi con Borsa Italiana al fine di monitorare l'andamento delle quotazioni, in particolare nelle

sedute del 29 e 30 settembre nelle quali sono stati adottati provvedimenti di temporanea sospensione delle contrattazioni tendenti a mitigare le fortissime pressioni ribassiste.

Il 30 settembre, alla luce delle evidenze sulle dinamiche dei corsi azionari e dei volumi negoziati, sono state attivate iniziative di vigilanza anche di natura ispettiva, avvalendosi della collaborazione della Guardia di Finanza, al fine di indagare sulle determinanti del crollo delle quotazioni di titoli bancari e di accertare l'effettivo rispetto del provvedimento di divieto di vendite allo scoperto.

Lo stesso giorno sono state attivate iniziative di cooperazione internazionale per avviare azioni di vigilanza nei confronti di intermediari di diritto estero operanti direttamente sui mercati gestiti da Borsa Italiana (in qualità di cosiddetti *remote member*) che erano risultati venditori di titoli di emittenti bancari e assicurativi italiani per importi significativi e che non avevano consegnato i titoli nei tempi previsti dalla disciplina sulla liquidazione dei contratti di borsa.

Il 1° ottobre sono state estese le richieste di cooperazione internazionale per gli intermediari di diritto estero maggiormente attivi sul lato delle vendite di titoli bancari anche nella seduta del 30 settembre.

Sempre in data 1° ottobre, sulla base della valutazione degli esiti preliminari degli accertamenti svolti e in considerazione dell'andamento ancora fortemente negativo del mercato, sono state adottate ulteriori misure restrittive in materia di vendite allo scoperto su azioni di società bancarie e assicurative.

Il 7 ottobre, in esito agli accertamenti svolti sul rispetto dei provvedimenti di divieto di vendite allo scoperto, è stato adottato un provvedimento d'urgenza ordinando ad un intermediario italiano di non consentire a due soggetti esteri l'accesso alle negoziazioni di titoli bancari e assicurativi trattati sul mercato italiano.

Il 10 ottobre, in una fase di estrema turbolenza che aveva iniziato a coinvolgere anche l'andamento dei titoli del settore non finanziario, è stato adottato un provvedimento di divieto generale delle vendite allo scoperto esteso a tutti i titoli azionari negoziati sul mercato italiano.

Lo stesso 10 ottobre, al fine di monitorare la situazione delle compagini azionarie delle principali società italiane e l'origine dei pesanti flussi di vendita registrati sul mercato, è stato chiesto, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, agli azionisti rilevanti (con quote superiori al 2 per cento) delle società quotate appartenenti all'indice S&P/Mib di comunicare alla Consob le rispettive quote di possesso azionario nonché le successive variazioni superiori alla soglia dello 0,50 per cento. La richiesta ha riguardato anche la comunicazione di eventuali partecipazioni detenute a seguito della stipula di contratti derivati.

Nel corso dei mesi successivi assidua è stata la vigilanza sull'andamento dei mercati e, alla luce delle ulteriori forti turbolenze che hanno caratterizzato l'andamento dei corsi

azionari nei mesi di febbraio e marzo 2009, sono stati prorogati i provvedimenti restrittivi in materia di vendite allo scoperto fino al 31 maggio 2009.

Sono state inoltre emanate comunicazioni volte a fornire chiarimenti interpretativi delle norme e a richiamare emittenti e intermediari al rigoroso rispetto dei propri doveri in relazione a profili potenzialmente critici collegati alla crisi finanziaria.

In particolare, il 6 febbraio 2009, congiuntamente con la Banca d'Italia e l'Isvap, è stata emanata una comunicazione per richiamare gli emittenti al rispetto delle norme dettate dai principi contabili internazionali in materia di informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie relativamente alla continuità aziendale, ai rischi finanziari, alle verifiche per riduzione di valore delle attività e alle incertezze nell'utilizzo delle stime.

Successivamente, in data 2 marzo 2009 – dopo ampio confronto con l'industria avviato sin dal maggio del 2008, con la pubblicazione di un documento di consultazione – è stata emanata una comunicazione al fine di richiamare gli intermediari al rispetto delle norme in materia di trasparenza e correttezza in sede di collocamento di prodotti finanziari illiquidi (quali obbligazioni bancarie, derivati Otc e prodotti assicurativi a prevalente contenuto finanziario).

Alle impegnative e delicate azioni di vigilanza e di *enforcement* in ambito domestico si è affiancata la partecipazione ad un'intensa attività in seno agli organismi internazionali che si sono occupati di coordinare gli interventi delle Autorità di vigilanza e di monitorare l'evoluzione dei mercati a livello internazionale.

Nell'ambito del *Committee of European Securities Regulators* (Cesr), Comitato che riunisce le Autorità di vigilanza sui mercati finanziari dei paesi europei, a fine settembre 2008 è stata istituita una serie di gruppi *ad hoc* per assicurare il massimo coordinamento delle iniziative di vigilanza in relazione alla crisi. A fine ottobre 2008 si è tenuto, nell'ambito del Cesr-pol (il gruppo del Cesr che si occupa di cooperazione e di repressione degli abusi di mercato), un incontro della *Task Force on Short Selling* finalizzato a discutere e a coordinare i diversi provvedimenti adottati dalle Autorità europee in materia di vendite allo scoperto. Sempre a fine ottobre, si è tenuta, presso la *Financial Services Authority* (Fsa) inglese, una prima riunione di esperti per avviare i lavori di una *Task Force*, al fine di ricostruire le esatte dimensioni e le conseguenze del *default* sui diversi mercati europei in cui i titoli emessi e/o garantiti da Lehman erano stati commercializzati nonché per agevolare scambi di informazioni fra Autorità di vigilanza.

Il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito presso il Cesr, la cui presidenza è affidata alla Consob, ha avviato un'analisi dell'impatto della crisi sul settore dei fondi comuni (e in particolare sui fondi monetari) e delle possibili linee di intervento necessarie per fronteggiare tensioni legate a crisi di liquidità indotte da forti ondate di riscatti. Il Gruppo è stato altresì impegnato nella valutazione dell'incidenza, diretta e indiretta, della vicenda

legata alle frodi connesse alla gestione dei fondi speculativi Madoff e nell'approfondimento delle connesse problematiche di vigilanza.

Nell'ambito della *International Organization of Securities Commissions* (Iosco), organizzazione che riunisce le Autorità di vigilanza sui mercati finanziari dei principali paesi avanzati, in coincidenza con la data di divulgazione della notizia del *default* Lehman, è stato avviato un primo scambio di opinioni sulla crisi dei mercati. Sempre in quell'occasione è stata istituita una *Task Force* sui mercati di merci e derivati su merci (anche sulla base di una specifica richiesta in tal senso avanzata dalla Consob nel precedente mese di luglio), con il compito di analizzare il comportamento degli operatori su tali mercati e l'incidenza di condotte di tipo speculativo, che ha presentato le proprie conclusioni il 5 marzo 2009 consentendo al Comitato Tecnico della Iosco di emanare raccomandazioni sulla vigilanza sui mercati di merci.

Successivamente, è stata decisa la creazione di una *Task Force on Short Sales* – che ha pubblicato il 23 marzo 2009 un documento di consultazione su possibili standard internazionali per una maggiore armonizzazione della disciplina in materia di vendite allo scoperto –, di una *Task Force* su Prodotti e Mercati Non Regolamentati – i cui lavori sono ancora in corso e che dovrà emanare standard di regolamentazione in materia di trasparenza sui mercati *over-the-counter* – e di una *Task Force* sulle Entità Finanziarie Non Regolamentate – con il compito di approfondire e sviluppare nuovi approcci regolamentari in materia di soggetti quali gli *hedge fund*. Quest'ultima *Task Force*, presieduta dalla Consob congiuntamente con la Fsa inglese, ha emanato un primo documento di consultazione il 19 marzo 2009 contenente raccomandazioni per una regolamentazione del settore dei fondi speculativi.

Un contributo attivo è stato fornito anche ai lavori della *Task Force on Credit Rating Agencies*, che nel mese di maggio 2008 ha pubblicato il rapporto finale sul ruolo delle agenzie di rating nei mercati di strumenti finanziari strutturati e una revisione del Codice di condotta delle agenzie di rating del 2004 finalizzata a migliorare qualità, indipendenza, trasparenza e integrità dei processi di rating. Il 12 marzo 2009 la *Task Force* ha pubblicato un rapporto sull'osservanza del nuovo Codice di Condotta ad opera delle agenzie di rating nonché una proposta per un modello di vigilanza comune, stabilendo termini e condizioni per lo scambio di informazioni e la cooperazione tra Autorità. La *Task Force*, trasformata in un Comitato Permanente del Comitato Tecnico, continuerà a dibattere l'utilizzo di collegi e altre forme di coordinamento per assicurare la vigilanza su soggetti tradizionalmente operanti su base multinazionale. L'approvazione del regolamento europeo sulle agenzie di rating attualmente in discussione, potrà ricondurre anche in Europa l'operato delle agenzie di rating nell'alveo regolamentare e potrà consentire alle Autorità europee di intervenire direttamente nelle attività di autorizzazione e vigilanza sulle agenzie di rating.

1. Le determinanti della crisi e le prospettive per il sistema finanziario

Come è noto, i presupposti strutturali della crisi finanziaria sono maturati nella fase favorevole del ciclo economico che ha caratterizzato gli anni precedenti al 2007 in cui si è registrata una significativa espansione del credito alle famiglie e alle imprese. Il quadro congiunturale positivo, le attese di crescita prolungata e i bassi tassi di interesse reali hanno alimentato una forte domanda di credito da parte del settore non finanziario. L'offerta di credito da parte del sistema bancario ha assecondato la crescita della domanda anche grazie all'intenso ricorso ad operazioni di cartolarizzazione sempre più complesse che hanno permesso di trasformare i finanziamenti erogati in strumenti finanziari da collocare presso una vasta platea di investitori.

Le condizioni macroeconomiche favorevoli e l'innovazione finanziaria hanno dunque determinato l'affermazione di nuovo modello di intermediazione bancaria, noto come *originate-to-distribute*[1] (Otd), che ha consentito l'espansione del credito all'economia – in particolare nel settore dei mutui alle famiglie – e ha offerto alle banche opportunità di contenere il patrimonio di vigilanza a parità di esposizione ai rischi di credito[2].

Il nuovo modello di intermediazione bancaria rappresenta uno dei fattori strutturali che ha contribuito a creare i presupposti della crisi finanziaria, poiché ha alimentato la crescita esponenziale del mercato dei prodotti strutturati, dando luogo alla nascita di strumenti sempre più complessi, opachi e difficili da valutare.

Le agenzie di rating hanno avuto un ruolo centrale nel favorire la crescita di tale mercato. A posteriori è emerso come i rating assegnati ai prodotti strutturati non riflettessero correttamente i relativi rischi – perché basati su modelli probabilmente non

---

[1] Il modello, noto come *originate-to-distribute*, si è storicamente affermato negli Usa grazie all'iniziativa del Governo americano che, a partire dagli anni trenta, istituì agenzie federali il cui compito era quello di acquistare mutui e prestiti dalle banche finanziandosi attraverso l'emissione di obbligazioni, con l'obiettivo ultimo di favorire l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie meno abbienti. Nel 1938, sotto la presidenza di Roosevelt, fu istituita l'agenzia Fannie Mae e successivamente, nel 1970, l'agenzia Freddie Mac. Il modello è stato poi importato nel settore privato e ha permesso alle banche di cedere i propri crediti ad una vasta platea di investitori attraverso l'emissione di titoli garantiti dai crediti stessi (cosiddette cartolarizzazioni). Le banche hanno intravisto nel nuovo modello di intermediazione uno strumento per ottimizzare la gestione dell'attivo e moltiplicare il volume di crediti erogati a parità di capitale investito.

[2] Eliminando dal bilancio l'esposizione verso il debitore ceduto attraverso operazioni di cartolarizzazione era possibile ridurre l'assorbimento di capitale anche nei casi in cui il rischio rimaneva in capo alle banche per effetto della concessione di linee di liquidità alle società veicolo preposte alla cartolarizzazione. Infatti, l'Accordo di Basilea I del 1988 sui requisiti patrimoniali delle banche prevedeva che le citate linee di liquidità, se inferiori all'anno, non assorbissero patrimonio di vigilanza. Come sottolineato dal *Financial Stabiliuty Forum*, gli accordi di Basilea II, entrati in vigore nel 2008, ancora non rimuovono in pieno tali opportunità di arbitraggio regolamentare; anche la possibilità di cedere crediti e acquistare titoli garantiti dagli stessi crediti può consentire di risparmiare patrimonio di vigilanza nella misura in cui la valutazione dei rischi di mercato associata al possesso di titoli strutturati non riflette in pieno il rischio di credito delle attività sottostanti (cfr. *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008, pag. 14, punti II.4 e II.5).

adeguati o su ipotesi fondate su dati troppo limitati o osservati solo nella fase positiva del ciclo economico – con ciò alimentando la domanda di tali strumenti da parte di investitori istituzionali e intermediari finanziari che hanno fatto affidamento in maniera spesso passiva e acritica sui giudizi delle agenzie.

Il cambiamento del quadro congiunturale è stato uno dei fattori scatenanti della crisi.

Lo scoppio della bolla del mercato immobiliare e l'aumento dei tassi di interesse hanno determinato una brusca impennata delle insolvenze fra i mutuatari americani[3].

Questo *shock* si è trasmesso dapprima al mercato dei titoli strutturati, alimentando una crisi di fiducia nei confronti dell'affidabilità dei giudizi delle agenzie di rating, e poi all'intero sistema bancario e finanziario.

La crisi di liquidità del mercato dei titoli strutturati si è trasformata rapidamente in una crisi di solvibilità perché è apparso evidente che il modello *originate-to-distribute* non aveva portato ad una la riallocazione dei rischi al di fuori del sistema bancario, né ad una loro migliore ripartizione[4].

È emerso, infatti, come le difficoltà che in un primo momento sembravano specifiche della banca d'affari Bear Stearns erano di fatto comuni a Lehman Brothers e ad altre grandi banche d'affari americane. Tutte presentavano una leva finanziaria molto elevata (mediamente superiore a quella delle banche commerciali[5], probabilmente anche in virtù di una disciplina sui requisiti di capitale più permissiva[6]) e una forte esposizione al mercato dei prodotti strutturati.

---

[3] Secondo alcuni osservatori la disciplina sui requisiti di capitale dettata dagli Accordi di Basilea II non sarebbe estranea rispetto ai fattori che hanno contribuito a determinare la bolla del mercato immobiliare e lo sviluppo dei mercato delle cartolarizzazioni. In particolare, gli Accordi riducono dal 50 al 35 per cento i coefficienti di assorbimento patrimoniale dei mutui ipotecari per le banche che utilizzano il metodo standard per il calcolo del patrimonio di vigilanza. Inoltre, il rischio di un determinato *asset* viene valutato indipendentemente dalla correlazione con le altre attività in bilancio, in quanto gli Accordi ipotizzano che le banche mantengano un attivo molto diversificato; non sono quindi previsti requisiti patrimoniali supplementari per una eccessiva concentrazione su impieghi il cui valore può essere molto correlato (ad esempio, mutui concessi a soggetti con profili molto simili per reddito, area di residenza, etc.). Le banche, anticipando l'entrata in vigore degli Accordi di Basilea II, avrebbero avuto incentivi ad espandere l'offerta di mutui, alimentando la crescita dei prezzi delle abitazioni (si veda, in particolare, Blundell-Wignall e P. Atkinson, "*The subprime Crises: Causal Distortions and Regulatory Reform*, Oecd, DAF/CMF(2008)36).

[4] I rischi si sono in larga misura riconcentrati all'interno del sistema bancario stesso attraverso vari canali: le banche hanno acquistato quote consistenti dei titoli strutturati più rischiosi; hanno offerto protezione dal rischio di insolvenza attraverso contratti derivati sul rischio di credito; hanno concesso garanzie, linee di credito e di liquidità alle società che emettevano tali titoli.

[5] La differenza era significativa sulla base della leva finanziaria "nominale" (rapporto fra patrimonio contabile e totale attivo) ma più contenuta in termini di leva finanziaria calcolata sulla base della disciplina sui requisiti patrimoniali delle banche (rapporto fra patrimonio di vigilanza e totale delle varie voci dell'attivo ponderate per i relativi coefficienti di assorbimento patrimoniale – cosiddetto *Tier 1 ratio*).

[6] Le prime 5 banche d'affari americane (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehamn Brothers e Bear Stearns) avevano aderito al programma *Consolidated Supervised Entities*, varato dalla Sec nel 2004, per cui le *holdings* delle banche di investimento venivano assoggettate alla vigilanza su base consolidata da parte

La percezione dell'incapacità del mercato – e delle stesse agenzie di rating – di valutare correttamente i prodotti di finanza strutturata alla luce del mutato contesto macroeconomico ha determinato un crollo delle quotazioni e una riduzione della liquidità sui mercati secondari di tali strumenti.

L'inadeguatezza dell'informativa contabile nel rappresentare l'esposizione diretta e indiretta dei singoli intermediari al mercato dei prodotti di finanza strutturata e dei derivati sul rischio di credito – esposizione che si realizzava spesso attraverso veicoli non consolidati in bilancio – ha poi determinato un aumento generalizzato della percezione del rischio di controparte con conseguenti tensioni sui mercati interbancari e difficoltà nel rifinanziamento della raccolta bancaria.

I tentativi di riequilibrio della struttura finanziaria da parte delle banche per fare fronte ai problemi di liquidità hanno creato ulteriori incertezze sui mercati. Gli sforzi volti a raccogliere nuovo capitale di rischio sono risultati complessi e hanno amplificato la situazione di incertezza informativa, poiché sono emersi timori dei potenziali nuovi azionisti di dovere sopportare ulteriori perdite non ancora emerse. I tentativi di liquidare i titoli strutturati hanno invece acuito le tensioni sul mercato secondario di tali strumenti, avviando un processo a spirale che ha amplificato la crisi[7].

L'applicazione della valutazione al *fair value* dei titoli strutturati in assenza di mercati secondari attivi (e con prezzi che riflettono un elevato premio per il rischio di liquidità e di "valutazione" dei prodotti) ha determinato forti svalutazioni dell'attivo e la conseguente erosione del patrimonio di vigilanza, rendendo sempre più urgenti operazioni di ricapitalizzazione delle banche. Si sono quindi generalizzati i timori sulla solidità degli intermediari bancari con le conseguenti fortissime correzioni al ribasso dei relativi corsi azionari.

Il canale di trasmissione degli effetti della crisi finanziaria verso l'economa reale è connesso alla possibilità che la fragilità degli assetti patrimoniali del sistema bancario comporti una stretta creditizia che incida negativamente sulle prospettive di crescita e di redditività delle imprese non finanziarie, riducendo le possibilità di investimento e innescando un circolo vizioso con effetti ulteriormente negativi sulla crescita e sull'occupazione.

Le turbolenze finanziarie hanno inoltre determinato un forte aumento dell'avversione al rischio e il risparmio delle famiglie è confluito prevalentemente verso strumenti molto

---

dell'Autorità Usa ma allo stesso tempo veniva concessa la possibilità di calcolare i requisiti patrimoniali sulla base di modelli interni. Il 26 settembre 2008 la Sec ha annunciato il termine del *Consolidated Supervised Entities Program*.

[7] La possibilità di usare titoli strutturati come garanzia per le operazioni di rifinanziamento a breve con le banche centrali ha in parte attenuato questo problema, ma non ha ridato liquidità al mercato secondario. Infatti, il valore che le banche centrali assegnano ai titoli in garanzia non può essere un punto di riferimento per la normale attività di *trading*.

liquidi, quali i titoli di Stato, e con scadenze brevi. Le conseguenti difficoltà di rifinanziamento della raccolta a medio e lungo termine del sistema bancario potrebbero ulteriormente vincolare l'espansione del credito al settore produttivo.

Emergono, infatti, ulteriori segnali di irrigidimento degli standard di concessione dei prestiti sia negli Usa che in Europa e, allo stesso tempo, per le imprese risulta difficile l'accesso diretto al mercato dei capitali per la raccolta azionaria e per quella obbligazionaria.

L'elevata volatilità dei corsi azionari, le diffuse previsioni non favorevoli sul tasso di crescita degli utili societari da parte degli analisti (pari a zero per Europa e Usa e negative per l'Italia) e i valori storicamente molto bassi dei moltiplicatori "prezzo/utili" e "capitalizzazione/patrimonio netto" (quest'ultimo ormai inferiore all'unità per molte imprese quotate domestiche) rendono difficili operazioni di aumento di capitale e determinano un sostanziale azzeramento del flusso di nuove quotazioni.

Sul fronte del mercato obbligazionario, pesa negativamente il forte peggioramento della qualità del credito per gli emittenti nelle fasce più elevate di rischio. Gli *spread* sui *corporate bond* indicano che il costo della raccolta obbligazionaria (soprattutto per emittenti con rating al di sotto della soglia dell'*investment grade*) è molto elevato.

Si rafforzano i segnali di una stretta creditizia che potrebbe inasprire la crisi, mentre almeno in un'ottica di breve periodo si ritiene che le condizioni del mercato dei capitali difficilmente potranno consentire alle imprese di reperire le risorse finanziarie necessarie per bilanciare la riduzione nell'offerta di credito da parte del sistema bancario.

2. Le esigenze di riforma degli assetti di vigilanza

Fino al *default* Lehman la crisi appariva circoscritta al settore finanziario e i fondamentali dell'economia rimanevano ancora solidi. Tuttavia, già in quella fase si era sviluppato un intenso dibattito sulle modalità di gestione e prevenzione di crisi globali, che però non aveva toccato, se non in maniera piuttosto timida, il tema degli assetti istituzionali e dell'architettura dei sistemi di vigilanza, puntando maggiormente su una revisione dell'assetto regolamentare e delle prassi di controllo.

L'impiego distorto del modello *originate-to-distribute* (Otd), le difficoltà nella valutazione dei prodotti strutturati, le responsabilità delle agenzie di rating e le incertezze sulla distribuzione dei rischi derivanti da veicoli fuori bilancio sono stati i principali nodi al centro del dibattito regolamentare, poiché ad essi si è imputata la creazione di asimmetrie informative che hanno agito da detonatore delle turbolenze iniziali, innescando una crisi di fiducia e una contrazione della liquidità nel sistema finanziario.

Il rapporto pubblicato dal *Financial Stability Forum* (Fsf) nell'aprile 2008 contiene una serie di raccomandazioni, in genere per principi, mirate a favorire, oltre che il

potenziamento della vigilanza prudenziale, il miglioramento della trasparenza e delle modalità di valutazione dei prodotti strutturati e il cambiamento del ruolo delle agenzie di rating, assegnando a regolatori, operatori di mercato e agli organismi che definiscono standard regolamentari (cosiddetti *standard setter*) il compito di definire adeguate misure correttive. Sotto il profilo istituzionale, il Fsf raccomanda alle Autorità di vigilanza e alle banche centrali il rafforzamento della cooperazione nella gestione delle crisi di operatori attivi a livello internazionale, auspicando un più intenso ricorso ai collegi dei supervisori (*colleges of supervisors*), introdotti al momento nell'ambito UE in attuazione di accordi fra singole Autorità di vigilanza, in modo da istituire collegi delle più importanti Autorità di controllo per ciascuno dei maggiori intermediari finanziari globali[8].

Il tema del coordinamento fra le Autorità di vigilanza era da tempo all'attenzione dei Governi e delle Istituzioni internazionali. Già nel 2005 i Ministri delle Finanze dell'Unione Europea e i responsabili delle Banche Centrali avevano stipulato un accordo quadro per la cooperazione in occasione di crisi finanziarie transnazionali. Tale accordo era stato sottoposto ad aggiornamento, e approvato nel marzo 2008, sia con riferimento alla definizione di linee guida per la gestione delle crisi con impatto sistemico, sia ai fini del coinvolgimento delle Autorità responsabili per la vigilanza sui mercati di valori mobiliari e sulle assicurazioni[9].

Il problema degli assetti della vigilanza su scala europea era stato peraltro affrontato nel corso del 2007 dall'*Interinstitutional Monitoring Group*, costituito dalla Commissione Europea, che aveva completato la revisione del funzionamento del sistema Lamfalussy, formulando raccomandazioni per migliorarne l'efficienza. La materia era stata trattata anche dal Consiglio Ecofin nella riunione del 7 dicembre 2007, che allora non aveva ritenuto opportuno procedere ad una revisione radicale del sistema della vigilanza sui mercati finanziari europei, valutando sufficiente un limitato rafforzamento dei meccanismi per la convergenza e la cooperazione degli attuali Comitati di terzo livello (ossia Cesr, Cebs e Ceiops[10]). Le raccomandazioni riguardavano: l'introduzione di meccanismi

---

[8] I *colleges of supervisors* includono i rappresentanti delle autorità di controllo dei paesi in cui un'istituzione finanziaria opera con sedi secondarie e coadiuvano l'attività di vigilanza del cosiddetto *lead supervisor*, ossia dell'autorità di vigilanza del paese d'origine della sede principale. Ad esempio, il gruppo Unicredit ha un collegio di supervisori presieduto della Banca d'Italia al quale partecipano le Autorità della Germania e di alcuni Paesi dell'Est europeo. Lo strumento dei collegi di supervisori incontra attualmente un limite nelle diverse prassi e modalità di intervento delle Autorità a livello nazionale, che rende difficile assicurare interventi concertati in assenza di decisioni pienamente condivise.

[9] 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 adottare 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.

[10] I comitati di coordinamento europeo sono costituiti oltre che dal *Committee of European Securities Commissions* (Cesr), dal *Committee of European Banking Supervisors* (Cebs) e dal *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (Ceiops).

decisionali a maggioranza qualificata (per il Cesr in vigore a partire dalla fine di settembre 2008); l'introduzione di un meccanismo di giustificazione pubblica (*comply or explain*) per i paesi che avessero deciso di non adottare i provvedimenti dei Comitati, pur se privi di valore legale negli Stati membri; l'attribuzione di una base legale ai collegi dei supervisori.

Dopo il *default* Lehman la crisi ha assunto connotati sistemici evidenti: la debolezza dell'infrastruttura istituzionale alla base degli assetti di vigilanza, in un contesto di mercati sempre più integrati, è emersa con chiarezza e il dibattito sul tema dall'adeguatezza delle regole si è allargato al tema dell'efficienza degli assetti istituzionali.

Il fallimento Lehman ha evidenziato con chiarezza la necessità di forme di coordinamento tempestive e strutturate fra le Autorità di vigilanza. Se il coordinamento fra le banche centrali nella gestione dei profili legati alla crisi di liquidità sui mercati interbancari è apparso tempestivo, non altrettanto può dirsi per ciò che riguarda il coordinamento e lo scambio di informazioni fra Autorità in materia di vigilanza micro-prudenziale e di trasparenza informativa, in particolare relativamente ai grandi gruppi finanziari operativi su scala internazionale.

La collaborazione spontanea tra Autorità di diversi paesi, seppure basata su accordi di cooperazione particolarmente dettagliati non ha dimostrato di essere in grado di potere attivare un'efficace gestione sovranazionale delle crisi. In ambito europeo, hanno costituito un ostacolo in tal senso le divergenze nelle modalità di recepimento e di interpretazione della normativa comunitaria e le diversità nelle prassi di vigilanza e nei regimi sanzionatori.

Gli eventi del 2008 hanno dunque messo in evidenza la necessità di una riflessione approfondita su possibili linee di riforma degli assetti di vigilanza e la Commissione Europea ha pertanto istituito un gruppo di alto livello, presieduto da Jacques de Larosière, incaricato di formulare proposte sul tema.

Le proposte del gruppo de Larosière, pubblicate il 25 febbraio 2009[11], delineano una soluzione fondata su un percorso evolutivo degli assetti istituzionali, basato sulla trasformazione degli attuali Comitati di livello 3 in Autorità europee, che prevede come punto di arrivo un modello in cui le responsabilità di vigilanza sono ripartite sulla base delle finalità dei controlli, con la creazione di un'Autorità responsabile per i profili di micro-stabilità e di vigilanza prudenziale (compente sia per il settore bancario che per quello assicurativo) e di una Autorità competente per la trasparenza, le regole di condotta e i mercati mobiliari.

La *ratio* di tale proposta è quella di assicurare un'adeguata vigilanza sui gruppi conglomerati attivi sia nel settore bancario che assicurativo e su altri soggetti che possono

[11] *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière*, Brussels, 25 febbraio 2009.

porre rischi di stabilità (*hedge fund*, sistemi di *post-trading*, etc.) e di garantire un approccio di vigilanza armonizzato fra i diversi comparti del sistema finanziario.

In merito alla definizione delle responsabilità istituzionali per la vigilanza di macro-stabilità e sui rischi sistemici, il gruppo de Larosière propone la creazione di un Comitato presieduto dal Governatore della Banca Centrale Europea e composto dai presidenti delle Autorità e dai Governatori delle Banche Centrali nazionali.

Complessivamente, la proposta del gruppo de Larosière, almeno per ciò che riguarda gli assetti della vigilanza sui profili di micro-stabilità e di trasparenza e correttezza, delinea un percorso evolutivo "modulare", da attuare per gradi, e suscettibile di portare in tempi ragionevolmente brevi (compatibilmente, naturalmente, con i tempi delle modifiche legislative necessarie a livello comunitario) ad un rafforzamento del livello di coordinamento della vigilanza su scala europea e ad una più forte armonizzazione delle modalità applicative della disciplina comunitaria e delle prassi di vigilanza.

Dalle discussioni a livello internazionale sulle proposte del gruppo de Larosière, incluse quelle avviate nell'ambito della Post-Ecofin *Task Force*, è emersa una forte convergenza verso l'adozione di regole comuni, certe e dettagliate, applicate uniformemente da tutte le Autorità, da sottoporre a verifica da parte dei Comitati di Terzo livello; a sua volta la vigilanza, con un forte coordinamento centrale, dovrebbe continuare ad essere esercitata dalle Autorità nazionali.

Peraltro per talune attività, quali quelle esercitate dalle agenzie di rating, si è valutata l'opportunità di introdurre un modello di vigilanza centralizzato, secondo un approccio che presupporrebbe, tuttavia, una modifica alla proposta di Regolamento presentata dalla Commissione Europea il 12 novembre 2008 e in discussione al Consiglio, modifica che rimane basata sul modello della vigilanza del paese di origine, prefigurando però per il Cesr un ruolo accresciuto. Infatti, il Regolamento introduce, oltre a principi ai quali le agenzie di rating dovranno attenersi nello svolgimento della propria attività, un coordinamento all'atto dell'autorizzazione prevedendo che le richieste di autorizzazione per lo stabilimento in Europa debbano essere sottoposte tramite il Cesr, che fornirà il proprio parere non vincolante, alle Autorità nazionali competenti. In tal caso il Cesr sarà chiamato a emanare linee-guida in materia di procedure di autorizzazione, vigilanza, *enforcement* e informazione al pubblico.

Al vertice dei Capi di Stato e di Governo del G20 tenutosi a Washington il 15 novembre 2008 erano state ulteriormente identificate alcune priorità per la riforma degli assetti regolamentari e di vigilanza; un quadro più definito con proposte più concrete e dettagliate potrebbe emergere dall'incontro previsto per il prossimo 2 aprile.

3. I provvedimenti per fronteggiare la crisi in materia di mercati finanziari

La gravità della crisi ha imposto a Governi e istituzioni internazionali l'adozione di misure urgenti, alcune di natura temporanea, per mitigare gli effetti della crisi stessa sul sistema finanziario e sull'economia reale.

Per ciò che riguarda in particolare gli interventi relativi ai mercati e al sistema finanziario, in ambito europeo si sono registrate iniziative volte a ricercare un approccio comune nell'individuare e implementare misure di intervento, pur in un'ottica che ha mostrato la tendenza a privilegiare innanzitutto interessi e soluzioni nazionali.

Il 12 ottobre 2008 i paesi dell'Eurogruppo hanno individuato nell'adozione di forme di garanzia pubblica delle passività bancarie e nella possibilità di interventi pubblici nel capitale delle banche in difficoltà gli strumenti più immediati ed efficaci per ridare liquidità al mercato interbancario e favorire il ritorno a condizioni di equilibrio nell'attività di intermediazione creditizia. È stata, inoltre, sollecitata l'introduzione di una maggiore flessibilità nell'utilizzo delle regole sulla contabilizzazione degli strumenti finanziari.

Inoltre, nei giorni immediatamente successivi al fallimento Lehman i principali paesi europei hanno adottato provvedimenti volti a proibire o a limitare le vendite allo scoperto sui titoli azionari di emittenti finanziari.

Tempestivo strumento di coordinamento si è dimostrato il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria[12], presieduto dal Ministro dell'Economia e composto dal Governatore della Banca d'Italia e dai Presidenti di Consob e Isvap, più volte riunitosi durante la crisi.

Ciascuna Autorità, nell'ambito delle proprie competenze, apporta tempestivi contributi di conoscenza e valutazione. Il confronto aperto tra le Istituzioni sull'evoluzione degli eventi e sulle misure per fronteggiare le crisi consente di valorizzare gli interessi generali che ciascuna Autorità persegue (stabilità e trasparenza) e ai quali l'ordinamento riconosce pari dignità ai fini della tutela del risparmio. La connessione tra le diverse forme di impiego del risparmio richiede una forte protezione sia dei depositanti sia degli investitori in strumenti finanziari.

Nel 2008 la Consob ha anche partecipato alle riunioni del Comitato di Sicurezza Finanziaria[13], presieduto dal Direttore Generale del Tesoro, avente specifici compiti di

---

[12] Il Comitato è stato istituito il 7 marzo 2008 dal "Protocollo di intesa per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria" sottoscritto, in linea con le raccomandazioni europee, dal Ministro dell'Economia, dal Governatore della Banca d'Italia, dai Presidenti di Isvap e Consob.

[13] Il Comitato è stato istituito con Decreto Legge 12 ottobre 2001, convertito con legge 14 dicembre 2001 n. 431, subito dopo gli attentati del l'11 dicembre 2001, in ottemperanza agli obblighi internazionali assunti dall'Italia nella strategia di contrasto alle attività connesse al terrorismo internazionale. Il Comitato è presieduto del Direttore Generale del Tesoro ed composto da rappresentanti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, del Ministero degli Affari Esteri, del Ministero della Giustizia, del Ministero dell'Interno, della

prevenzione, contrasto e repressione del finanziamento del terrorismo e dell'attività dei paesi che minacciano la pace e la sicurezza internazionale nonché dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio.

Garanzie pubbliche sulle passività bancarie e ricapitalizzazione delle banche

L'introduzione di garanzie pubbliche sulle passività bancarie e l'ingresso dello Stato nel capitale delle banche possono avere importanti riflessi in tema di trasparenza e corretta informativa agli azionisti.

La possibilità che lo Stato garantisca le emissioni di obbligazioni bancarie richiede una piena trasparenza verso il mercato sull'intenzione delle banche di usufruire della garanzia e sulle commissioni pagate per ottenerla. Né può determinare tensione fra istanze di trasparenza e di stabilità, poiché l'intenzione di usufruire della garanzia pubblica non può essere interpretata come un segnale di gravi difficoltà e rappresentare quindi un disincentivo all'utilizzo di tale possibilità, ma deve essere uno strumento di impegno per sostenere il credito alle imprese.

Allo stesso modo, la possibilità che lo Stato sottoscriva azioni o altri strumenti ibridi di capitale al fine di rafforzare il patrimonio di vigilanza richiede una piena informativa al mercato per dare trasparenza all'impatto dell'operazione sui principali *ratios* patrimoniali. Profili di trasparenza simili si pongono in relazione ad approcci differenti di intervento, basati ad esempio sul riacquisto di (o garanzie su) titoli illiquidi detenuti dalle banche da parte di soggetti o fondi a capitale pubblico.

I due approcci – ricapitalizzazione o riacquisto di titoli illiquidi – si pongono come alternativi nella misura in cui le difficoltà che le banche incontrano nel raccogliere risorse da soggetti privati sul mercato dei capitali dipendono dal persistere di incertezze da parte dei potenziali nuovi investitori sull'emersione di nuove perdite e dalla percezione di una insufficiente trasparenza nella valorizzazione in bilancio di *asset* e titoli illiquidi.

Si pone poi un profilo di compatibilità di questi interventi con la disciplina comunitaria sugli aiuti di Stato e la necessità dell'attivazione di misure di coordinamento a livello comunitario che assicurino un *level playing field*, evitando che le banche di alcuni Stati membri possano essere avvantaggiate rispetto a quelle residenti in altri Stati[14].

Consob, della Banca d'Italia, dell'Unità di Informazione Finanziaria, dell'Isvap, della Guardia di Finanza, dell'Arma dei Carabinieri, della Direzione Nazionale Antimafia e della Direzione Investigativa Antimafia.

[14] La Commissione Europea, in una comunicazione del 25 febbraio 2009, ha affrontato il tema con riferimento ai programmi di riacquisto dei cosiddetti titoli "tossici".

Modifiche dei principi contabili internazionali

L'applicazione della valutazione al *fair value* di strumenti finanziari senza mercati secondari attivi[15] (e con prezzi che riflettono un elevato premio per il rischio di liquidità e di "valutazione" dei prodotti) ha determinato forti svalutazioni dell'attivo degli intermediari più esposti al mercato dei prodotti strutturati causando una riduzione del patrimonio di vigilanza. Questa dinamica ha amplificato i timori di ripercussioni sistemiche della crisi e ha reso urgenti operazioni di rafforzamento patrimoniale per il sistema bancario proprio in una fase caratterizzata dalla scarsa propensione degli investitori privati a sottoscrivere aumenti di capitale.

In questo scenario, la Sec e il *Financial Accounting Standard Board* (Fasb), l'organo indipendente preposto all'emanazione dei principi contabili negli Usa, hanno fornito specifiche linee guida per la corretta applicazione del principio del *fair value* in presenza di turbolenze di mercato che determinano forte volatilità e scarsa liquidità dei mercati, chiarendo le modalità di utilizzo dei modelli interni di valutazione in luogo dei prezzi di mercato. Il 7 ottobre il Consiglio Ecofin ha sottolineato la necessità di evitare disparità di trattamento degli emittenti europei rispetto a quelli americani, sollecitando al riguardo un rapido intervento da parte della Commissione Europea.

Per questi motivi, prendendo atto degli orientamenti espressi dall'Eurogruppo e dall'Ecofin, l'*International Accounting Standard Board* (Iasb), organo indipendente preposto all'emanazione degli standard contabili in ambito europeo, il 13 ottobre 2008 ha approvato una modifica allo Ias 39 con la quale, al ricorrere di determinate circostanze, si consente alle società di riclassificare gli strumenti finanziari detenuti per la negoziazione (ad esclusione dei derivati) fra quelli detenuti fino a scadenza, permettendone quindi la valutazione al costo storico piuttosto che al *fair value*. La Commissione Europea, il 15 ottobre 2008 (quindi dopo soli 2 giorni), ha recepito la modifica nell'ordinamento europeo[16].

Il problema sul quale si è ritenuto di intervenire nasce dal fatto che il calcolo del patrimonio di vigilanza per gli emittenti bancari quotati è agganciato alle risultanze contabili così come derivanti dall'applicazione dei principi contabili Ias/Ifrs e ciò dà luogo

---

[15] In base ai principi contabili internazionali Ias/Ifrs, applicabili a tutte le società quotate europee sin dal 2005, il *fair value* è definito come il valore al quale un'attività può essere scambiata (o una passività può essere estinta) tra parti informate, indipendenti e consapevoli. In particolare, il principio contabile Ias 39, "*Strumenti finanziari: rilevazione e misurazione*" fornisce alcune indicazioni sulle modalità di determinazione del *fair value* per gli strumenti finanziari in presenza di un mercato attivo, in grado di esprimere valori rappresentativi (le quotazioni di un titolo) ovvero in presenza di un mercato inattivo (in tal caso si ricorre a modelli matematici di valutazione). Il principio Ias 39 prevede la valutazione a *fair value* degli strumenti finanziari detenuti per la negoziazione e di quelli disponibili per la vendita, mentre quelli detenuti sino a scadenza sono valutati al costo.

[16] Sulla base delle informazioni al 3^ trimestre 2008, 14 banche quotate italiane (su un totale di 27) si sono avvalse delle nuova possibilità di disapplicare la valutazione a *fair value* e per due di esse gli effetti positivi sono stati consistenti (minori perdite per 856 e 141 milioni di Euro).

ad un potenziale contrasto fra norme di stabilità (fondate sulla disciplina del calcolo dei requisiti patrimoniali) e di trasparenza (alla base dei principi contabili internazionali).

L'obiettivo della disciplina contabile è quello di fornire agli operatori tutte le informazioni sulla situazione patrimoniale ed economica degli emittenti quotati necessarie per assumere consapevoli decisioni di investimento e, in quest'ottica, il principio del *fair value* rappresenta un elemento cardine del sistema. La logica alla base della disciplina sul calcolo dei requisiti patrimoniali riflette, invece, l'obiettivo di assicurare che il patrimonio delle banche rifletta correttamente la rischiosità dell'attivo, rischiosità che tuttavia è valutata sulla base di logiche e modelli diversi dalla mera registrazione di un effetto di volatilità del mercato indotto dall'applicazione del principio del *fair value*.

Si tratta, in realtà, di una questione di più ampia portata, che riguarda il tema della cosiddetta prociclicità delle regole di Basilea II sui requisiti patrimoniali, nel senso che tali regole contribuirebbero ad amplificare le fluttuazioni del ciclo economico. I requisiti patrimoniali dipendono, infatti, dalle insolvenze e dal merito di credito dei debitori, fattori che tendono a peggiorare durante una recessione determinando un aumento del fabbisogno di patrimonio di vigilanza, che, a sua volta, può generare una restrizione del credito capace di accentuare gli impulsi recessivi. Il calcolo del patrimonio di vigilanza sulla base della regola contabile del *fair value* è senza dubbio un elemento che accentua la prociclicità delle regole di Basilea II, ma gli interventi di modifica dello Ias39 non sono naturalmente, da soli, risolutivi del problema e, allo stesso tempo, hanno un elevato costo in termini di trasparenza e riduzione del contenuto informativo dei bilanci.

Il dialogo internazionale tra organismi che emanano regole di trasparenza e Autorità di vigilanza prudenziale è quindi indispensabile per valutare possibili soluzioni comuni sul tema e per giungere a posizioni concordate che possano salvaguardare la funzione di trasparenza svolta dai principi contabili internazionali.

Divieto di vendite allo scoperto

L'obiettivo dei provvedimenti volti a limitare o a vietare le vendite allo scoperto di titoli azionari è quello di mitigare brusche correzioni dei corsi e garantire un corretto e ordinato processo di formazione dei prezzi, riducendo le possibilità di abusi di mercato. Tali provvedimenti hanno, inoltre, valore segnaletico che può contribuire, in un contesto di forti turbolenze e almeno nel breve termine, a ripristinare un clima di maggiore fiducia sui mercati.

In situazioni di particolare tensione, le vendite allo scoperto possono esasperare *trend* ribassisti, disorientare gli operatori, determinare disordine negli scambi ed eccessi di reazione. Esse, inoltre, possono amplificare i rischi per l'integrità del mercato poiché con l'intensificarsi di tale tipologia di operatività aumenta la probabilità di *fail* nel processo di regolamento degli scambi.

I provvedimenti adottati dopo il *default* Lehman hanno contribuito a contrastare pressioni ribassiste; è d'uopo però considerare che tali misure non possono produrre risultati risolutivi e possono essere adottate per periodi di tempo limitati; vi sono infatti evidenze che il divieto di vendite allo scoperto può determinare riduzione della liquidità e dell'efficienza informativa del mercato[17].

L'esperienza maturata dimostra che, al fine di rendere pienamente efficaci i provvedimenti di divieto di vendite allo scoperto e di eliminare opportunità di arbitraggi regolamentari che portano alla concentrazione di pressioni speculative sulle piazze finanziarie che adottano un approccio più liberista, è necessario il massimo coordinamento sul piano internazionale e un approccio omogeneo da parte di tutti i paesi.

I provvedimenti adottati dai paesi Europei, nonostante i tentativi di coordinamento in sede Cesr, non sono stati, invece, uniformi, sia per tempistica che per contenuti e portata. Alcuni paesi hanno vietato solo le cosiddette *naked short sales*, cioè le vendite allo scoperto non assistite da operazioni di copertura tramite prestito titoli, mentre altri hanno vietato anche le cosiddette *covered short sales*, ossia le vendite allo scoperto assistite da operazioni di copertura tramite prestito titoli, nonché l'assunzione di qualsiasi tipo di posizione ribassista, realizzabile anche attraverso strumenti derivati; alcuni paesi hanno ristretto la portata del divieto alle operazioni realizzate sui mercati regolamentati, mentre in altri paesi il divieto è stato esteso anche alle operazioni realizzate su sistemi multilaterali di negoziazione e sui mercati Otc; alcuni paesi hanno poi ristretto il divieto ad un sottoinsieme di titoli del listino, tipicamente i titoli di emittenti finanziari più colpiti dalla crisi, mentre altri hanno esteso il divieto a tutti i titoli negoziati su mercati regolamentati.

Il mancato coordinamento e la disomogeneità di approccio possono produrre effetti distorsivi nella competizione fra mercati e intermediari. Operazioni di vendita allo scoperto su titoli quotati vietate su un mercato regolamentato di un paese non ne intaccano la liceità su piattaforme di scambio alternative (ad esempio, su un sistema multilaterale di negoziazione – cosiddetto Mtf) o su mercati regolamentati di altri paesi. Di conseguenza, gli operatori possono avere incentivi a spostare la propria operatività dai mercati regolamentati dove vige il divieto di vendere allo scoperto verso mercati o piattaforme alternative di *trading* sui quali è possibile negoziare i medesimi titoli anche allo scoperto. Infatti, per tali motivazioni, è emersa una tendenza ad utilizzare come *broker* intermediari finanziari non sottoposti alla vigilanza diretta dell'Autorità che ha disposto il divieto, prediligendo intermediari residenti in altri paesi per i quali l'attività di *enforcement* è meno efficace.

---

[17] In presenza di vincoli sulle vendite allo scoperto, quando l'informazione rilevante diventa pubblica, dal momento che le informazioni negative non sono state precedentemente incorporate nei prezzi tramite il *trading* degli *short sellers*, ci saranno degli aggiustamenti dei prezzi molto più forti nel caso di notizie negative piuttosto che positive.

L'esperienza di vigilanza ha messo in evidenza come l'*enforcement* dei provvedimenti risulti particolarmente complessa nei confronti di intermediari esteri – che generano oltre la metà degli scambi sul nostro mercato azionario – e postula una attiva e tempestiva cooperazione da parte delle Autorità di Vigilanza degli altri paesi; cooperazione che la Consob ha prontamente attivato.

4. Le implicazioni della crisi per le Autorità di vigilanza

La crisi finanziaria ha sollecitato una profonda riflessione sull'approccio complessivo all'attività di vigilanza e di produzione normativa.

Nel dibattito che si sta sviluppando attorno alla crisi gli interrogativi sul fallimento del mercato si intrecciano con quelli sulle carenze regolamentari e sulla scarsa efficacia della prassi di vigilanza. In particolare, con riferimento alle difficoltà incontrate nel perseguire gli obiettivi di stabilità, trasparenza e correttezza, le Autorità si interrogano sull'efficacia dei loro interventi e sull'adeguatezza degli strumenti di vigilanza. Sono in discussione la capacità di intercettare per tempo le anomalie, la flessibilità operativa, la necessità di riflettere sull'efficacia dell'approccio *risk-based* di pianificazione della vigilanza, l'adeguatezza delle risorse umane e tecnologiche impiegate per presidiare i processi innovativi. È diffusa la consapevolezza che il rafforzamento della cooperazione internazionale non possa prescindere da un rapido allineamento delle prassi operative.

In Europa tali riflessioni sono sempre più presenti nel processo di formazione dei nuovi assetti normativi e regolamentari, alla ricerca del giusto equilibrio tra "principi" e "norme", e di efficaci meccanismi di *enforcement*.

Come in precedenza illustrato, vi è stata un'accelerazione nel dibattito su alcuni temi da tempo nell'agenda delle istituzioni e degli organismi internazionali chiamati a rivedere l'assetto delle regole e a dettare standard e principi di fondo che dovranno essere applicati dai singoli paesi, in particolare in materia di agenzie di rating, di fondi speculativi, di principi contabili internazionali, di vendite allo scoperto e di risparmio gestito.

Intenso è anche il confronto sulla revisione dei meccanismi di quantificazione dei rischi assunti dagli intermediari e di determinazione dei requisiti patrimoniali. Su questo tema si innesta anche il dibattito su questioni correlate che si collocano in aree di intersezione fra le competenze dei regolatori di stabilità e quelle più tipiche delle Autorità preposte ai controlli di trasparenza e correttezza, quali la struttura e la necessità di interventi sugli assetti di *governance* degli intermediari, i meccanismi di controllo interno e le procedure per il monitoraggio e il presidio dei rischi, la necessità di responsabilizzazione degli organi di governo societario rispetto alle funzioni di *risk management* e la rilevanza dei meccanismi di remunerazione degli amministratori e dei dirigenti di più alto livello rispetto alla propensione ad assumere e gestire i rischi finanziari.

Le riflessioni sulla riforma degli assetti di vigilanza, illustrate nel paragrafo precedente, sono scaturite in larga misura da preoccupazioni legate a una efficace applicazione della disciplina delle regole di micro-stabilità e di gestione delle crisi bancarie, che sono state amplificate dai rilevanti problemi di trasparenza informativa.

La crisi ha messo in evidenza come, indipendentemente dall'assetto delle regole, comportamenti percepiti come razionali a livello *micro* (cioè a livello di singolo soggetto economico, sia esso intermediario o investitore) possono essere fortemente destabilizzanti a livello sistemico.

È emersa quindi con forza la necessità di un approccio di vigilanza strutturato non solo per i profili di "micro-stabilità" –in relazione al rischio che un soggetto attui strategie di comportamento che ne possano compromettere la solvibilità e la liquidità – ma anche per i profili di macro-stabilità e di presidio del rischio che uno *shock* di natura sistemica possa riverberarsi su una vasta platea di soggetti innescando condotte imitative che ne possono amplificare gli effetti.

Nell'ambito delle riflessioni e del confronto su questi temi si pone la necessità di ridefinire ruoli e modalità di interazione fra le Autorità di vigilanza dei diversi comparti del sistema finanziario sia in senso "orizzontale", in relazione ai rapporti fra Autorità con diverse competenze, sia in senso "verticale", in relazione ai rapporti fra organismi o Autorità internazionali e Autorità nazionali.

In relazione al primo aspetto, la ripartizione di responsabilità "per finalità" dei controlli rappresenta un modello che può consentire di gestire in maniera efficace il *trade off* fra trasparenza e stabilità che si amplifica nelle fasi di turbolenza ma necessita di efficaci e tempestive forme di cooperazione e di scambio di informazioni fra Autorità.

In relazione al secondo aspetto, il bilanciamento fra "centro" e "periferia" nell'allocazione delle responsabilità di vigilanza non può comunque prescindere dalla necessità di un deciso rafforzamento dei meccanismi di scambio di informazioni e da una cooperazione rafforzata fra Autorità nazionali, che non può prescindere da una più ampia armonizzazione delle prassi di vigilanza e delle modalità applicative e interpretative delle norme.

Il carattere globale della crisi ha evidenziato come, in un mercato dei capitali sempre più integrato e dove i portafogli delle famiglie e degli investitori istituzionali hanno ormai una diversificazione internazionale elevata, è molto complesso fronteggiare, a livello di singolo paese, gli effetti derivanti da scelte e approcci di vigilanza di istituzioni e Autorità di altri paesi.

In ambito europeo, questi aspetti derivano, in certa misura, dal fatto che la tendenza della disciplina comunitaria a incentrare le responsabilità di vigilanza quasi interamente sull'Autorità del paese di origine, al fine di perseguire il legittimo obiettivo di favorire l'operatività transfrontaliera e incentivare l'integrazione fra mercati, si combina con la

polarizzazione degli operatori attivi su base *cross-border* su un numero molto limitato di centri finanziari (il Regno Unito per i prestatori di servizi di investimento e Irlanda e Lussemburgo per la gestione collettiva del risparmio e la raccolta di capitale di debito e di prodotti strutturati). Si può creare dunque uno squilibrio nell'allocazione delle responsabilità di vigilanza e dei poteri di *enforcement* che non necessariamente garantisce la protezione degli investitori al dettaglio.

In questo scenario di intenso confronto nelle sedi internazionali, la Consob ha dato un contributo attivo in tutti i gruppi che si stanno occupando dei temi citati, offrendo un apporto di idee e di riflessioni che scaturiscono dalle esperienze di vigilanza maturate in ambito domestico.

Di particolare rilievo sono gli impegni collegati alla co-presidenza della *Task force* Iosco sugli *hedge fund*, che ha già prodotto un primo documento sul tema, e alla presidenza del gruppo Cesr di esperti sul risparmio gestito, nell'ambito del quale la Consob ha contribuito ai lavori della direttiva Ucits IV attraverso la predisposizione del parere sull'introduzione del passaporto europeo per le società di gestione del risparmio. Il gruppo sul risparmio gestito continuerà ad avere un ruolo significativo nell'assistere la Commissione Europea nella preparazione delle norme di livello 2 che dovranno accompagnarne la definitiva implementazione della direttiva. Gli approfondimenti finalizzati ad un corretto funzionamento del passaporto toccano i requisiti organizzativi, il *risk management*, le regole di condotta ed i conflitti di interesse delle società di gestione del risparmio.

La crisi sollecita inoltre approfondimenti sui depositari e la predisposizione di un documento sintetico che sostituirà il prospetto semplificato, per facilitare la comprensione da parte degli investitori finali dei *trade off* rischio-rendimento, nonché per assicurare un adeguato livello di cooperazione tra Autorità competenti.

In ambito domestico la crisi ha sollecitato la Consob ad intraprendere una serie di azioni sul piano della regolamentazione e della vigilanza.

Le risposte operative più direttamente collegate o condizionate dalla crisi fanno riferimento innanzitutto a criticità evidenziate sul versante della correttezza e della trasparenza degli operatori attivi nel settore dei servizi di investimento nei confronti degli investitori *retail*. In questo ambito, è proseguita l'attività di "livellamento del terreno di gioco" sul fronte dei prodotti caratterizzati da profili rischio/rendimento comparabili, originati da intermediari differenti ed inseriti nei portafogli della clientela. Questa attività ha portato alla definizione delle caratteristiche del prospetto dei prodotti assicurativi caratterizzati da un'alta connotazione finanziaria, chiedendo alle imprese assicurative di fornire ai sottoscrittori delle polizze elementi che consentano loro di valutare la probabilità di conseguire rendimenti superiori al tasso cosiddetto *risk-free*. È stata inoltre condotta un'attività di confronto con gli operatori attivi nel settore dei servizi di investimento al fine di definire le modalità più appropriate per un allineamento delle rispettive prassi alla

normativa Mifid; tale attività, come anticipato, si è recentemente conclusa con la stesura di specifiche raccomandazioni finalizzate a rendere più trasparenti le caratteristiche finanziarie dei prodotti caratterizzati da un elevato grado di complessità e illiquidità, e le componenti di costo ad esse associate.

Un altro intervento di rilievo riguarda la prossima emanazione delle norme di attuazione della disciplina codicistica in materia di operazioni con parti correlate, tema che ha rappresentato storicamente una delle maggiori criticità connesse alla *governance* delle imprese e alla possibilità di realizzare efficaci forme di protezione degli azionisti di minoranza, alla luce delle caratteristiche strutturali degli assetti proprietari delle società quotate (diffusa presenza di azionisti di controllo e di meccanismi di separazione fra diritti di voto e diritti patrimoniali).

La crisi impone comunque una riflessione più approfondita sull'intero apparato regolamentare, divenuto particolarmente complesso, anche a valle dell'intensa attività di recepimento delle direttive europee. La stessa legge sul risparmio prevede peraltro un processo periodico di revisione della regolamentazione.

Tali interventi saranno più diffusamente analizzati nel successivo Capitolo III "L'attività regolamentare". Nel successivo Capitolo II "L'attività di vigilanza" verranno più dettagliatamente illustrati gli interventi operativi di vigilanza condotti in ambito domestico.

La Consob è stata impegnata in una serie di interventi che hanno avuto, almeno in una prima fase, la finalità di acquisire tutti gli elementi conoscitivi necessari per valutare i potenziali effetti della crisi a livello aggregato e di singolo soggetto vigilato e, successivamente, quella di mitigarne gli effetti e di garantire trasparenza dell'informativa societaria, condizioni di ordinato svolgimento delle transazioni sui mercati e puntuale applicazione delle regole di condotta nella prestazione di servizi di investimento.

Con riferimento più specifico all'azione di vigilanza sugli emittenti, le problematiche evidenziate dalla crisi hanno portato ad orientare l'attività sulla verifica degli assetti organizzativi, della efficacia dei sistemi di controllo interno, della funzione di *compliance* e delle rispettive collocazioni all'interno dei sistemi di governo societario.

In presenza di mercati caratterizzati da turbolenze generalizzate – su cui hanno influito debolezze strutturali di alcuni operatori, crisi di fiducia indotte dalla difficoltà di capire la vera portata e le vere implicazioni della crisi e i timori di attacchi speculativi – l'attività di monitoraggio delle dinamiche dei mercati ha rappresentato un punto di riferimento obbligato per valutare la rilevanza delle singole componenti sul mercato nazionale e per poter mettere in campo interventi mirati. Sotto questo specifico profilo l'attività dell'Istituto si è in gran parte svolta all'interno di un quadro coordinato a livello internazionale, per garantire uniformità e coerenza complessiva agli interventi, pur nel rispetto delle specificità nazionali. A ciò sono riconducibili le azioni intraprese sulle

vendite allo scoperto e le riflessioni sull'opportunità di pervenire ad un regime di *disclosure* delle posizioni ribassiste secondo un orientamento che si va consolidando anche in sede internazionale, riflessioni che hanno portato a prevedere consultazioni con l'industria per verificare i potenziali costi e benefici di un'iniziativa in tale senso.

Il Capitolo finale "Le aree di rischio e le linee strategiche per il 2009" delinea quelle che, alla luce delle esperienze maturate nel corso delle crisi, saranno le strategie e gli approcci di vigilanza nei diversi settori istituzionali per i prossimi mesi.

I temi di maggiore rilievo riguardano i controlli sull'informativa societaria e sulla *disclosure* di alcuni elementi critici dell'informativa contabile – continuità aziendale, verifiche sulle perdite di valore di specifici *asset* e rappresentazione dei rischi finanziari – anche in occasione di tensioni o crisi finanziarie degli emittenti.

In materia di intermediari e di servizi di investimento la strategia di vigilanza è volta a verificare la necessaria coerenza delle politiche commerciali adottate dagli operatori rispetto alle caratteristiche e ai bisogni della propria clientela, attraverso forme di interazione e dialogo con i soggetti vigilati che garantiscano allo stesso tempo una puntuale applicazione della nuova disciplina dettata dalla MiFID e incisive forme di *enforcement* soprattutto nei confronti dei soggetti più rilevanti nell'intermediazione dei flussi del risparmio delle famiglie.

Rimane prioritario individuare meccanismi per rilanciare l'industria del risparmio gestito, poiché l'elevata diffusione del risparmio amministrato continua a rappresentare un elemento di strutturale debolezza del nostro sistema rispetto a quello di altri paesi con mercati dei capitali più sviluppati e amplifica l'esposizione a *shock* sistemici collegati a *default* e crisi finanziarie. Per ciò che riguarda, infine, i controlli sui mercati, i profili della crisi si intersecano con quelli collegati all'integrazione e al consolidamento fra le strutture di *trading*, in uno scenario un cui sarà necessario bilanciare attentamente le finalità collegate alla salvaguardia della posizione competitiva della piazza finanziaria italiana e le esigenze di internazionalizzazione e di apertura degli assetti proprietari delle società di gestione che riflettono un *trend* in atto ormai da diversi anni a livello internazionale.

II – L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA

1. Gli interventi di vigilanza collegati al default *Lehman Brothers*

Il fallimento di Lehman Brothers fornisce un esempio evidente di quanto possa essere rilevante l'impatto a livello locale di uno *shock* internazionale. Il fallimento ha infatti coinvolto tutte le entità europee del gruppo americano e, in particolare, la *holding* costituita nel Regno Unito che operava in modo esteso in tutta Europa tramite succursali. Il gruppo Lehman Brothers era presente in Italia attraverso soggetti abilitati a prestare servizi di investimento o di gestione collettiva (Lehman Brothers A.M. Italy Sgr, società di gestione autorizzata ma non ancora operativa, e Lehman Brothers International, succursale di impresa di investimento comunitaria che prestava i servizi di consulenza e negoziazione, in specie su derivati, anche con enti locali e casse di previdenza, con circa 150 dipendenti in Italia). Inoltre, Lehman Brothers International negoziava direttamente sui mercati gestiti da Borsa Italiana tramite "accesso remoto" (collegamento telematico diretto) e ricopriva la qualifica di operatore principale nei mercati gestiti dalla società Mts Spa (Mercato Telematico Titoli di Stato e altri titoli a reddito fisso).

Per oltre 1.000 fra titoli azionari e obbligazionari di società del gruppo Lehman Brothers in circolazione, una sola emissione di titoli obbligazionari è riferibile ad un prospetto informativo di offerta e quotazione approvato dalla Consob (nel novembre 2005). Da fine 2005, entrata in vigore la Direttiva Prospetto 2003/71/CE, a fine 2007, il collocamento di obbligazioni Lehman sul mercato italiano ha beneficiato del passaporto europeo, per cui i relativi prospetti sono stati approvati dalle competenti Autorità estere (quelle dell'Irlanda e del Lussemburgo[18]), con esclusione di poteri di controllo e vigilanza dell'Autorità del paese ospitante, in questo caso la Consob.

Il 15 settembre 2008, appresa la notizia della presentazione da parte della holding americana del gruppo Lehman Brothers dell'istanza di fallimento, in collegamento con Banca d'Italia e Isvap, è stata avviata la ricognizione del conseguente rischio potenziale per il sistema italiano. Ciascuna Autorità si è impegnata ad assumere nei tempi più rapidi possibili le informazioni relative ai diversi settori del mercato, ed è stata quindi iniziata immediatamente un'indagine ricognitiva dell'esposizione di emittenti, mercati e investitori in forme di risparmio gestito o amministrato.

Lo stesso 15 settembre è stata indirizzata ad un campione significativo di emittenti non finanziari (40 società) una richiesta di informazioni mirata ad evidenziare la posizione relativa a derivati, a depositi o linee di credito, nonché a titoli in portafoglio emessi o

[18] Risulta infatti che nel periodo compreso tra il 1 gennaio 2008 e il 30 giugno 2008 i prospetti approvati dall'Irlanda sono stati 725, mente quelli approvati nello stesso periodo dal Lussemburgo sono stati 863.

garantiti dal gruppo Lehman Brothers o da soggetti ad esso riconducibili. I risultati dell'analisi non hanno evidenziato rischi significativi a livello di sistema.

Sempre il 15 settembre, prima dell'apertura dei mercati, sono stati presi contatti con Borsa Italiana per valutare gli interventi relativi all'operatività del gruppo Lehman sui mercati italiani. Il 16 settembre, a seguito di comunicazione della Banca d'Italia, la Cassa di Compensazione e Garanzia ha avviato la procedura prevista in caso di inadempimento di un partecipante indiretto (negoziatore) ai mercati, mentre Monte Titoli ha proceduto alla liquidazione delle posizioni garantite da controparte centrale ed ha provveduto allo stralcio di quelle non garantite.

Il 25 settembre è stato avviato un accertamento ispettivo presso la succursale italiana di Lehman Brothers International (Europe), impresa di investimento comunitaria, con casa madre in Londra, abilitata alla prestazione dei servizi di investimento in Italia. Dalle risultanze preliminari è emerso che tale succursale svolgeva un'attività promozionale e commerciale dei servizi resi dalla casa madre, con successivi contatti diretti fra cliente italiano e sede centrale inglese dell'intermediario.

Dagli accertamenti svolti e dalle evidenze raccolte è emerso che l'impatto del *default* del gruppo Lehman Brothers sulla clientela italiana si è manifestato prevalentemente attraverso il mercato delle polizze assicurative di tipo *index linked* (con 1,6 miliardi di euro di prodotti agganciati ad obbligazioni Lehman collocati fra i risparmiatori italiani) e il risparmio amministrato (da indagini campionarie che hanno coinvolto i principali gruppi bancari, la presenza di titoli di società del gruppo Lehman Brothers nei *dossier* della clientela risultava pari a circa 1,1 miliardi di euro), mentre l'impatto del *default* è stato meno rilevante sul risparmio gestito su base individuale (409 milioni di euro di titoli Lehman, pari allo 0,1 per cento del patrimonio gestito) e collettivo (138 milioni di euro di titoli Lehman, pari allo 0,05 per cento del patrimonio gestito). Per ciò che riguarda invece le posizioni in derivati OTC con clientela italiana sono risultati contratti con la Repubblica Italiana e con tre Regioni (Lazio, Marche, Sicilia), mentre non si sono registrate posizioni in derivati con Comuni o Province.

Le attività di vigilanza si sono estese anche alle polizze assicurative *index linked* collegate a obbligazioni o prodotti di società del gruppo collocati tramite prospetto informativo ad investitori al dettaglio ed aventi come sottostante tali prodotti (pari come prime accennato a oltre 1,6 miliardi di euro).

Per tale motivo il 24 settembre 2008 Consob e Isvap hanno chiesto congiuntamente alle imprese assicurative di fornire informazioni ai clienti circa la procedura concorsuale e le motivazioni dell'eventuale impossibilità di pubblicare il valore degli strumenti collegati alle polizze.

Gli interventi di vigilanza sono stati finalizzati a garantire la massima trasparenza dell'informativa al pubblico sull'evoluzione del rischio di credito dei prodotti e sulle

iniziative a tutela degli investitori adottate dalle imprese di assicurazione. In particolare, le iniziative a tutela degli investitori hanno riguardato circa 1,3 miliardi di euro degli 1,6 miliardi complessivi di prodotti con emittente Lehman Brothers. Tali iniziative nella gran parte dei casi prevedono la restituzione del premio versato alla scadenza originaria del prodotto.

Il 26 settembre, per ciò che riguarda più in generale l'intero settore dei servizi di investimento, è stato raccomandato agli intermediari detentori, per conto degli investitori, di strumenti finanziari riconducibili alle società del gruppo Lehman Brothers di adottare disposizioni interne volte a consentire alla rete commerciale e ai "punti di contatto" di fornire alla clientela un'informativa tempestiva ed adeguata.

Le principali associazioni di categoria (Assoreti, Abi, Assogestioni e Assosim) hanno supportato questa iniziativa avviando interventi nella direzione auspicata.

L'Abi, in particolare, ha comunicato di avere assunto una serie di iniziative a tutela dei crediti vantati dai possessori di titoli emessi dalle società del gruppo Lehman nell'ambito delle procedure di crisi avviate nei loro confronti. Tale decisione è da ricondurre, tra l'altro, alla presenza dei titoli obbligazionari Lehman Brothers nella lista dei titoli a basso rischio di credito – basato sul giudizio delle agenzie di rating – prevista dalla procedura di monitoraggio "Patti Chiari" sponsorizzata dall'Abi. Successivamente al *default* Lehman Brothers tale lista non è più prodotta nell'ambito della procedura "Patti Chiari".

Inoltre, sulla base di esposti di clienti che segnalavano una non compiuta informativa sul profilo di rischio dei titoli di cui trattasi, sono state formulate specifiche richieste alle banche di medio-piccola dimensione interessate dalla vicenda.

Le banche interpellate hanno fatto presente di non avere mai effettuato sollecitazione all'investimento in detta tipologia di titoli e di essersi attenute alle indicazioni previste nell'ambito dell'iniziativa "Patti Chiari" che inseriva i titoli riconducibili a Lehman fra quelli a basso rischio. I medesimi intermediari hanno altresì riferito di avere informato la clientela circa le iniziative avviate per garantire assistenza degli investitori.

2. La vigilanza sull'integrità del mercato e sul divieto di vendite allo scoperto

In linea con le misure adottate dalle Autorità di vigilanza dei principali paesi industrializzati al fine di mitigare le eccezionali turbolenze sui mercati azionari, fra settembre e ottobre 2008 la Consob ha assunto provvedimenti in materia di divieto di vendite allo scoperto con l'obiettivo di limitare brusche correzioni al ribasso dei corsi azionari e concorrere a garantire un corretto e ordinato processo di formazione dei prezzi, riducendo le possibilità di abusi di mercato.

Il 19 settembre, in condizioni di mercato ancora relativamente stabili, sono stati richiamati gli operatori al puntuale rispetto delle regole in materia di consegna dei titoli nell'ambito di operazioni di vendita allo scoperto. Il lunedì successivo, 22 settembre, dopo la chiusura della borsa, valutato l'andamento del mercato, è stato adottato un provvedimento più restrittivo, richiedendo che la vendita di azioni di banche e assicurazioni quotate fosse assistita dalla disponibilità dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione, al fine di contrastare manovre speculative idonee a produrre effetti anomali sulle quotazioni.

Tra il 23 settembre e il 7 ottobre, in sole 11 sedute, l'indice del settore bancario ha registrato una flessione del 16 per cento. Il titolo Unicredit nello stesso intervallo temporale ha subito una perdita complessiva del 22,93 per cento, registrando le variazioni negative più significative, pari rispettivamente a – 8,25 e – 9,28 per cento, nelle sedute del 29 e del 30 settembre.

La collaborazione con Borsa Italiana è stata continua; nelle sedute più critiche (29 e 30 settembre) Borsa Italiana ha frequentemente adottato provvedimenti di temporanea sospensione delle contrattazioni, tendenti a mitigare gli eccessi speculativi[19].

Il 30 settembre la Consob, valutato l'andamento del mercato, ha attivato iniziative di vigilanza anche di natura ispettiva, avvalendosi della collaborazione della Guardia di Finanza, per accertare il rispetto del divieto di vendite allo scoperto e indagare sulle cause del crollo delle quotazioni di titoli bancari. Le indagini hanno mirato ad individuare in particolare i committenti finali delle operazioni in vendita e la regolarità delle operazioni disposte.

Lo stesso giorno sono state attivate richieste di cooperazione internazionale per ottenere informazioni più approfondite in relazione all'attività di intermediari di diritto estero operanti direttamente sui mercati gestiti da Borsa Italiana (c.d. *remote member*) che non avevano consegnato i titoli nei tempi dovuti ovvero risultati particolarmente attivi sul lato delle vendite di titoli bancari nella seduta del 29 settembre.

Il 1° ottobre la valutazione degli esiti preliminari degli accertamenti disposti e l'andamento ancora fortemente negativo del mercato hanno indotto la Consob ad adottare ulteriori misure restrittive, prescrivendo che le vendite allo scoperto di azioni di società bancarie e assicurative fossero assistite, oltre che dalla disponibilità, anche dalla proprietà dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolazione dell'operazione.

Lo stesso 1° ottobre, sono state estese le richieste di cooperazione internazionale per gli intermediari di diritto estero maggiormente attivi sul lato delle vendite di titoli bancari anche nella seduta del 30 settembre.

---

[19] Il titolo Unicredit è stato rinviato in asta di pre-apertura per 4 volte il 29 settembre 2008, per 6 volte il 30 settembre 2008 e per ben 10 volte nella seduta del 7 ottobre 2008.

Complessivamente, sono state inviate 11 richieste di cooperazione internazionale in relazione all'operatività allo scoperto sulle azioni di 4 emittenti finanziari italiani (Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Milano, Unicredit e Unipol). In particolare, è stata richiesta la cooperazione da parte delle Autorità di 4 Stati Membri (Francia, Germania, Regno Unito e Svezia) e di un paese non appartenente all'Unione Europea (Bermuda) relativamente all'operatività di 11 intermediari (cinque del Regno Unito; uno tedesco; tre francesi, uno svedese e uno con sede alle Bermuda) di cui 9 membri remoti del mercato azionario italiano.

Il 7 ottobre, sulla base dei primi accertamenti e delle evidenze raccolte, è stato adottato un provvedimento d'urgenza con il quale è stato ordinato a un intermediario italiano di non consentire a due soggetti esteri l'accesso alle negoziazioni di titoli bancari e assicurativi negoziati sul mercato italiano. L'intermediario non era stato in condizione di regolare a scadenza le vendite di titoli Unicredit concluse per conto di tali soggetti nelle giornate del 25 e 30 settembre.

Il 9 ottobre, tenendo conto delle esigenze rappresentate dalla Consob anche sulla base delle indicazioni provenienti dalle Associazioni degli intermediari, Borsa Italiana e *London Stock Exchange* hanno annunciato il rinvio al 10 novembre 2008 della migrazione dei mercati italiani sulla piattaforma inglese. Tale decisione è da ricondurre all'inopportunità di cambiamenti organizzativi di notevole portata nelle difficili condizioni di mercato.

Il 10 ottobre, in una fase di estrema turbolenza che aveva iniziato a coinvolgere anche l'andamento dei titoli del settore non finanziario, si è resa necessaria l'adozione di un provvedimento di divieto generale delle vendite allo scoperto, esteso a tutti i titoli azionari negoziati sul mercato italiano.

Lo stesso 10 ottobre, al fine di monitorare la situazione delle compagini azionarie delle principali società italiane e l'origine dei forti flussi in vendita registrati sul mercato, è stato chiesto, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, agli azionisti rilevanti (con quote superiori al 2 per cento) delle società quotate appartenenti all'indice S&P/Mib di comunicare alla Consob la situazione corrente dei rispettivi possessi azionari nonché tutte le successive variazioni superiori alla soglia dello 0,50 per cento. La richiesta ha riguardato anche la comunicazione di eventuali partecipazioni detenute a seguito della stipula di contratti derivati.

Complessivamente, le evidenze raccolte fino al 31 dicembre in relazione agli interventi in materia di vendite allo scoperto mostrano l'importanza che hanno assunto i provvedimenti Consob, in un contesto di mercato caratterizzato da turbolenze eccezionali, nel segnalare agli operatori l'attenzione posta dalle Autorità di vigilanza verso gli effetti di un operatività caratterizzata da una forte componente speculativa.

Il 30 dicembre 2008 è stato prorogato il precedente divieto per le sole azioni di imprese bancarie assicurative e di società oggetto di aumento di capitale, mentre per tutte le altre azioni il divieto riguarda solo le vendite non assistite dalla disponibilità dei titoli al momento dell'ordine. Tali restrizioni è previsto che rimangano in vigore fino al 31 maggio 2009, salvo motivi che ne supportino un riesame anticipato.

È stata pertanto deliberata una consultazione aperta al pubblico al fine di raccogliere osservazioni e commenti sulle misure restrittive in materia di vendite allo scoperto di azioni previste dalla citata delibera, unitamente ad una serie di audizioni con le principali associazioni di categoria e società di gestione dei mercati.

In ambito internazionale sia il Cesr sia la Iosco stanno la valutando la possibilità di introdurre regole condivise in materia di vendite allo scoperto, in particolare con riferimento all'introduzione di obblighi di trasparenza delle posizioni ribassiste. Per il futuro la scelta di introdurre obblighi di questo tipo a livello nazionale andrà vagliata con attenzione, valutandone anche costi e benefici.

3. La vigilanza sul settore del risparmio gestito

Nel 2008, il settore del risparmio gestito, già debole per ragioni strutturali, è stato fortemente colpito dagli effetti della crisi finanziaria internazionale.

In molti casi, l'aggravarsi della crisi di liquidità dei mercati si è innestata su una situazione contraddistinta dall'aumento delle richieste di rimborso di quote di fondi (motivate da una crescente avversione al rischio e, correlativamente, da un'accentuata propensione alla liquidità immediata).

Per effetto di tali fattori, le performance dei fondi comuni sono peggiorate: le società di gestione hanno venduto sul mercato parte dei titoli in portafoglio e, in presenza di una domanda debole, tali vendite hanno contribuito a deprimere ulteriormente i corsi azionari ed obbligazionari. In molti casi, è emersa l'esigenza di porre in essere misure atte ad evitare la liquidazione dei fondi.

In considerazione di tali dinamiche di mercato, è stata avviata un'attività di monitoraggio sistematico della situazione di liquidità dei fondi comuni italiani, al fine di verificare la capacità dei gestori di far fronte alle richieste di riscatto, secondo modalità rispettose del principio di salvaguardia dell'interesse degli investitori.

Nell'esercizio dei poteri di vigilanza informativa, a partire dal mese di ottobre è stato chiesto a 33 società di gestione del risparmio, che costituiscono una parte significativa (circa i 2/3) del settore dei fondi comuni italiani, dei fondi esteri riconducibili a gruppi italiani e dei fondi speculativi italiani, di comunicare alla Consob lo stato della liquidità e l'andamento dei disinvestimenti chiesti dai sottoscrittori.

In tale contesto, si è reputato, altresì, necessario effettuare un intervento ispettivo nei confronti di una Sicav di diritto lussemburghese – gestita su delega da una banca italiana – che presentava difficoltà nel liquidare gli *asset* in portafoglio.

In linea generale, l'analisi dei dati acquisiti ha permesso di constatare la presenza di un buon livello di liquidità nei portafogli gestiti: l'ammontare dei rimborsi richiesti è apparso assistito dalla liquidità in giacenza.

Maggiormente critica appare, invece, la situazione dei fondi speculativi, destinati tipicamente alla clientela istituzionale.

Dopo anni di crescita, a partire dal secondo trimestre del 2008, i fondi speculativi italiani hanno riportato una raccolta netta negativa e sono stati colpiti dalla crisi finanziaria internazionale (i cui principali effetti si sono manifestati sotto forma di: carenza di liquidità, deprezzamento degli *assets*, tendenza dei *prime broker* a richiedere margini più elevati, generale inasprimento delle condizioni di finanziamento).

In tale quadro di mercato, i gestori si sono trovati a far fronte al *trend* crescente delle richieste di rimborso.

La tipologia di fondi speculativi nettamente prevalente nel mercato italiano – ossia, i fondi di fondi – hanno risentito della crisi dei fondi *target*, oggetto, a loro volta, di consistenti richieste di rimborso e da difficoltà gestionali indotte dall'illiquidità degli *assets* detenuti in portafoglio.

In considerazione di un tale andamento del comparto, si è reso necessario disporre un accertamento ispettivo presso una Sgr italiana specializzata nella gestione di fondi di fondi ed esercitare attività di vigilanza informativa, che si è inizialmente concentrata sulla verifica delle tensioni di liquidità originate dall'incidenza dei rimborsi da regolare rispetto al patrimonio netto su un campione di Sgr. Le tensioni di liquidità erano tali da richiedere provvedimenti di natura normativa idonei a scongiurare l'*extrema ratio* della liquidazione del fondo.

A tale esigenza è stata data una risposta normativa con l'art. 14, commi 6-8, del decreto legge 29 novembre 2008, n. 185[20], che consente con efficacia immediata e sino al 31 dicembre 2009, alle Sgr di modificare i regolamenti di gestione dei fondi speculativi, introducendo misure volte a graduare i rimborsi in presenza di flussi netti di riscatto di ammontare superiore a determinate soglie (cc.dd. *gates*) o a trasferire le attività illiquide del fondo in un nuovo organismo di tipo chiuso appositamente costituito (c.d. *side-pocket*), nel caso in cui la cessione di tali attività possa pregiudicare l'interesse dei partecipanti. Allo stato, 8 Sgr hanno attivato meccanismi cc.dd. di *gate* e *side pocket*.

[20] Le norme attuative del d.l. 185/2008 (convertito nella legge 28 gennaio 2009, n. 2 "Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale") sono state emanate dalla Banca d'Italia con Regolamento del 16 dicembre 2008.

Nel corso del 2008 è, inoltre, proseguita – in linea di continuità con l'attività iniziata l'anno precedente – la vigilanza sul segmento dei fondi comuni immobiliari.

La finalità principale è consistita nell'analisi delle procedure relative alla mappatura e alla gestione delle situazioni di conflitto di interessi adottate dalle Sgr, anche alla luce delle innovazioni normative conseguenti al recepimento della MiFID.

In un caso particolare, la crisi finanziaria ha determinato difficoltà nello smobilizzo del portafoglio immobiliare di un fondo gestito da una Sgr appartenente ad un gruppo bancario estero, la cui scadenza era fissata per il 31 dicembre 2008. Le vicende che hanno interessato la liquidazione del fondo hanno richiesto un'assidua azione di vigilanza diretta a controllare nel continuo la correttezza del comportamento della società di gestione relativamente alle iniziative che intenderà assumere per concludere in modo ordinato e nell'interesse dei partecipanti il processo di liquidazione del fondo.

Anche la vicenda legata al caso Madoff ha impegnato in maniera intensa la Commissione sia in ambito internazionale che domestico.

Sul primo fronte, il 16 dicembre 2008 sono state avviate, tramite il *Gruppo permanente di esperti sulle gestioni* del Cesr, attività di approfondimento e coordinamento con altre Autorità di vigilanza dalle quali è emerso che i fondi armonizzati che risultano aver investito direttamente nelle attività della 'galassia Madoff'[21] sono stati istituiti, regolati e vigilati ai sensi della legislazione lussemburghese ed irlandese e sono stati commercializzati in Italia in virtù delle disposizioni della Direttiva 85/611/CEE. È emerso che 4 fondi armonizzati, con sede in Irlanda e Lussemburgo, e diversi fondi non armonizzati sono esposti direttamente nei confronti di Madoff in maniera significativa e hanno generato effetti di contagio su fondi che a loro volta hanno investito parte del loro patrimonio nei fondi direttamente esposti (fondi di fondi); è emerso, inoltre, che i gestori lussemburghesi e irlandesi non effettuavano adeguati controlli prima di affidare il loro patrimonio a Madoff.

In ambito domestico, il 15 dicembre 2008 la Consob ha inoltrato richieste di dati e notizie alle prime 12 Sgr di fondi aperti e alle prime 10 Sgr di fondi speculativi, e in data 17 dicembre ha chiesto a 26 banche quotate dati e notizie sulla propria esposizione e sull'esposizione della clientela nei confronti della quale esse prestano il servizio di deposito amministrato. Le evidenze raccolte indicano un'esposizione complessivamente limitata verso i fondi Madoff sia nel comparto del risparmio gestito[22] che per ciò che riguarda le posizioni del sistema bancario e della clientela amministrata[23]; pure limitate

---

[21] In particolare, in prodotti finanziari riconducibili al fondo "*Bertrand L. Madoff Investment Securities LLC*".

[22] I fondi comuni italiani sono complessivamente esposti per circa 128 milioni di euro (109 i fondi speculativi, 19 i fondi aperti).

[23] È emersa un'esposizione di 8 banche quotate per un valore complessivo di circa 120 milioni di euro (Ubi Banca, Unicredit, Banco Popolare, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Intermobiliare di

sono le esposizioni dei portafogli gestiti su base individuale[24] e dei prodotti finanziario-assucurativi[25]. È stato, tuttavia, reputato necessario effettuare un intervento di natura ispettiva presso una Sgr che, sebbene con un patrimonio complessivo in gestione di modesta entità, risultava particolarmente esposta verso fondi Madoff sia in relazione alla gestione di fondi di fondi che di gestioni individuali speculative.

Più consistente è invece l'esposizione di fondi di diritto estero gestiti da soggetti appartenenti a gruppi italiani, ma non commercializzati in Italia (circa 830 milioni di euro).

4. La vigilanza sull'operatività in derivati degli intermediari nei confronti di Enti locali

Negli ultimi anni gli Enti locali hanno fatto un intenso ricorso alla stipula di contratti finanziari derivati con l'intento di ottimizzare la gestione finanziaria delle proprie passività di bilancio.

La materia, come è noto, ha formato oggetto, a partire dagli anni Novanta del secolo scorso, di una disciplina pubblicistica volta a rendere più flessibili le fonti di finanziamento degli enti locali, pur in un disegno unitario di coordinamento della finanza pubblica.

Il rispetto delle regole a tal fine stabilite è stato peraltro sottoposto ad un articolato sistema di vigilanza – anch'esso di natura pubblica – reso nel tempo più stringente e che si compone di controlli interni, demandati all'organo consiliare ed al collegio dei revisori degli enti, e di controlli esterni, incentrati sul Ministero dell'Economia e delle Finanze e sulla Corte dei Conti.

La complessità degli strumenti derivati utilizzati e la mancanza di appropriate competenze tecniche presso gli Enti stessi hanno generato nel tempo, in un contesto macroeconomico radicalmente cambiato e con aspettative sulle grandezze finanziarie collegate a tali contratti completamente mutate, la necessità di una complessiva valutazione dell'impatto di tali contratti sulle condizioni di stabilità della finanza pubblica, richiedendo al contempo interventi organici per la definizione di un chiaro ed efficiente quadro normativo di riferimento.

Per gli aspetti di sua competenza la Consob, negli ultimi anni, ha prestato particolare attenzione alla materia della negoziazione di derivati Otc con imprese ed enti locali. Per tali prodotti peraltro non sono previsti strumenti e modalità di verifica preventiva dei

---

Investimenti e Gestioni, Credito Emiliano, Banca Popolare di Sondrio, Mediobanca). Le maggiori esposizioni riguardano Ubi Banca (per 56 milioni) e Unicredit (per 46,47 milioni). L'esposizione diretta dei clienti è risultata pari a circa 10 milioni di euro.

[24] Si tratta di portafogli gestiti da 3 Sgr per circa 28 milioni di euro e da 2 Sim per circa 12 milioni di euro.

[25] Si tratta di prodotti collocati da 7 imprese di assicurazioni, per un importo complessivo pari a circa 31 milioni di euro.

contratti all'atto della loro ingegnerizzazione o della loro commercializzazione da parte degli intermediari, in quanto non trova applicazione la disciplina dell'"appello al pubblico risparmio". Inoltre, gli enti locali sono stati quasi sempre classificati come "operatori qualificati", in virtù di espressa dichiarazione di competenza ed esperienza in investimenti finanziari rilasciata dai rappresentanti legali e sono quindi stati privati delle tutele informativa e comportamentale previste per i rapporti con investitori *retail*.

Dagli accertamenti svolti nei mesi scorsi presso i principali operatori nazionali e comunitari insediati in Italia con stabilimento di succursale è emerso che le succursali di intermediari esteri non hanno svolto attività di prestazione di servizi di investimento, limitandosi, al più, a facilitare il contatto dei clienti con la casa madre. L'attività in derivati con gli Enti Locali italiani è risultata pertanto riferibile in larga parte a soggetti esteri operanti in regime di libera prestazione, come tali assoggettati alla vigilanza dell'Autorità del paese d'origine.

Si è rilevato inoltre che presso gli intermediari nazionali spesso non erano presenti procedure aziendali atte a ricostruire *a posteriori* il *pricing* dei contratti stipulati con la clientela.

Sono stati pertanto conclusi procedimenti sanzionatori per carenza di procedure aziendali idonee a garantire la ordinata, corretta e trasparente prestazione di servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti derivati Otc. I procedimenti hanno riguardato carenze nella fase sia di produzione che di distribuzione dei prodotti derivati.

Dal punto di vista regolamentare, nell'ambito delle già richiamate linee di livello 3 sui prodotti illiquidi, la Consob ha sottolineato la rilevanza della consulenza alla clientela per gli intermediari che distribuiscono derivati Otc con finalità di copertura, evidenziandone la natura di "contratto di durata" che non può esaurire i suoi effetti al momento della stipula dell'operazione. Così nel caso di contratti che, per politica commerciale (e per stessa previsione normativa se il cliente è un ente locale) vengono offerti "a copertura" di esposizioni finanziarie della clientela, le procedure aziendali devono consentire di monitorare nel tempo, per tutta la durata dell'operazione, l'evoluzione delle posizioni coperte e di copertura, al fine di porre l'intermediario nelle condizioni di segnalare al cliente l'eventuale disallineamento della struttura ideata rispetto alle finalità perseguite dalla impostazione originaria dell'operazione.

La Consob sta collaborando da tempo, insieme alla Banca d'Italia, con le competenti strutture del Ministero dell'Economia per l'attuazione dell'art. 62 del D.L. n. 112/2008, convertito nella Legge n. 133/2008 (e, già in precedenza, per l'attuazione dell'art. 1, commi 381 e 382, della Legge Finanziaria per il 2008), con specifico riferimento alle informazioni che i contratti devono contenere e agli adempimenti connessi alla loro conclusione.

Nell'ambito di tali lavori, con il supporto della Banca d'Italia, è stato proposto l'inserimento nei contratti relativi a strumenti finanziari derivati di informazioni concernenti i costi, anche impliciti, delle operazioni e i rischi ad esse relativi, desunte dall'applicazione di un approccio metodologico dettagliatamente illustrato in apposite istruzioni tecniche applicative.

La Legge n. 203/2008 (Legge Finanziaria per il 2009) ha inoltre posto le condizioni per una revisione integrale della disciplina dei contratti derivati sottoscritti dagli Enti locali con riferimento sia alla tipologia dei contratti ammissibili sia ai contenuti dell'informativa di trasparenza che gli stessi devono riportare[26].

Questa norma fornisce la possibilità di introdurre nel nostro ordinamento una uniformità nella terminologia utilizzata nei contratti e una standardizzazione delle diverse clausole al fine di una migliore e più rapida comprensione del loro contenuto (fermo restando che allo stato della normativa i contratti conclusi Otc non risulterebbero standardizzati e il relativo contenuto sarebbe quindi sempre lasciato nella piena disponibilità delle parti).

Sarebbe quindi opportuno introdurre regole e soluzioni metodologiche che consentano all'Ente territoriale, in prima battuta, e agli Organi di controllo, in sede di successiva verifica, di trovare con immediatezza nel contratto tutte le informazioni sufficienti a farne comprendere la legittimità giuridica, la convenienza economica oltre che ad attestare la correttezza del comportamento dell'intermediario che lo propone; informazioni da rendere secondo una terminologia chiara, uniforme, generalmente condivisa e capace di individuare con semplicità ed oggettività i profili di rischio e onerosità delle operazioni.

In questa logica, nell'ambito dei lavori in corso presso il Ministero dell'Economia per la redazione del regolamento ministeriale di attuazione dell'art. 62 del d.l. n. 112/2008, convertito nella legge n. 133/2008, l'Istituto ha proposto che, tra le informazioni da rendere nei contratti relativi a strumenti finanziari derivati, venga data evidenza dei rendimenti, dei costi (anche impliciti) delle operazioni e dei rischi ad esse relativi. È inoltre opportuno che nel "set informativo" da fornire agli Enti territoriali venga inserito il confronto (di tipo probabilistico) tra la situazione finanziaria dell'Ente prima della stipula del contratto derivato e quella conseguente alla sua stipula.

Infine, ove il legislatore lo ritenesse opportuno, l'assetto dei controlli oggi esistente potrebbe essere migliorato potenziando il ruolo della Corte dei Conti e attribuendo alla stessa un potere preventivo (interdittivo) sull'adozione degli strumenti finanziari derivati

---

[26] In particolare l'art. 3, comma 1, ha precisato che "*il Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa (...) al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati (...) individua altresì le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere*".

da parte degli Enti territoriali, finalizzato a garantire un impatto non negativo sul sistema di finanza pubblica.

5. La vigilanza sul caso Alitalia

La Consob ha costantemente vigilato sulle vicende della società Alitalia Linee Aeree Italiane Spa.

Dal 17 giugno 2004, è stato chiesto all'Alitalia, ai sensi dell'art. 114 del Tuf, di diffondere a cadenza mensile dati sulla propria situazione societaria, in considerazione dello stato di conclamata crisi economico finanziaria in cui versava il gruppo, attestata dalle dichiarazioni effettuate dagli amministratori nel bilancio 2003 e dall'impossibilità al rilascio del giudizio sui bilanci d'esercizio e consolidato 2003 espressa dalla società di revisione.

Il permanere dello stato di crisi della società negli anni successivi ha indotto, alla fine del 2006, il Governo allora in carica a ritenere necessaria la cessione del controllo e la completa privatizzazione della società. Con la pubblicazione del bando del 29 dicembre 2006 ha preso avvio la prima fase del tentativo di cessione della quota di controllo della società detenuta dal Ministero dell'Economia.

La dismissione della partecipazione pubblica si è rivelata da subito problematica: sia la procedura di gara, che si era protratta fino all'estate del 2007, sia la successiva procedura a trattativa privata non avevano portato al completamento del processo di privatizzazione.

Nel periodo è stata ulteriormente rafforzata la vigilanza sulla regolarità del funzionamento del mercato, soprattutto nelle fasi di maggiore incertezza informativa sul possibile esito della procedura di privatizzazione. La vigilanza si è esplicata attraverso numerosi interventi sotto forma sia di richieste di informazioni, sia di convocazioni dei rappresentati della società e della società di revisione.

A seguito del venir meno dell'offerta presentata da Air France – Klm nell'ambito della trattativa privata condotta da Alitalia, sono stati adottati dai Governi che nel periodo si sono succeduti provvedimenti straordinari aventi l'obiettivo di facilitare il risanamento e la privatizzazione dell'Alitalia e di assicurare la continuità del servizio di trasporto aereo per le rotte nazionali e internazionali.

Particolari profili di criticità per l'azione di vigilanza informativa sono scaturiti dalle disposizioni di cui all'art. 1, comma 3, del d.l. n. 97 del 3 giugno 2008, che ha stabilito che *"nel periodo intercorrente tra l'individuazione del soggetto e la presentazione dell'offerta di cui al comma 1* [cioè l'offerta, indirizzata all'azionista o alla società, finalizzata ad acquisire il controllo di Alitalia], *le attività comunque finalizzate alla preparazione dell'offerta stessa non danno luogo ad obblighi informativi ai sensi del testo unico delle*

disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58".

La sospensione degli obblighi informativi ha comportato – quasi automaticamente – la sospensione, disposta da Borsa Italiana, delle negoziazioni sui titoli emessi da Alitalia tenuto conto che l'assenza di informazioni fa venire meno le premesse per un regolare svolgimento degli scambi. La logica che sottendeva tali misure era rappresentata dalla considerazione che il miglior interesse degli azionisti, degli obbligazionisti, dei creditori e degli altri *stakeholder* della società sarebbe stato perseguito favorendo la cessione della società e completando rapidamente il processo di privatizzazione, in un'ottica di continuità aziendale, e che ogni misura che avesse in qualche modo agevolato tale processo era quindi giustificata. La Consob ha ritenuto di non attivare, rispetto al provvedimento di sospensione adottato da Borsa Italiana, i poteri di cui all'art. 64, comma 1-*bis* lett. *a)*.

Gli sviluppi delle trattative con potenziali acquirenti hanno invece condotto all'ammissione della società alla procedura di amministrazione straordinaria. Il cambiamento radicale del contesto ha portato alla revoca del titolo dal listino in luogo della sua riammissione.

In questo mutato contesto, caratterizzato dal fatto che le trattative in corso avevano ad oggetto l'acquisto di complessi di beni e contratti del gruppo e non del controllo della società, e tenuto conto che il termine per la presentazione dell'offerta, che avrebbe dovuto essere indicato con delibera dal Consiglio dei Ministri, non era stato definito, in data 8 settembre 2008 è stata sollecitata la Presidenza del Consiglio dei Ministri a pronunciarsi sulla permanenza dell'esenzione dagli obblighi informativi. L'11 settembre 2008 la gestione commissariale ha comunque espresso la propria disponibilità a sottoporsi volontariamente agli obblighi informativi previsti dal Tuf.

La Consob, preso atto di tale disponibilità, con nota del 16 settembre 2008 ha invitato il Commissario Straordinario a diffondere ogni possibile informazione ritenuta utile a fornire al mercato un'informativa aggiornata sulla vicenda e comunque su quanto di interesse dell'emittente.

In data 31 ottobre 2008 la Gestione Commissariale ha reso noto di aver ricevuto da Cai Spa un'offerta vincolante di acquisto di complessi di beni e di contratti di Alitalia, Alitalia Servizi, Alitalia Express, Volare e Alitalia Airport (società in amministrazione straordinaria). Al riguardo, in data 3 novembre 2008 sono state fornite informazioni di dettaglio relative all'oggetto dell'offerta e alle modalità di regolamento pattuite. In data 4 novembre 2008, successivamente alla comunicazione al mercato dell'avvenuta presentazione dell'offerta da parte di Cai, la Consob ha comunicato all'emittente il venir meno della sospensione degli obblighi informativi di cui al Tuf, prevista dal comma 3 dell'art. 1-*bis* del d.l. n. 80 del 23 aprile 2008, convertito con modificazioni dalla legge 23 giugno 2008, n. 111; medesima comunicazione è stata effettuata al Presidente del Consiglio dei Ministri, al Ministro dell'Economia e delle Finanze e al Ministro dello

Sviluppo Economico. A partire da tale data la società è tornata pertanto soggetta a tutti gli obblighi informativi gravanti sulle società quotate, ad esclusione di quelli incompatibili con la procedura di amministrazione straordinaria alla quale era sottoposta (tra i quali, l'obbligo di redazione dei bilanci).

In data 24 novembre 2008 la Consob ha scritto al Presidente del Consiglio dei Ministri, al Ministro dell'Economia e delle Finanze e al Ministro dello Sviluppo Economico chiedendo di conoscere se fossero in corso valutazioni circa possibili, connessi benefici a favore dei possessori delle azioni e delle obbligazioni emesse dalla società, elementi questi da dover comunicare al pubblico.

In data 19 dicembre 2008 la Consob ha richiesto all'emittente di rendere note le considerazioni della gestione commissariale in merito: *(i)* al rispetto del principio della *par condicio creditorum* nella procedura di cessione degli *assets* a Cai e *(ii)* alle motivazioni, anche di ordine procedurale e normativo, che avevano indotto a porre taluni *omissis* sul Programma di cessione e sugli allegati della Relazione sulle cause di insolvenza (con particolare riguardo ai valori di dettaglio delle attività, alle situazioni economiche e patrimoniali delle società in amministrazione straordinaria alla data di apertura delle procedura e ai cosiddetti *recovery ratios*[27]). L'emittente ha pubblicato sul sito della procedura il testo del parere legale di un proprio consulente in merito all'applicabilità della *par condicio creditorum* alla cessione a Cai e ha reso 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.

Si osserva, tuttavia, che, compatibilmente con le esigenze di riservatezza della procedura e delle autorizzazioni ricevute dai giudici delegati, non sono state diffuse al mercato informazioni in merito alla perizia dell'esperto incaricato dal commissario straordinario di valutare i beni da cedere a Cai, i nominativi delle società interessate a rilevare l'attività cargo, la prevedibile evoluzione economica e finanziaria delle società in amministrazione straordinaria, i *recovery ratios* e alcune informazioni sui contenziosi in capo all'emittente.

---

[27] In merito alle previsioni in ordine alla soddisfazione dei creditori, ai sensi dell'art. 56, secondo comma, d.lgs. 270/99, in caso di adozione di un programma di cessione, il programma deve altresì indicare le previsioni in ordine alla soddisfazione dei creditori, indicando, quindi, una stima della percentuale di soddisfazione (cioè i *recovery ratios*) dei debiti delle imprese insolventi, distinguendo tra crediti in prededuzione, privilegiati e chirografari. Al fine di poter fornire la richiesta stima, è quindi necessario definire, ancorché in via preliminare, *(i)* una previsione sufficientemente verosimile del ricavato dalla liquidazione dei beni aziendali; *(ii)* una completa mappatura quantitativa e qualitativa della massa passiva, che identifichi cioè l'importo e le eventuali cause legittime di prelazione dei creditori da soddisfare. Al riguardo il commissario straordinario ha rilevato che la situazione delle Società in Amministrazione Straordinaria e, in generale, del gruppo Alitalia rendeva estremamente difficili tali previsioni. Le informazioni fornite al Ministero sono state oggetto di *omissis*.

L'esame delle domande per l'ammissione allo stato passivo dell'amministrazione straordinaria presentate dagli azionisti e obbligazionisti è previsto che sia effettuato nelle udienze presso il Tribunale di Roma rispettivamente del 6 e 21 ottobre 2009.

In data 14 gennaio 2009 Borsa Italiana ha comunicato a Consob di aver avviato la procedura di revoca dalla quotazione sul mercato Mta delle azioni ordinarie e delle obbligazioni convertibili emesse da Alitalia, in considerazione dell'ammissione dell'emittente a procedure concorsuali (come previsto dall'art. 2.5.1, comma 8, lett. *d)* del Regolamento di Borsa Italiana).

La Consob, non disponendo di elementi informativi diversi da quelli valutati nel corso della propria istruttoria dalla società di gestione del mercato, ha ritenuto di non essere nelle condizioni di poter esercitare i poteri, previsti dall'art. 64, comma 1-*bis*, lett. *a)* del Tuf, in merito alle decisioni della società di gestione del mercato di ammettere, escludere e sospendere dalle negoziazioni gli strumenti finanziari.

In relazione agli esiti della vicenda ed al contesto che ha portato all'amministrazione straordinaria della società, è stata più volte segnalata l'opportunità che fossero valutate nelle competenti sedi istituzionali iniziative a favore dei possessori di strumenti finanziari emessi da Alitalia Linee Aeree Italiane SpA anche, ma non solo, quale ulteriore contributo per il ripristino della fiducia dei risparmiatori nei mercati finanziari.

Allo stato si ritiene necessario rinnovare la esigenza della adozione di adeguati interventi.

6. I controlli sulla governance *e gli assetti proprietari delle imprese*

La disciplina sul voto di lista nell'elezione degli organi di amministrazione e controllo

Il sistema normativo italiano prevede strumenti di partecipazione delle minoranze azionarie al governo societario particolarmente incisivi.

L'obbligo del voto di lista per l'elezione degli organi di amministrazione e di controllo, che è presieduto da un membro eletto dalle minoranze, ha l'obiettivo di consentire agli azionisti non legati, neppure indirettamente agli azionisti di controllo o di maggioranza relativa di esprimere propri rappresentanti.

Si tratta di regole innovative, anche nel confronto internazionale. La Consob è stata chiamata a svolgere un ruolo importante nel definire disposizioni attuative e nel vigilare sul loro rispetto sostanziale, con l'obiettivo di favorire assetti più aperti alla dialettica tra azionisti.

Dalla stagione assembleare del 2008, che ha rappresentato un primo test per il nuovo sistema di elezione degli organi di amministrazione e controllo, sono emersi segnali positivi di attivismo da parte di investitori istituzionali, soprattutto internazionali, che

hanno visto nella partecipazione alla nomina degli organi sociali uno strumento efficace per realizzare forme di partecipazione trasparenti e non necessariamente conflittuali nei confronti degli assetti di controllo esistenti.

In taluni casi si sono però evidenziate difficoltà nell'assicurare piena trasparenza sui collegamenti tra liste presentate come provenienti dalle minoranze e azionisti di controllo. Sono stati necessari interventi per integrare le informazioni fornite e per responsabilizzare gli organi sociali ad un'applicazione della disciplina coerente con la finalità di tutela delle minoranze.

Sono state effettuate richieste di informazioni ai sensi dell'art. 114 del Tuf nei confronti dell'emittente e dei soggetti presentatori di liste di minoranza in occasione dell'elezione del collegio sindacale di Assicurazioni Generali Spa, nonché del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale di Italmobiliare Spa. In entrambi i casi è stato richiesto ai soggetti presentatori delle liste dichiarate di minoranza di comunicare al mercato gli eventuali rapporti esistenti con il gruppo dell'azionista di controllo o di maggioranza relativa dell'emittente e i motivi per i quali essi non erano stati ritenuti rilevanti per l'individuazione del collegamento di cui agli articoli 147-ter, comma 3, e 148, comma 2, del Tuf e all'emittente stesso di comunicare il mercato le proprie valutazioni in merito a tali elementi. Nel caso delle Assicurazioni Generali, i presentatori di una lista di minoranza hanno ritirato la lista prima dell'assemblea.

Alla luce di questa esperienza, è stata emanata una comunicazione con la quale si raccomanda ai soci che presentino una "lista di minoranza" di specificare i rapporti di collegamento, sia pure indiretti con gli azionisti che detengono partecipazioni di controllo o di maggioranza relativa (si veda in particolare il successivo Capitolo III "L'attività regolamentare").

Le offerte pubbliche d'acquisto finalizzate al delisting

L'andamento fortemente negativo dei mercati azionari che ha contraddistinto larga parte del 2008 e i primi mesi del 2009 è stato accompagnato da un notevole aumento delle offerte pubbliche di acquisto promosse da azionisti di maggioranza di società quotate finalizzate a ritirare i titoli in circolazione e procedere alla revoca delle azioni dalla quotazione.

La quasi totalità delle offerte pubbliche di acquisto svoltesi nel 2008 ha infatti avuto tale finalità.

Nelle offerte pubbliche volte al *delisting* la finalità dell'azione di vigilanza si sostanzia nel ricercare il giusto contemperamento tra il legittimo interesse dell'azionista di controllo a revocare dalla quotazione la società e la necessità di assicurare la piena tutela

degli azionisti di minoranza, il cui *exit* deve avvenire a condizioni non sfavorevoli e secondo modalità non coercitive.

Le criticità di tali operazioni discendono essenzialmente da un fenomeno noto come "coazione a vendere", consistente nella particolare condizione degli azionisti destinatari di un'Opa che, pur non reputando congrue le condizioni offerte, sarebbero indotti ad aderirvi dal timore di rimanere in possesso di titoli destinati a deprezzarsi nel caso l'offerta abbia successo. I profili di criticità per gli azionisti di minoranza sono accentuati nelle offerte promosse da un azionista di controllo.

L'esigenza di tutela degli azionisti di minoranza in offerte volte alla revoca delle azioni dalla quotazione e lanciate in una fase di mercato caratterizzata da quotazioni depresse ha comportato l'adozione, nel corso del 2008, di misure per attenuare le maggiori problematiche riscontrate e l'avvio dello studio di soluzioni regolamentari idonee alla correzione delle stesse.

Già nei primi mesi del 2008, le criticità citate si erano delineate per alcune offerte pubbliche di acquisto volontarie promosse dall'azionista di controllo le quali, per le caratteristiche dell'operazione e per la natura del soggetto offerente, configuravano problematiche non dissimili da quelle riferibili alle operazioni con parti correlate e per questo hanno richiesto l'adozione di iniziative volte a garantire più ampia tutela degli azionisti di minoranza e trasparenza al mercato. In particolare, l'intervento della Consob ha teso ad assicurare al mercato la più ampia informazione in merito alla correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione e a ridurre l'incertezza degli oblati sul suo probabile esito, al fine ultimo di consentire agli azionisti di minoranza di compiere scelte consapevoli in merito all'adesione.

In particolare, l'offerta pubblica promossa all'inizio del 2008 da Fondiaria-Sai sulla società controllata Immobiliare Lombarda è stata oggetto di diverse richieste di trasparenza al mercato sulle valutazioni dell'offerta svolte dall'organo di amministrazione della società *target* e sul coinvolgimento nelle stesse degli amministratori indipendenti, nonché sulle modalità con le quali le società interessate avevano assicurato nell'operazione il rispetto dei criteri di correttezza sostanziale e procedurale adottati per il compimento di operazioni significative e con parti correlate. Ad esito di tali richieste, la società *target* ha reso noto al mercato che l'organo amministrativo, con l'astensione degli amministratori non indipendenti, aveva condiviso il parere fornito dall'esperto indipendente e giudicato non congruo il corrispettivo dell'offerta.

Sempre nei primi mesi del 2008, in occasione della promozione di un'Opa finalizzata al *delisting* di Ducati Motor Holding da parte dei suoi principali azionisti, la Consob è intervenuta indirizzando all'emittente specifiche richieste di divulgazione di informazioni al fine di permettere agli azionisti una più compiuta valutazione dell'offerta. La richiesta di informazioni ha riguardato le motivazioni alla base del giudizio di congruità del prezzo d'Opa rilasciato nel comunicato dell'emittente e le modalità seguite per assicurare il

rispetto di criteri di correttezza sostanziale e procedurale e il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle valutazioni dell'offerta da parte della società *target*.

In relazione ad altre Opa svoltesi nel corso del 2008, nell'intento di ridurre l'incertezza del mercato sul loro probabile esito, la Commissione ha indirizzato agli azionisti rilevanti della società *target* la richiesta di rendere nota la decisione in merito all'adesione, non appena assunta, e le relative motivazioni. Tale iniziativa, la cui efficacia dipende dalla presenza e dal grado di rilevanza degli azionisti potenziali destinatari delle richiesta di trasparenza, costituisce un utile strumento di informazione per i piccoli azionisti sul comportamento e sulle valutazioni di azionisti determinanti ai fini del successo dell'offerta.

L'importanza che nel corso dell'ultimo anno ha raggiunto il fenomeno delle offerte promosse dall'azionista di controllo e l'osservazione delle criticità appena riassunte hanno indotto a studiare misure *ad hoc* a tutela degli azionisti di minoranza.

La revisione della disciplina regolamentare in materia di offerte pubbliche di acquisto, resa necessaria dalle modifiche del Tuf introdotte nel corso del recepimento della direttiva Opa, offrirà alla Commissione l'opportunità di introdurre nuove previsioni volte ad assicurare un'efficace mitigazione dei profili di criticità sopra esposti.

Oltre alla possibile introduzione in via regolamentare delle già sperimentate richieste di informazioni, la eventuale previsione di una riapertura dei termini dell'offerta, consentendo all'azionista di poter aderire una volta noti i suoi risultati, potrebbe attenuare il fenomeno della "pressione a vendere" nelle offerte in cui si prefigura il venir meno della quotazione dei titoli (o la riduzione della loro liquidità). La riapertura dei termini dell'offerta è stata già spontaneamente adottata dall'offerente Banca Popolare di Milano nel corso dell'Opa volontaria totalitaria promossa sulle azioni di Anima Sgr.

Inoltre, una maggiore responsabilizzazione degli amministratori indipendenti nella valutazione dell'offerta, in particolar modo ove questa sia promossa dall'azionista di controllo, potrebbe essere realizzata prevedendo l'inclusione di un loro specifico giudizio sull'offerta nel comunicato dell'emittente.

7. La vigilanza sull'informativa contabile e sulle società di revisione

Nell'ambito dell'attività di controllo sulla correttezza contabile dei bilanci delle società quotate, la Consob ha attivato il potere di impugnativa, ai sensi dell'articolo 157, comma 2, del Tuf, nei confronti di due emittenti.

In un caso, l'attivazione del potere di impugnativa ha riguardato il bilancio consolidato del gruppo Aicon al 31 agosto 2007 e ha trovato fondamento nel riscontro di violazioni dei principi contabili internazionali relative alla contabilizzazione e valutazione dei lavori in corso e delle attività immateriali, nonché nell'incompletezza dell'informativa

resa relativamente all'operatività con parti correlate. Nel secondo caso, si è ritenuto che i bilanci di esercizio e consolidato di Eutelia al 31 dicembre 2007 non fossero redatti in conformità alla normativa vigente in relazione alla valutazione delle attività immateriali e delle imposte anticipate.

Nel corso del 2008 la Consob è stata impegnata anche in un'intensa attività di vigilanza sulle società di revisione, realizzata mediante interventi di natura preventiva, fondati essenzialmente su controlli di qualità, e mediante successivi interventi di *enforcement* su specifici incarichi di revisione.

In particolare, alla luce delle esperienze maturate nello svolgimento di controlli di qualità e di approfondimenti sugli assetti procedurali e organizzativi delle società di revisione, nella seconda metà del 2008 è stato avviato un primo intervento finalizzato a sviluppare sinergie tra i controlli di qualità effettuati e l'*enforcement* su specifici incarichi svolti. Ciò è stato realizzato attraverso la verifica delle modalità di applicazione delle procedure di controllo da parte della società di revisione. Questa iniziativa di vigilanza ha dato origine alla raccomandazione di interventi correttivi in termini, tra l'altro, di composizione quali-quantitativa del *team* e di presidi di controllo interni sull'incarico.

A tali specifiche iniziative si è aggiunto l'usuale approfondimento dei profili tecnici del lavoro svolto dai revisori per accertare l'eventuale presenza di significative irregolarità e la necessità di interventi sanzionatori.

In prospettiva, l'assetto della vigilanza sul settore della revisione contabile sarà condizionato dalle modalità di recepimento a livello nazionale della Direttiva 2006/23/CE in materia di revisione contabile (cosiddetta VIII Direttiva), che dovrebbe intervenire entro giugno 2009, e dalle scelte che il legislatore intenderà adottare in materia di supervisione delle società di revisione delle entità di interesse pubblico.

Le risultanze complessive dei controlli di qualità sulle società di revisione

Nel corso del 2008 si sono conclusi i primi controlli di qualità su tre società di revisione appartenenti a diverse fasce dimensionali (grandi, medie e piccole), che hanno confermato come la dimensione e l'articolazione territoriale siano fattori che incidono fortemente sulla struttura organizzativa delle società. La struttura organizzativa è stata dunque al centro dei controlli svolti, insieme ai rapporti con i *network* internazionali di appartenenza delle società, anche al fine di ricostruire il processo di recepimento, a livello locale, delle linee guida e degli standard emanati dai *network* a livello globale.

Le verifiche hanno avuto, in particolare, l'obiettivo di valutare l'adeguatezza e la corretta applicazione delle procedure di controllo della qualità previste dal Documento n. 220, raccomandato dalla Consob, avente ad oggetto "*Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile*". Le stesse regole tecniche di riferimento, dettate dalla professione

internazionale e nazionale, prevedono infatti la creazione di un sistema procedurale che copra tutte le aree di maggior rilievo ai fini della qualità dell'attività di *audit*.

I controlli sono stati incentrati sulla struttura organizzativa e sul sistema delle procedure per il controllo della qualità delle tre società selezionate, al fine di verificarne l'adeguatezza, l'efficacia e l'effettiva applicazione, rimandando ad un secondo ciclo di controlli lo svolgimento di verifiche su un campione di incarichi di revisione, finalizzate ad accertare più direttamente la corretta applicazione dei principi di revisione.

In esito all'attività svolta, sono state formulate alle tre società specifiche raccomandazioni sugli interventi da effettuare per superare le carenze riscontrate, indicando anche la relativa tempistica di attuazione.

Per ciò che riguarda i sistemi di controllo interno, laddove essi siano il frutto dell'adattamento, a livello locale, di direttive e procedure elaborate a livello centralizzato dai *network* di appartenenza, è stata riscontrata la necessità di migliorare le modalità di recepimento delle direttive provenienti dai *network* stessi, anche attraverso l'attribuzione ad una figura di riferimento, presso la realtà locale, di compiti di valutazione delle direttive e delle procedure da adattare a livello locale.

Inoltre, la manualistica di riferimento non è risultata sempre allineata alla prassi operativa seguita nelle società per cui la ricostruzione degli strumenti organizzativi presenti nella singola realtà professionale spesso non è risultata agevole, con inevitabili conseguenze sulla possibilità, anche da parte delle stesse società di revisione, di delineare il quadro organizzativo complessivo e di valutarne l'adeguatezza rispetto agli obiettivi di qualità prefissati.

Anche la cosiddetta procedura "Monitoraggio" è stata oggetto di particolare attenzione in quanto essa costituisce un presidio di controllo interno, in qualche misura assimilabile alla funzione di *internal auditing*, che, se adeguato ed efficace, può garantire il corretto funzionamento delle procedure di cui le società stesse si sono dotate al fine di assicurare un adeguato livello di qualità del lavoro svolto. Più in particolare, l'attività di monitoraggio interno comporta lo svolgimento, da parte della società, di controlli sull'adeguatezza e la corretta applicazione delle procedure di controllo della qualità e sui singoli incarichi di revisione.

Rispetto a tale forma di presidio interno i punti portati all'attenzione delle società di revisione hanno riguardato la necessità di garantire tre macro-aspetti: 1) un approccio di controllo in grado di valutare nella sua interezza il disegno delle procedure esistenti per verificarne l'efficacia rispetto agli obiettivi di qualità, attraverso l'attribuzione di tale responsabilità a figure indipendenti; 2) in presenza di controlli effettuati dal *network* di appartenenza, un adeguato coordinamento tra tali controlli e quelli realizzati all'interno della società di revisione; 3) la creazione di un adeguato *reporting* degli esiti dei controlli interni e dei correlati piani di azione.

L'accettazione dei clienti e degli incarichi rappresenta un altro momento rilevante per la società di revisione poiché costituisce la fase nella quale il cliente ed il relativo incarico vengono valutati al fine di rilevarne i relativi profili di rischio ed i correlati tempi previsti per lo svolgimento dell'incarico (ed i relativi corrispettivi), fondamentali ai fini della formulazione della proposta di servizio professionale e della sua valutazione da parte del potenziale cliente.

In tale area alle società è stata rappresentata l'esigenza di garantire un'adeguata proceduralizzazione di tutte le fasi di cui si può comporre il processo di accettazione, per evitare che alcuni momenti valutativi rimangano indefiniti in termini di responsabilità e di metodi. A ciò si sono aggiunti richiami di attenzione volti ad assicurare l'utilizzo di strumenti efficaci per la definizione dei profili di rischio della clientela e la presenza di una documentazione delle valutazioni svolte a tal fine.

Un altro aspetto critico concerne le modalità di controllo all'interno della stessa società di revisione della propria indipendenza e delle correlate situazioni di incompatibilità, che richiede, in particolare nelle società con clientela internazionale ed appartenente a *network* presenti su scala mondiale, la disponibilità di sistemi di rilevazione delle situazioni di incompatibilità, soprattutto con riferimento alla prestazione di servizi c.d. *non-audit*. Tali sistemi si basano sulla disponibilità di adeguati data-base (contenenti dati relativi alle società clienti, al gruppo di appartenenza, ai titoli da queste emessi, ai loro organi di amministrazione e controllo) che consentano alla società di disporre di tutte le informazioni necessarie per poter valutare l'eventuale sussistenza di situazioni che potrebbero apparire tali da comprometterne l'indipendenza nello svolgimento di incarichi di revisione.

In tale area è stata riscontrata la necessità di migliorare l'efficacia degli strumenti operativi e procedurali esistenti per l'individuazione delle situazioni di incompatibilità disciplinate dalla normativa di riferimento, anche attraverso l'integrazione e l'aggiornamento delle fonti informative disponibili, compresi quindi i sistemi di rilevazione dei dati esistenti a livello di *network*; è stata anche ravvisata la necessità di garantire adeguati interventi di formazione del personale alla luce della particolare complessità della normativa di riferimento.

Un ulteriore aspetto critico riguarda la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, previsto dalla disciplina sugli abusi di mercato. Da un confronto con l'Associazione di categoria (Assirevi) che si era svolto nel corso del 2006 era emersa la possibilità di garantire tale adempimento attraverso l'alimentazione su base quindicinale di cosiddetti *timesheets*, cioè *database* nei quali vengono inseriti da ciascun professionista i dati relativi alle ore dedicate allo svolgimento di specifici incarichi di revisione.

In tale area è stata rilevata la necessità di garantire un'adeguata alimentazione di tali *timesheets*, soprattutto da parte del personale in posizione apicale nei *team*, ed il rispetto della tempistica di aggiornamento dei dati stessi.

Un ulteriore aspetto dei controlli svolti ha riguardato l'attività di direzione, supervisione e riesame del lavoro svolto, profilo che assume particolare rilevanza quando si valutano i presidi volti a garantire un adeguato livello di qualità dell'attività di revisione, tenuto conto della funzione svolta all'interno dei *team*, ovvero in fase di *review* indipendente effettuata prima dell'emissione della cosiddetta *opinion*, dai livelli professionali dedicati allo svolgimento di tali attività.

In proposito, dai controlli svolti è emerso che, in alcuni casi, le procedure esistenti non hanno garantito un sufficiente coinvolgimento dei *partner* nella fase di riesame del lavoro, in termini di ore impiegate, rispetto ai parametri indicati dalla Comunicazione n. DAC/RM/96003556 del 18/04/1996, a causa di un'eccessiva concentrazione di incarichi in capo ad alcuni *partner* ovvero al loro coinvolgimento in funzioni organizzative all'interno della società.

Inoltre, sono state riscontrate carenze nella documentazione dell'attività di direzione, supervisione e riesame, in quanto le procedure dettate a tal fine dalle società sono risultate spesso non pienamente applicate e ciò ha comportato difficoltà nella valutazione dell'effettiva portata degli interventi.

Un altro fenomeno emerso nell'ambito dei controlli svolti riguarda gli scostamenti tra i tempi previsti all'atto del conferimento di alcuni incarichi ed i tempi effettivamente impiegati per il loro svolgimento. Gli esiti degli accertamenti hanno messo in luce l'assenza di presidi dedicati all'esame di tale fenomeno all'interno delle società, fenomeno che in alcuni casi si è sostanziato in scostamenti particolarmente rilevanti, rispetto ai quali è opportuno che sia previsto un presidio di controllo interno che ne individui le cause, al fine di valutare l'adozione di interventi correttivi nella fase di pianificazione dei lavori.

III – L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE

Nel 2007 si è sostanzialmente completato il processo di revisione della normativa primaria in materia di mercati finanziari collegato alla trasposizione nell'ordinamento domestico delle direttive del Piano d'azione per i servizi finanziari della Commissione Europea. In particolare, sono state recepite la direttiva sui mercati di strumenti finanziari (cosiddetta MiFID – direttiva 2004/39/CE), la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto (direttiva 2004/25/CE), la direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti quotati (cosiddetta direttiva *Transparency* – direttiva 2004/109/CE) e la direttiva sul prospetto (direttiva 2003/71/CE); il tassello ancora mancante è rappresentato dal recepimento della VIII direttiva sulla revisione contabile (direttiva 2006/43/CE) e la direttiva relativa all'esercizio dei diritti degli azionisti di società quotate (direttiva 2007/36/CE).

Nel corso del 2007 è anche stato completato il processo di emanazione dei regolamenti di attuazione della legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262) e della regolamentazione attuativa delle norme di recepimento della MiFID di competenza della Consob nonché il regolamento congiunto con la Banca d'Italia.

Nel 2008 e nei primi mesi del 2009 è stata portata sostanzialmente a compimento l'attività di analisi e di lavoro propedeutica all'emanazione della normazione secondaria necessaria per la piena entrata in vigore nel nostro ordinamento delle altre direttive comunitarie citate, attraverso un'attività di consultazione che ha comportato un intenso dialogo con i soggetti vigilati e con i risparmiatori, soprattutto in relazione agli aspetti di maggiore criticità collegati all'esercizio dei margini di discrezionalità concessi dal legislatore comunitario.

Il 24 marzo sono state definitivamente approvate le modifiche al Regolamento Emittenti necessarie per il recepimento della direttiva sul prospetto, e entro i prossimi mesi saranno approvate le ulteriori modifiche collegate all'attuazione delle direttive *Transparency* e Opa.

Sono state inoltre emanate alcune importanti comunicazioni interpretative di livello 3 della disciplina attuativa della MiFID, in materia di ricerca e di distribuzione di prodotti illiquidi ed è stata definita una procedura per l'approvazione delle linee guida predisposte dalle associazioni di categoria degli intermediari finalizzate a garantire una corretta implementazione della disciplina.

È in fase avanzata di completamento la disciplina di attuazione delle disposizioni codicistiche in materia di operazioni con parti correlate, che si ritiene possa essere emanata entro la metà del 2009.

È stata inoltre pubblicata una comunicazione volta a orientare il comportamento degli operatori verso una maggiore aderenza allo spirito delle norme del Testo unico della

finanza in materia di elezione di rappresentanti delle minoranze nell'ambito degli organi di amministrazione e controllo.

La Relazione annuale per il 2007 anticipava l'intenzione di avviare un'operazione di sistematizzazione e semplificazione dei regolamenti Consob, con l'obiettivo, tra l'altro, di ridurre gli oneri complessivi di adempimento per i soggetti vigilati.

Il Regolamento Emittenti, che ha subito numerosissimi aggiornamenti dalla data della sua approvazione, potrà essere oggetto di una riscrittura che lo renda più facilmente gestibile per gli utilizzatori.

Questa attività sarà svolta in occasione della revisione triennale dei regolamenti, da condursi ai sensi dell'art. 23 della cd. legge sul risparmio (legge n. 262 del 2005), e a cui la Consob, una volta esaurita la serie di modifiche al Regolamento Emittenti tuttora in corso di attuazione, ha in progetto di dedicarsi. Ciò potrebbe avvenire in prima battuta mediante una *call for evidence* aperta ai contributi del pubblico, sul modello di quanto fatto in occasione dell'attività di livello 3 riguardante la MiFID.

Un secondo obiettivo indicato dalla Relazione annuale per il 2007 era quello della differenziazione delle regole in funzione dei parametri dimensionali e di rischio dei soggetti vigilati. Questo approccio è stato già usato nella disciplina allo studio sulle operazioni con parti correlate (in corso di elaborazione), dove sono state previste specifiche misure che, da un lato, consentono alle società di minori dimensioni di adottare assetti organizzativi e procedurali più leggeri, dall'altro impongono alle società a maggiore rischio di pratiche espropriative una più ampia applicazione di principi più rigorosi.

1. I regolamenti e la consultazione con il mercato

La regolamentazione attuativa della direttiva sul prospetto

Dopo un'articolata consultazione pubblica, la Consob (con delibera 16840 del 24 marzo 2009) ha adottato modifiche al Regolamento emittenti concernenti le disposizioni in materia di prospetto relativo all'offerta al pubblico o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato, completando così a livello nazionale il quadro normativo di recepimento della Direttiva Prospetti n. 2003/71/CE.

Nell'occasione della trasposizione in norme interne della disciplina comunitaria sono stati meglio precisati i contenuti dell'attività istruttoria di competenza dell'Istituto e introdotte semplificazioni nell'*iter* di approvazione dei prospetti.

Al riguardo, occorre infatti segnalare che il legislatore comunitario ha individuato nella verifica della completezza del prospetto, comprendendo in essa la coerenza delle informazioni e loro comprensibilità, le finalità del controllo preordinato all'approvazione del prospetto e ha fissato i tempi entro i quali detta attività deve essere effettuata.

Si tratta di una novità in materia, tenuto conto che in passato il Tuf non aveva definito le caratteristiche del controllo della Consob sul prospetto, rimettendo tale valutazione alla dottrina e, soprattutto, alla giurisprudenza. È evidente, infatti, che tale attività definitoria si riverbera anche sull'ambito e sulla portata della responsabilità attribuita alle Autorità competenti, che pure la direttiva Prospetti non ha direttamente disciplinato.

In tale materia, nell'ambito della consultazione svolta sono state sottoposte al mercato precisazioni in merito al contenuto e alla portata dei controlli di completezza, coerenza e comprensibilità assegnati alla Consob, anche alla luce di un confronto comparativo con le prassi di altre Autorità dell'Unione europea. Tale comparazione è risultata particolarmente significativa con riferimento ad aspetti non compiutamente disciplinati dalla normativa comunitaria (tra questi, il numero e la tipologia dei documenti di cui si richiede l'allegazione in occasione del deposito della bozza iniziale di prospetto, nonché la natura delle verifiche effettuate con riferimento ad eventuali notizie stampa pubblicate).

Gli esiti degli approfondimenti effettuati sono stati compendiati in apposita Comunicazione del 24 marzo 2009 con la quale sono state fornite indicazioni circa la procedura seguita nell'approvazione dei prospetti e sono state chiarite la funzione e le tipologie di attività che la Consob svolge nelle relative istruttorie.

Per quanto attiene ai contenuti della disciplina regolamentare, in vista di una maggiore speditezza dell'esame istruttorio del prospetto, sono stati introdotti nuovi termini entro i quali gli emittenti o gli offerenti sono tenuti a fornire le informazioni supplementari eventualmente richieste dall'Autorità (termini che si aggiungono a quelli previsti per l'approvazione del prospetto da parte della Consob già fissati nel vigente regolamento, in 10 giorni lavorativi nel caso di emittenti già quotati o che hanno già svolto offerte pubbliche e in 20 giorni lavorativi negli altri casi), il cui mancato rispetto determina la improcedibilità dell'istanza di approvazione del prospetto.

Nell'ottica di fornire al mercato certezze circa la durata complessiva dell'*iter* amministrativo di approvazione del prospetto, è stato stabilito un termine massimo entro cui la Consob deve esprimersi in merito alla relativa richiesta (40 ovvero 70 giorni lavorativi a seconda della tipologia dell'offerta). È prevista, in vista di situazioni eccezionali, anche indipendenti dalla volontà dei proponenti l'offerta, la possibilità di una breve proroga del termine complessivo.

Risponde alle cennate finalità di semplificazione anche il venir meno dell'obbligo di sottoscrizione della comunicazione prevista dall'art. 94 del Tuf, posto in capo al responsabile del collocamento; quest'ultimo, inoltre, in base alla nuova disciplina non sarà più tenuto a firmare il prospetto, atteso che la sua responsabilità è espressamente sancita dall'art. 94, comma 9 del Tuf, in base al quale "*la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee a influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava*

sull'intermediario responsabile del collocamento (...)". Si è anche proceduto a modificare gli Allegati 1A ed 1I del Regolamento Emittenti, riducendo così sensibilmente il novero dei documenti da fornire in sede di presentazione della richiesta di approvazione del prospetto.

Fra le altre modifiche regolamentari di rilievo, si segnala l'istituzione, in attuazione della delega legislativa, di un Registro tenuto dalla Consob per le persone fisiche e le piccole e medie imprese da considerarsi quali investitori qualificati, che consente ai soggetti iscritti di essere esclusi dalla applicazione della disciplina delle offerte pubbliche. In ragione dei tempi necessari per l'organizzazione e l'avvio del Registro le disposizioni regolamentari che disciplinano la materia sono state assoggettate ad un regime transitorio, accogliendo in tal modo istanze rappresentate in sede di consultazione[28].

Le modifiche apportate alla legislazione primaria hanno anche offerto l'opportunità per una diversa articolazione delle norme regolamentari in modo da rendere autonoma la disciplina relativa agli Oicr ed ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione. Si è poi ravvisata la necessità di apportare alla struttura degli schemi di prospetto degli Oicr aperti (sia italiani che esteri non armonizzati) e dei prodotti finanziari-assicurativi innovazioni tese ad agevolare la comprensione da parte degli investitori delle caratteristiche dei prodotti e a favorire l'assolvimento degli obblighi di trasparenza informativa da parte degli intermediari nel rapporto con i clienti. Le parti del prospetto soggette ad un regime di consegna obbligatoria sono state riviste in un'ottica di sinteticità, al fine di dare massima evidenza alle informazioni-chiave relative ai rischi ed agli oneri per ogni singolo prodotto.

Tali innovazioni sono state precedute da un'ampia consultazione pubblica, anche attraverso occasioni di incontro diretto con gli intermediari e altri operatori del mercato.

Nell'ambito dei lavori per il recepimento della direttiva Prospetti sono state sottoposte a pubblica consultazione anche disposizioni regolamentari relative all'attuazione dell'art. 205 del Tuf con le quali individuare le condizioni al ricorrere delle quali le offerte di acquisto e di vendita di strumenti finanziari effettuate negli Mtf o da internalizzatori sistematici non costituiscono offerta al pubblico di prodotti finanziari, né offerta pubblica di acquisto o di scambio.

Le norme, adottate nel novembre 2008, hanno inteso contemperare le esigenze di funzionalità delle nuove sedi di scambi senza peraltro far venir meno, nei casi ritenuti necessari, gli obblighi informativi indispensabili per una efficiente tutela degli investitori.

---

[28] In particolare, è stato previsto che nelle more dell'attivazione del Registro i soggetti in possesso dei requisiti prescritti dalla direttiva, replicati in sede regolamentare, possono iscriversi, ai fini dell'esenzione dalla disciplina sull'offerta, in appositi registri tenuti dagli emittenti e offerenti. I dati contenuti in tali registri potranno essere utilizzati fino all'attivazione del Registro da parte della Consob per poi confluire in esso, secondo le modalità tecniche e nei termini successivamente stabiliti, senza soluzione di continuità fra i due regimi.

La regolamentazione attuativa della direttiva Transparency

La direttiva sugli obblighi di trasparenza degli emittenti (2004/109/CE, c.d. "direttiva *Transparency*") introduce una disciplina uniforme degli obblighi di informazione cui sono tenuti gli emittenti quotati e i relativi azionisti, e una specifica disciplina volta a garantire l'accesso del pubblico, su scala europea, alle informazioni regolamentate.

In particolare, sono disciplinati obblighi di informazione periodica in materia di rendicontazione finanziaria e obblighi di informazione continuativa in materia di assetti proprietari e di tutela degli azionisti nell'esercizio dei propri diritti. È predisposta, infine, una disciplina delle modalità di diffusione delle informazioni regolamentate articolata in quattro fasi: diffusione ai media (*dissemination)*, stoccaggio (*storage*), deposito presso l'Autorità competente (*filing*) e creazione di un *network* europeo delle informazioni diffuse.

In materia di accesso alle informazioni, il d.lgs. n. 195 del 6 novembre 2007, di attuazione della direttiva, ha introdotto nel Tuf l'art. 113-*ter* recante la disciplina dei sistemi di *dissemination, storage* e *filing* per quanto concerne: i destinatari del flusso informativo (ossia, Autorità di vigilanza, società di gestione dei mercati, il pubblico su scala europea); il modello di gestione dell'informazione; le norme generali in tema di diffusione dell'informazione e di stoccaggio delle stesse. Con riferimento al modello di gestione dell'informazione, è previsto che la Consob autorizzi soggetti terzi rispetto all'emittente all'esercizio dei servizi di diffusione e di stoccaggio delle informazioni regolamentate.

Importanti materie sono poi rimesse alla disciplina regolamentare ed in particolare le modalità e i termini di diffusione al pubblico delle informazioni regolamentate e di deposito presso le Autorità competenti; i requisiti dei soggetti terzi incaricati della diffusione e/o dello stoccaggio delle informazioni; la procedura e i tempi di autorizzazione degli stessi, nonché le disposizioni per lo svolgimento di tali attività; eventuali esenzioni dagli obblighi di diffusione, stoccaggio e deposito in conformità alla disciplina comunitaria.

Per dare attuazione alla citata disciplina il 7 luglio 2008 è stato pubblicato il documento di consultazione riguardante le modifiche da apportare al Regolamento Emittenti.

In particolare, per quanto attiene alla *dissemination*, sono stati previsti identici requisiti di qualità e sicurezza che devono essere posseduti sia dai soggetti terzi autorizzati all'esercizio del servizio di diffusione, sia dagli emittenti qualora decidano di agire in proprio; relativamente allo *storage*, è stato previsto un sistema basato su un numero diversificato di operatori, autorizzati e in possesso di requisiti stabiliti, ognuno dei quali dovrà coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto; con riferimento al *filing*, è stato previsto che esso venga attuato mediante

collegamento della Consob ai meccanismi di stoccaggio autorizzati ovvero tramite il consolidato sistema di "Teleraccolta".

Le osservazioni pervenute in sede di consultazione hanno evidenziato, oltre ad utili contributi per il perfezionamento del testo regolamentare, una sostanziale condivisione del nuovo impianto normativo. Inoltre, nel provvedimento regolamentare di imminente adozione, è stata prevista una disciplina transitoria in considerazione dei necessari tempi di adeguamento agli standard previsti dalla nuova disciplina e di avvio dei nuovi sistemi di diffusione e stoccaggio delle informazioni regolamentate.

In materia di assetti proprietari, il recepimento delle disposizioni comunitarie ha rappresentato l'occasione per una rivisitazione complessiva della disciplina già vigente sulla trasparenza proprietaria, al fine di procedere, oltre che agli adeguamenti peraltro minimi imposti dalla direttiva, ad una sua razionalizzazione, senza con ciò diminuire il livello di trasparenza del mercato assicurato sinora dalle disposizioni nazionali.

Nel documento di consultazione sopra richiamato sono state proposte modifiche regolamentari intese a semplificare gli oneri connessi all'acquisizione di partecipazioni rilevanti e i connessi adempimenti.

In tale ottica, si è ipotizzata una riduzione del numero delle soglie rilevanti ai fini degli obblighi di notifica, pur mantenendo la soglia minima del 2 per cento, confermata dalle norme del Tuf (art. 120).

La regolamentazione attuativa della direttiva sull'Opa

Nell'ambito delle attività di vigilanza regolamentare la Consob è impegnata nella revisione della disciplina applicabile alle offerte pubbliche d'acquisto, resa necessaria dal recepimento nel nostro ordinamento della Direttiva 2004/25/CE e dalle ulteriori modifiche apportate dal d.lgs. 229/2007 al Tuf.

In aggiunta all'esigenza di dare attuazione alle predette modifiche legislative, la regolamentazione in materia di Opa mira anche ad una migliore definizione della disciplina vigente, che tenga conto sia delle questioni emerse dall'esperienza applicativa sia degli spunti di riflessione forniti dall'analisi comparata degli ordinamenti esteri di riferimento.

Sottese alle diverse ipotesi di modifica della disciplina dell'Opa sono le macro-finalità dell'azione di vigilanza sugli emittenti sancite dall'art. 91 del Tuf e rappresentate dalla tutela degli investitori e dall'efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario.

Nella direzione del perseguimento di entrambe le finalità si pongono ipotesi di modifiche regolamentari volte ad evitare fenomeni distorsivi che possono influenzare le scelte degli azionisti destinatari di un'offerta pubblica d'acquisto, alterando il

comportamento dei piccoli azionisti in un momento decisivo per l'allocazione del controllo della società *target*.

In particolare, l'incertezza sull'esito dell'offerta e le difficoltà di coordinamento tra piccoli azionisti di società bersaglio di un'Opa possono delineare una situazione, nota come "coazione a vendere" (o "*pressure to tender*"), in cui anche l'azionista non favorevole all'offerta sarebbe indotto ad aderirvi dal timore, in caso di successo, di restare in possesso di azioni destinate a deprezzarsi a causa della riduzione della liquidità dei titoli e della contendibilità del controllo della società. L'adozione diffusa di un simile comportamento può condurre alla situazione-limite di successo di offerte che tutti gli oblati ritengono non vantaggiose, con evidente pregiudizio per la tutela degli investitori e per il buon funzionamento del mercato del controllo societario.

La coazione a vendere è più intensa nel caso di offerte volontarie promosse dall'azionista di controllo, nelle quali il corrispettivo offerto non include alcun "premio per il controllo" e i piccoli azionisti subiscono rilevanti asimmetrie informative sulla valutazione di convenienza dell'offerta.

La frequenza con cui nel 2008 sono state promosse dall'azionista di maggioranza offerte pubbliche di acquisto finalizzate al *delisting* della società e le connesse esigenze di tutela degli azionisti destinatari di Opa lanciate in una fase di quotazioni di mercato depresse hanno indotto la Consob, oltre che ad adottare iniziative di vigilanza specifiche, ad individuare soluzioni regolamentari *ad hoc*.

In particolare, l'introduzione di una previsione che preveda una riapertura dei termini di offerte promosse dall'azionista di controllo in caso di suo successo consentirebbe all'azionista che giudica non conveniente l'Opa di non aderire nella prima fase, avendo la possibilità di farlo, eventualmente, nella seconda. Una tale previsione non muterebbe al tempo stesso l'incentivo per gli azionisti favorevoli all'offerta ad aderirvi prontamente.

Un ulteriore correttivo contro la coazione a vendere può essere offerto dal rafforzamento del contenuto informativo del comunicato dell'emittente oggetto di Opa, tramite l'inclusione obbligatoria di una autonoma valutazione dell'offerta da parte degli amministratori indipendenti.

Ulteriori modifiche alla regolamentazione delle Opa in corso di elaborazione potrebbero attenere al rafforzamento della trasparenza informativa e delle regole di correttezza in corso di offerta e, ove possibile, a un maggior coinvolgimento degli azionisti, anche di minoranza, nella disciplina delle esenzioni dall'obbligo di Opa.

La disciplina delle operazioni con parti correlate

Nell'aprile 2008 è stata pubblicata una proposta di regolamentazione in materia di operazioni con parti correlate in attuazione dell'art. 2391-*bis* c.c., con cui sono stati

enunciati principi di correttezza sostanziale e procedurale ai quali le società che fanno ricorso al mercato di rischio dovrebbero essere tenute a conformarsi. L'attuazione di tale delega legislativa ha costituito inoltre l'occasione per una revisione della norma (art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti) che già disciplinava le operazioni con parti correlate sotto il profilo della trasparenza al mercato.

L'emanazione di un complesso regolamentare unitario in materia di operazioni con parti correlate è motivata dal riconoscimento della complementarietà tra gli strumenti di trasparenza verso il mercato e i principi di correttezza ai quali le società dovrebbero ispirarsi nel compimento delle stesse.

La considerazione dell'importanza e dell'ampiezza del tema ha motivato l'adozione di un rafforzato *iter* regolamentare nel quale ha avuto luogo la sperimentazione dell'attività di analisi di impatto della regolamentazione sulla cui base è stata individuata, tra le varie opzioni considerate, la proposta di regolazione sottoposta a consultazione e che riguarda sia la disciplina informativa, sia l'emanazione di principi atti ad assicurare correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate.

Con riferimento al primo ambito, la revisione della disciplina della trasparenza innova in primo luogo la definizione delle operazioni soggette a informativa, le c.d. operazioni rilevanti, qualificate non più esclusivamente in base a criteri qualitativi ma in prevalenza quantitativi basati sull'applicazione di indici dimensionali. Nell'identificazione delle operazioni rilevanti è stato inoltre previsto un regime più stringente per le società caratterizzate da una separazione tra proprietà e controllo strutturalmente più marcata, nelle quali sono pertanto presenti maggiori rischi di estrazione di benefici privati da parte dell'azionista di controllo. Al tempo stesso, al fine di non ostacolare l'ordinaria e frequente operatività infragruppo si è attribuita alle società la possibilità di escludere dalle operazioni rilevanti quelle realizzate con società controllate, purché in tali controllate non vi siano interessi di altre parti correlate.

La proposta regolamentare prevede un doppio regime di trasparenza per le operazioni rilevanti con parti correlate, da un lato, rafforzando la trasparenza immediata, resa più tempestivamente al mercato mediante un apposito documento informativo a seguito dell'approvazione dell'operazione e, dall'altro, in attuazione della direttiva *Transparency*, prevedendo forme di trasparenza periodica nella relazione sulla gestione.

Con riferimento agli aspetti procedurali, la proposta di regolazione è fondata sulla valorizzazione e sulla responsabilizzazione degli amministratori indipendenti nell'effettuazione delle operazioni con parti correlate. I principi di correttezza sostanziale e procedurale, e il relativo coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle trattative e nelle fasi istruttoria e decisoria, sono stati graduati in considerazione della "rilevanza" dell'operazione.

Sempre in un'ottica di proporzionalità tra costi e benefici, la disciplina proposta si presenta differenziata in ragione delle caratteristiche dimensionali delle società, consentendo a emittenti di minori dimensioni, neoquotati e con azioni diffuse, solitamente caratterizzati da strutture societarie meno articolate, di utilizzare una procedura semplificata.

Considerata la complessità e la rilevanza di una normativa che incide non solo su aspetti informativi, ma anche sulla stessa *governance* degli emittenti, la Commissione ha previsto procedure e tempi di consultazione che assicurassero il massimo dialogo con il mercato. La fase di consultazione ormai conclusa ha consentito di raccogliere numerosi e utili contributi. Il loro esame ha portato la Consob a elaborare una nuova ipotesi di regolamentazione che mantiene le linee di fondo della prima proposta, confermando la centralità del ruolo degli amministratori indipendenti e della trasparenza, al contempo recependo anche osservazioni formulate dal mercato. Tale nuova ipotesi, che al 31 marzo risulta in fase di approvazione, sarà sottoposta ad una seconda breve consultazione con il mercato con l'obiettivo di pervenire alla sua migliore adozione entro la fine del primo semestre del 2009.

La regolamentazione attuativa della disciplina sui consulenti finanziari

La disciplina del servizio di consulenza in materia di investimenti ha subito negli anni una profonda evoluzione, sia nell'ambito del contesto nazionale sia all'interno del contesto comunitario. Per via della sempre maggiore dipendenza degli investitori, soprattutto non sofisticati, dalle raccomandazioni in materia di investimenti, la direttiva MiFID (Direttiva 2004/39/CE) ha modificato radicalmente l'impostazione della previgente disciplina comunitaria includendo la consulenza tra i servizi e le attività di investimento e introducendo una riserva di attività in favore di imprese di investimento, banche, Sgr e società di gestione armonizzate, qualora autorizzate nello Stato membro di origine.

Il Testo Unico della Finanza riconosce anche alle persone fisiche "*in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze*" la possibilità di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro e/o strumenti finanziari di pertinenza degli investitori. La disposizione dell'art. 18-*bis* del Tuf, subordina, peraltro, l'esercizio del servizio di consulenza da parte di soggetti diversi dagli intermediari all'iscrizione in un apposito albo di nuova istituzione dedicato ai consulenti finanziari persone fisiche. L'albo sarà tenuto da un costituendo Organismo, ordinato in forma di associazione e dotato di autonomia organizzativa, statutaria e finanziaria, cui vengono riconosciute funzioni di vigilanza e potestà sanzionatoria nei confronti degli iscritti e i cui rappresentanti dovranno essere nominati con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob.

Nel quadro normativo testé delineato il legislatore demanda alla potestà regolamentare della Consob la definizione dei principi e dei criteri relativi alla disciplina dei consulenti finanziari persone fisiche, nonché l'attività di supervisione nei confronti del costituendo Organismo. Tale attività potrà esplicarsi sia mediante l'esercizio di poteri di vigilanza informativa ed ispettiva, sia attraverso il potere di proporne lo scioglimento al Ministero dell'Economia e delle Finanze nei casi di inerzia o malfunzionamento. È stato, infine, attribuito alla Consob il potere di decidere sui ricorsi presentati avverso i provvedimenti sanzionatori eventualmente comminati dall'Organismo.

Con decreto del 24 dicembre 2008, n. 206, pubblicato nella G.U. n. 303 del 30.12.2008, è stato adottato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze il regolamento avente ad oggetto la disciplina dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali per l'iscrizione all'albo delle persone fisiche consulenti finanziari.

Nel corso del 2008 è stato pubblicato dalla Consob un documento di consultazione recante il regolamento di attuazione dell'art. 18-*bis* del Tuf in materia di consulenti finanziari per i profili demandati alla vigilanza regolamentare dell'Istituto.

L'approccio seguito ai fini della definizione del documento posto in consultazione è stato quello di elaborare un modello unitario di disciplina della consulenza in materia d'investimenti ispirato ai seguenti principi: 1) favorire lo sviluppo e la competitività del mercato della consulenza in materia di investimenti, nonché la concorrenza tra i diversi operatori, attraverso la creazione di un contesto normativo che assicuri parità di accesso al mercato e condizioni equivalenti di esercizio dell'attività; 2) contenere l'impatto dei costi di *compliance* e garantire la sostenibilità della regolamentazione da parte dei consulenti finanziari persone fisiche, nel rispetto del principio di proporzionalità di cui all'art. 6, comma 01, del Tuf; 3) assicurare un livello di protezione dei clienti equivalente a quello offerto dalla disciplina dei soggetti abilitati, articolando l'apparato delle tutele in funzione del diverso grado di conoscenza ed esperienza degli investitori; 4) conseguire la uniformità della disciplina di trasparenza e di correttezza del servizio di consulenza in materia di investimenti nonché assicurare la conformità della disciplina dei consulenti finanziari persone fisiche al regime normativo MiFID; 5) con riferimento alle regole di organizzazione, assicurare il rispetto dei criteri di adeguatezza e proporzionalità avendo riguardo sia in generale alle peculiarità che connotano l'esercizio di un'attività economica organizzata in forma individuale, sia alle specifiche dimensioni e complessità dell'attività del singolo consulente, sia infine ai tratti distintivi che caratterizzano il modello di regolazione del conflitto di interessi adottato dall'art. 18-*bis* del Tuf.

Esaurita la fase della consultazione, il predetto regolamento potrà essere emanato appena il Ministero dell'Economia e delle Finanze avrà apportato alla normativa primaria alcuni emendamenti in fase di definizione.

2. L'attività di livello 3 e le comunicazioni interpretative

Le comunicazioni interpretative della disciplina di attuazione della MiFID

Nel corso del 2008 l'attività regolamentare si è concentrata nel processo di chiarimento e segnalazione all'industria delle misure necessarie per l'effettiva adozione delle riforme strategiche e procedurali presupposte o richieste dalla nuova disciplina di recepimento della MiFID.

In tale contesto sono state elaborate misure interpretative di "livello 3" sul nuovo Regolamento Intermediari.

Il fenomeno economico della distribuzione di prodotti finanziari illiquidi (quali, a titolo esemplificativo, obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario, nonché derivati Otc) alla clientela *retail* assume infatti centrale rilevanza per il mercato finanziario nazionale tenuto conto dello scarso peso del risparmio gestito nella composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie. Questo tema assume particolare rilievo anche per il sistema bancario italiano che nel corso del biennio 2009-2010 dovrà rifinanziare obbligazioni in scadenza per oltre 200 miliardi di euro. Nelle attuali condizioni di mercato si possono, infatti, registrare maggiori incentivi al collocamento di obbligazioni bancarie presso la clientela al dettaglio, che avviene a costi di norma inferiori a quelli richiesti da altri investitori istituzionali che esigono più alti premi per il rischio assunto. Potrebbero esservi sono quindi rischi di insorgenza di significativi conflitti di interessi in capo alle banche, sia rispetto all'attività di gestione sia rispetto all'attività di consulenza. La necessità di rafforzare i coefficienti patrimoniali ha, inoltre, orientato le banche a collocare anche obbligazioni subordinate e prodotti ibridi, poco adatti, per profili di rischiosità e complessità, ad investitori al dettaglio.

Il documento di livello 3 richiede agli intermediari nel caso in cui trattino con la clientela titoli "illiquidi", ossia titoli che comportano per l'investitore ostacoli o limitazioni allo smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole a condizioni di prezzo significative, di innalzare il livello di informativa al cliente, in particolare sui costi di smobilizzo dei menzionati investimenti. Specifiche cautele sono indicate al fine di garantire un corretto e ricostruibile *pricing* dei prodotti illiquidi trattati e un forte richiamo è formulato affinché le procedure di valutazione di adeguatezza siano tali da intercettare autonomamente il rischio di illiquidità del titolo da porsi in relazione di compatibilità con l'*holding period* manifestato dal cliente.

Per la sua rilevanza ed impatto, le misure sono state sottoposte ad un articolato processo di consultazione e richiederanno la pronta realizzazione da parte degli intermediari dei necessari aggiornamenti alle proprie procedure aziendali. Al tal fine, gli operatori potranno anche avvantaggiarsi dell'eventuale elaborazione di *best practices* da parte delle Associazioni di categoria.

Accanto al processo di chiarimento diretto dei principali passaggi interpretativi discendenti dalla nuova disciplina, la Consob ha definito una *policy*, pubblicata nel maggio 2008, per la valutazione ed eventuale validazione delle linee-guida elaborate dalle Associazioni degli intermediari. Uno spazio importante, nella prospettiva di soddisfare le esigenze di certezza degli operatori, può infatti essere colmato da orientamenti applicativi, elaborati dalle Associazioni degli intermediari ed eventualmente validati dalla Consob, sentite anche le Associazioni dei consumatori, tali che gli operatori che vi si attenessero siano considerati adempienti agli obblighi di legge (*safe harbour*).

Tali Linee garantiscono migliore elasticità e grado di dettaglio applicativo, assicurando al contempo un approccio rispettoso della libera concorrenza tra gli operatori alla luce della specificità operativa ed organizzativa della singola impresa.

Nel corso del 2008 si sono quindi avviati e condotti confronti con le principali Associazioni degli intermediari le quali hanno sottoposto al processo di formale validazione le proprie prime bozze di Linee-guida. In data 24 marzo 2009 sono state così validate le prime *guidance* elaborate da Associazioni degli intermediari su diverse aree.

La disciplina sull'elezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo

Alla luce delle esperienze di vigilanza maturate in occasione della stagione assembleare 2008, che ha rappresentato un primo test per l'applicazione della nuova disciplina in materia di elezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo da parte delle minoranze attraverso il meccanismo del voto di lista (si veda il par. 6 del precedente Capitolo II "L'attività di vigilanza"), è stata sottoposta a consultazione del mercato, il 29 aprile 2008, una proposta di comunicazione volta a orientare i comportamenti degli operatori verso una maggiore aderenza allo spirito della legge in occasione della presentazione di liste di minoranza.

In base all'esito della consultazione si è ritenuto opportuno emanare una comunicazione con la quale si raccomanda ai soci che presentino una "lista di minoranza" di specificare l'assenza di rapporti di collegamento, anche indiretti, con gli azionisti che detengono, anche congiuntamente, partecipazioni di controllo o di maggioranza relativa e le relazioni eventualmente esistenti, qualora significative[29], con tali soggetti, nonché le

[29] In particolare, si raccomanda di indicare tra le predette relazioni, qualora significative, almeno: i rapporti di parentela; l'adesione nel recente passato, anche da parte di società dei rispettivi gruppi, ad un patto parasociale previsto dall'art. 122 del Tuf avente ad oggetto azioni dell'emittente o di società del gruppo dell' emittente; l'adesione, anche da parte di società dei rispettivi gruppi, ad un medesimo patto parasociale avente ad oggetto azioni di società terze; l'esistenza di partecipazioni azionarie, dirette o indirette, e l' eventuale presenza di partecipazioni reciproche, dirette o indirette, anche tra le società dei rispettivi gruppi; l'avere assunto cariche, anche nel recente passato, negli organi di amministrazione e controllo di società del gruppo del socio (o dei soci) di controllo o di maggioranza relativa, nonché il prestare o l'avere prestato nel recente passato lavoro dipendente presso tali società; l'aver fatto parte, direttamente o tramite propri rappresentanti, della lista presentata dai soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di

motivazioni per le quali tali relazioni non sono state considerate determinanti per l'esistenza dei citati rapporti di collegamento.

Nella stessa comunicazione i componenti gli organi di controllo sono stati invitati, nell'adempimento dei loro doveri di vigilanza, a prestare particolare attenzione al rispetto della disciplina sull'elezione degli organi di amministrazione e controllo ed eventualmente ad assumere, nell'ambito dei propri poteri, ogni iniziativa utile, anche al fine di evitare incertezze sul mercato in ogni fase delle procedure di presentazione delle liste e di nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo.

Contestualmente all'emanazione della citata comunicazione è stata sottoposta alla consultazione del mercato una ulteriore proposta di comunicazione contenente raccomandazioni riguardanti l'informativa che l'organo amministrativo deve fornire in merito alla valutazioni sulla sussistenza dei requisiti di indipendenza in capo ai suoi componenti. Ciò in quanto si è riscontrato più volte che amministratori sono stati definiti indipendenti ai sensi del Codice di Autodisciplina senza che fossero evidenziate la mancanza di alcuni requisiti indicati dal medesimo Codice e le motivazioni per le quali gli stessi amministratori fossero stati ritenuti comunque indipendenti.

Tenuto quindi conto dell'importanza per il mercato di conoscere in modo chiaro la composizione dell'organo amministrativo, la proposta di comunicazione raccomanda ai consigli di amministrazione delle società quotate, in occasione delle nomine dei loro componenti e, periodicamente, nella relazione sul governo societario, di fornire tutte le informazioni necessarie circa la presenza degli amministratori indipendenti e i requisiti utilizzati per qualificarli tali.

---

maggioranza relativa nella precedente elezione degli organi di amministrazione o controllo; l'aver partecipato, nella precedente elezione degli organi di amministrazione o di controllo, alla presentazione di una lista con i soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa ovvero avere votato una lista presentata da questi ultimi; l'intrattenere o l'avere intrattenuto nel recente passato relazioni commerciali, finanziarie (ove non rientrino nell'attività tipica del finanziatore) o professionali; la presenza nella c.d. lista di minoranza di candidati che sono o sono stati nel recente passato amministratori esecutivi ovvero dirigenti con responsabilità strategiche dell'azionista (o degli azionisti) di controllo o di maggioranza relativa o di società facenti parte dei rispettivi gruppi.

IV – L'ATTIVITÀ DI *ENFORCEMENT* E I RAPPORTI CON L'AUTORITÀ GIUDIZIARIA

1. L'attività sanzionatoria

Nel corso del 2008 la Consob ha adottato 136 provvedimenti sanzionatori per accertate violazioni delle disposizioni del Testo Unico della Finanza e dei relativi regolamenti attuativi. L'ammontare complessivo delle sanzioni pecuniarie irrogate è stato pari a 6,5 milioni di euro, inferiore a quello del 2007 (anno in cui erano stato adottati 200 provvedimenti sanzionatori per un importo complessivo pari a 43,7 milioni di euro), in quanto tra la fine del 2006 e la prima parte del 2007 avevano trovato conclusione alcuni procedimenti sanzionatori afferenti operazioni societarie e di mercato di particolare rilevanza (vicenda Antonveneta, operazione di *equity swap* Ifil/Exor nell'ambito del Gruppo Agnelli, tentativo di scalata a Rcs), che avevano comportato l'applicazione di sanzioni di importo particolarmente elevato e tendenti al massimo edittale che, per le sole tre vicende sopra richiamate, avevano superato i 30 milioni di euro complessivi.

L'attività di vigilanza sfociata nei procedimenti sanzionatori conclusisi nel 2008 non ha fatto emergere, invece, fattispecie altrettanto gravi, attestandosi su livelli di sostanziale ordinarietà, eccezion fatta per taluni illeciti che hanno comportato l'applicazione di sanzioni di importo piuttosto consistente.

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggiore rilevanza assunti nel 2008 meritano, anzitutto, di essere segnalati quelli adottati nei confronti degli esponenti aziendali di Banca Italease Spa e della stessa banca, in relazione alle gravi violazioni della disciplina in materia di intermediari ed emittenti accertate con riguardo all'intensa attività in strumenti finanziari derivati svolta da tale banca fino a metà 2007.

L'ampia ed approfondita attività di accertamento posta in essere – anche mediante audizioni e l'espletamento di una specifica indagine ispettiva – nei confronti degli amministratori e del collegio sindacale, nonché della società di revisione incaricata, ha fatto emergere che Banca Italease aveva dato inizio nel 2003 ad un'attività di negoziazione in prodotti derivati *over the counter* (Otc) su tassi di interesse (*Interest Rate Swap* - Irs), in funzione della quale la banca, a fronte di ogni strumento derivato sottoscritto con la clientela, stipulava nella stessa giornata un contratto speculare con una controparte istituzionale finanziaria, in modo che ciascuna posizione risultasse "pareggiata".

Per effetto di tale *modus operandi*, i crediti verso clienti per posizioni in derivati sono risultati crescere dai 225 milioni di euro di fine 2006 ai circa 400 milioni di euro di fine maggio 2007, fino ad arrivare a circa 920 milioni di euro al 30 giugno 2007.

In esito alla complessiva attività di accertamento svolta la Consob già nel corso del 2007 ha inviato alla Procura della Repubblica tre segnalazioni, con le quali si è dato conto

degli elementi informativi acquisiti, sono state svolte considerazioni in merito alla correttezza dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2006 (da cui era anche conseguita l'attivazione in data 31 ottobre 2007 dei poteri di impugnativa) e sono stati rappresentati fatti ritenuti di possibile rilevanza penale ai sensi dell'art. 331 c.p.

Contestualmente sono stati avviati due procedimenti sanzionatori amministrativi, il primo dei quali a carico degli esponenti aziendali di Banca Italease e, a titolo di responsabilità solidale, della stessa Banca con riguardo alle numerose e significative carenze procedurali accertate nella prestazione del servizio di negoziazione in conto proprio avente ad oggetto derivati Otc; carenze afferenti, in particolare, l'assenza di procedure idonee a garantire un'adeguata conoscenza da parte della clientela della natura, dei rischi e delle implicazioni delle operazioni stipulate, quale condizione imprescindibile per pervenire a consapevoli scelte d'investimento/disinvestimento.

È risultato, infatti, che Banca Italease aveva proceduto in modo passivo alla commercializzazione dei prodotti ingegnerizzati da *investment bank* terze, senza compiere alcun approfondimento in merito alle caratteristiche ed alla strutturazione dei derivati oggetto dell'operatività Otc; inoltre, la Banca non aveva elaborato alcuna procedura volta ad illustrare alla clientela la natura, il grado di rischiosità e le implicazioni dei prodotti commercializzati, né disponeva all'epoca di un valido sistema di catalogazione degli strumenti finanziari in relazione al livello di rischio agli stessi associato; il che è risultato tanto più grave in considerazione delle peculiarità dell'offerta del predetto intermediario orientata, nel periodo oggetto di accertamenti, verso strumenti derivati dalla struttura complessa e ad alto grado di rischiosità.

Carenze procedurali sono state, inoltre, accertate anche con riguardo alla mancata definizione da parte di Banca Italease di procedure idonee ad individuare le operazioni in derivati Otc da proporre alla clientela in relazione alle specifiche esigenze finanziarie di quest'ultima, nonché di procedure necessarie alla valutazione del valore di mercato (*mark to market*) e alla conseguente definizione delle condizioni economiche (*pricing*) applicate alle operazioni in derivati Otc concluse da Banca Italease con la clientela.

Il secondo procedimento sanzionatorio, avviato direttamente nei confronti della Banca ai sensi dell'art. 193 del Tuf, ha riguardato l'accertata duplice violazione degli obblighi informativi previsti dall'art. 114 del Tuf e relativi provvedimenti d'attuazione a carico degli emittenti quotati, non essendo state rese note, al pubblico e al mercato, le informazioni *price sensitive* in relazione: *i)* alla notizia concernente l'entità dell'esposizione in contratti derivati nei confronti della clientela e alla crescita della stessa rispetto al 31.12.2006, resa nota solo a seguito di specifica richiesta formulata dalla Consob in data 31 maggio 2007, nonostante già il precedente 24 maggio essa integrasse la fattispecie di informazione privilegiata ai sensi dell'art. 181 del Tuf; *ii)* alla notizia relativa alla decisione di sospendere la distribuzione di derivati esotici, comunicata al mercato – tra

l'altro, solo in via indiretta e desuntiva – in data 29 giugno 2007, ancorchè si trattasse di decisione risalente al precedente mese di aprile.

La mancata divulgazione da parte di Banca Italease Spa delle suddette informazioni ha avuto quale effetto la mancata messa a disposizione del mercato e del pubblico degli investitori di importanti elementi informativi, in un contesto borsistico caratterizzato da rilevanti fluttuazioni al ribasso del prezzo dei titoli della società.

Avuto riguardo al complesso ed alla gravità dei fatti violativi accertati, la Commissione ha conclusivamente applicato nei confronti degli esponenti aziendali interessati e della stessa Banca Italease sanzioni per complessivi 2,3 milioni di euro circa.

Quanto alle condotte sostanzianti abusi di mercato, nel corso del 2008 i provvedimenti sanzionatori assunti sono stati in totale 5, concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate.

Le relative sanzioni pecuniarie applicate – di importo pari, in totale, a poco più di 2 milioni di euro – hanno riguardato in tutto 6 soggetti, di cui 5 persone fisiche ed 1 persona giuridica, quest'ultima sanzionata ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (Responsabilità dell'ente).

Nei confronti delle stesse persone fisiche sanzionate è stata anche applicata la sanzione interdittiva accessoria obbligatoria di cui all'art. 187-*quater* del Tuf (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità ed incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate) per complessivi 18 mesi; inoltre, è stata disposta la confisca, parimenti obbligatoria ai sensi dell'art. 187-*sexies* del Tuf, di beni appartenenti agli autori delle violazioni, per un valore complessivo pari a circa 5,5 milioni di euro.

Tra i procedimenti conclusi in materia di *market abuse* si segnala quello che ha portato all'adozione di provvedimenti sanzionatori in relazione ad operazioni di vendita di azioni della società Fidia Spa – effettuate dal Direttore Generale per conto della Società – sfruttando un'informazione privilegiata non ancora messa a disposizione del mercato, concernente una significativa contrazione del fatturato rispetto a quanto previsto nel *business plan* del triennio 2005-2007. Le indagini svolte hanno comprovato che tale operatività in vendita era stata posta in essere al fine di evitare le perdite connesse alla diminuzione di valore delle azioni Fidia, che sarebbero ragionevolmente conseguite per effetto della diffusione al mercato della notizia che Prima Industrie Spa (società con la quale era stato avviato un progetto di fusione per incorporazione di Fidia), venuta a conoscenza del sopraggiunto peggioramento della situazione aziendale dell'incorporante Fidia, avrebbe con tutta probabilità rinunciato alla realizzazione di detto progetto (circostanza poi effettivamente verificatasi).

Gli accertamenti condotti hanno, altresì, fatto emergere analoghi comportamenti violativi posti in essere, per le medesime finalità, anche dal socio controllante nonché Presidente di Fidia, che aveva operato in conto proprio sul medesimo titolo.

Quanto sopra ha sostanziato violazione dell'art. 187-*bis* del Tuf (abuso di informazioni privilegiate), con conseguente applicazione di sanzioni pecuniarie di poco inferiori a 1 milione di euro nel complesso. A carico delle stesse persone fisiche è stata, altresì, applicata la sanzione interdittiva accessoria obbligatoria della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e dell'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo per complessivi otto mesi. Ai soggetti che avevano tratto diretto vantaggio dalla descritta operatività (l'emittente Fidia e il suo socio di controllo) è stata, inoltre, applicata la confisca dei beni per un controvalore complessivo di 1,8 milioni di euro.

Un'altra fattispecie grave di abuso di informazioni privilegiate è stata accertata in relazione ad acquisti di azioni Interbanca Spa, effettuati nel corso del 2002 (oggetto prima di procedimento penale e, successivamente, di procedimento sanzionatorio amministrativo, per effetto dell'intervenuta depenalizzazione delle fattispecie di insider secondario operata con la legge comunitaria 2004) abusando dell'informazione privilegiata relativa al progetto di Banca Popolare Antoniana Veneta di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni Interbanca. L'informazione privilegiata era stata acquisita dal soggetto, cui sono stati contestati i fatti, in ragione della sua appartenenza ad una delle componenti del Patto di Sindacato che, all'epoca dei fatti oggetto di accertamento, governava BPAV.

Gli accertamenti posti in essere, anche mediante la cooperazione internazionale, hanno fatto emergere l'anomalia dell'operatività sui titoli Interbanca posta in essere dal sig. Sinigaglia tramite una società con sede in Honk Kong a lui riconducibile, dal che è conseguita l'applicazione a suo carico di una sanzione pecuniaria pari a 1,4 milioni di euro, di una sanzione interdittiva accessoria, ai sensi dell'art. 187-*quater*, comma 1, del Tuf pari a quattro mesi e la confisca di beni per un valore di circa 3,3 milioni di euro.

Nella materia delle infrazioni alla disciplina degli emittenti la Commissione ha adottato, nel corso del 2008, 30 provvedimenti sanzionatori, per effetto dei quali ha comminato sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 1,5 milioni di euro.

Le violazione accertate hanno riguardato la normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto, di informativa societaria, di comunicazione delle variazioni intervenute nella partecipazioni societarie rilevanti, di pubblicazione dei patti parasociali.

Tra le fattispecie violative rilevate si segnala quella relativa all'inadempimento da parte di RCS MediaGroup Spa dell'obbligo, gravante in capo agli emittenti quotati ai sensi dell'art. 66, comma 8, del Regolamento Consob n. 11971/99, di procedere – in presenza di notizie diffuse tra il pubblico che abbiano avuto un effetto rilevante sul prezzo degli strumenti finanziari emessi dai medesimi soggetti – alla pubblicazione tempestiva di un

comunicato in merito alla veridicità delle notizie stesse, al fine di ripristinare condizioni di parità informativa sul mercato.

È stato accertato l'inadempimento da parte del predetto emittente dell'obbligo, sancito dalla sopra richiamata disposizione regolamentare, di ripristinare la parità informativa sul mercato ove sia possibile presumere, per effetto della coesistenza di indiscrezioni di stampa e di variazioni di rilievo delle quotazioni dei titoli interessati, la disomogenea disponibilità tra gli operatori ed il pubblico degli investitori di informazioni caratterizzate da adeguata precisione. In relazione a ciò è stata applicata a carico di RCS Mediagroup una sanzione pecuniaria pari a 200.000 euro.

Nel corso del 2008 sono stati espletati, inoltre, due procedimenti sanzionatori che hanno tratto origine dalle risultanze dell'attività d'indagine, anche ispettiva, posta in essere con riguardo alle due operazioni di offerta pubblica d'acquisto poste in essere da società del Gruppo Pirelli a metà 2007 aventi ad oggetto le quote dei fondi comuni d'investimento immobiliare chiusi denominati Tecla e Berenice.

Dal complesso degli accertamenti svolti sono emerse violazioni sia della normativa in materia di intermediari che delle disposizioni disciplinanti le operazioni di offerta pubblica d'acquisto.

Sotto il primo profilo, gli illeciti hanno riguardato soprattutto violazioni delle disposizioni in materia di gestione delle situazioni di conflitto d'interessi e del dovere posto in capo alle Sgr di agire in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, tenuto conto della mancata adozione da parte di Pirelli RE Sgr delle misure necessarie a prevenire gli effetti negativi per i titolari delle quote dei due fondi comuni Tecla e Berenice derivanti dalla situazione di conflitto di interessi in cui versava la Sgr nei rapporti con la controllante Pirelli RE Spa a seguito della promozione delle due Opa in questione da parte del "veicolo societario" Gamma RE BV, a sua volta riconducibile alla stessa Pirelli RE.

Quanto alle violazioni accertate con riguardo alla disciplina in materia di offerte pubbliche d'acquisto, le condotte sanzionate hanno avuto ad oggetto, in particolare, carenze informative riscontrate nei due documenti d'offerta – nella parte relativa alla descrizione delle motivazioni e dei programmi futuri dell'emittente e, limitatamente al documento relativo all'offerta su quote del fondo Berenice, anche con riferimento all'indicazione dei criteri di determinazione del corrispettivo – nonché la violazione delle regole di correttezza in sede di predisposizione e definizione dei contenuti dei comunicati diffusi dallo stesso emittente, contenenti le valutazioni di competenza in merito alla citate operazioni, stanti le numerose interferenze poste in essere dalla controllante Pirelli RE, favorite e/o avallate dagli esponenti aziendali della controllata Pirelli RE Sgr.

Entrambi i procedimenti sanzionatori sopra richiamati si sono conclusi ad inizio 2009 con l'applicazione a carico di esponenti aziendali delle due società sopra menzionate di sanzioni pecuniarie pari complessivamente a circa 3,5 milioni di euro.

Infine, nel corso del 2008 sono giunti a conclusione i primi procedimenti (in tutto 9) concernenti violazioni della disciplina in materia di operazioni di *internal dealing* (*ex* art. 114, comma 7, del Tuf e relative disposizioni d'attuazione). Si tratta di una disciplina che, in un'ottica di prevenzione di possibili fattispecie di *market abuse*, pone a carico dei cc.dd. "soggetti rilevanti" (vale a dire dei soggetti che ricoprono incarichi direttivi, amministrativi e di controllo in un emittente quotato nonché dei partecipanti al capitale dell'emittente medesimo in misura almeno pari al 10 per cento) nonchè delle persone ad essi strettamente legate, specifici obblighi di comunicazione alla Consob e al mercato delle operazioni aventi ad oggetto azioni emesse dall'emittente o altri strumenti finanziari ad esse collegati. In relazione agli illeciti accertati sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 400.000 euro circa nei confronti di 7 persone fisiche e 2 persone giuridiche.

L'attività di vigilanza svolta sul fronte degli intermediari ha comportato nel corso del 2008 l'adozione di 7 provvedimenti sanzionatori, che hanno riguardato 5 banche, una Sim e una Sgr.

Le relative sanzioni pecuniarie (comprese quelle irrogate nei confronti di Banca Italease, cui si è già fatto cenno sopra), sono state pari a circa 2,9 milioni di euro ed hanno riguardato 103 esponenti aziendali.

Le irregolarità di maggiore rilevanza accertate hanno riguardato il mancato rispetto della disciplina primaria e secondaria che impone agli intermediari di disporre di risorse e procedure interne idonee ad assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi d'investimento ed a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi medesimi, nonché l'adeguata vigilanza interna sull'attività svolta dalle reti di vendita; l'inidoneità delle procedure per la individuazione e gestione dei conflitti d'interesse; la violazione delle disposizioni in materia di preimputazione e registrazione degli ordini; la mancata indicazione all'investitore di un parametro oggettivo di riferimento coerente con i rischi ad essa connessi, in relazione al quale commisurare i risultati della gestione stessa; la violazione delle disposizioni in materia di adozione e tenuta del registro dei reclami della clientela nonché di adozione del registro delle verifiche; la mancata adozione del registro elettronico degli ordini impartiti dalla clientela e delle operazioni eseguite; carenze nelle procedure funzionali a consentire la compiuta valutazione dell'adeguatezza delle operazioni disposte dai clienti; mancanza di procedure idonee a garantire un'adeguata conoscenza dei prodotti commercializzati.

Possibili linee di riforma della disciplina sanzionatoria

Gli interventi legislativi del 2005 (legge n. 62/2005, cd. "legge comunitaria 2004", e legge n. 262/2005, cd. "legge sul risparmio") hanno profondamente mutato il previgente assetto normativo.

È stato, come noto, assegnato direttamente alla Consob il compito di applicare le sanzioni per comportamenti violativi delle disposizioni del Testo Unico della Finanza e relativi provvedimenti d'attuazione ed è stato definito un sistema sanzionatorio decisamente più efficace rispetto al passato che, sotto il profilo della sua capacità dissuasiva, può ritenersi in linea con i *legal standard* più avanzati a livello europeo, in particolare per quanto riguarda la repressione delle condotte illecite concretanti abusi di mercato, che rappresentano le fattispecie violative ritenute maggiormente lesive anche dal legislatore comunitario, stante la loro capacità di compromettere, anche gravemente, il regolare funzionamento dei mercati e di minare la fiducia del pubblico degli investitori.

Avvalendosi delle potestà sanzionatorie conferitele con i citati provvedimenti legislativi del 2005, e uniformando sotto il profilo procedurale la propria azione alla piena osservanza del principio di separatezza tra funzioni istruttorie (attribuite ai competenti Uffici dell'Istituto) e funzioni decisorie (di competenza esclusiva della Commissione), introdotto con i medesimi provvedimenti legislativi, nel triennio 2006/2008 sono stati svolti 499 procedimenti sanzionatori che in 436 casi si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni a carico degli autori delle violazioni.

Il controvalore delle sanzioni pecuniarie nel complesso applicate ha superato i 58 milioni di euro, mentre il valore dei beni oggetto di confisca per accertate condotte illecite in materia di *market abuse* è stato di oltre 45 milioni di euro.

Si tratta di un volume di attività significativo – sia sotto il profilo quantitativo sia avuto riguardo alla rilevanza di alcune delle vicende di mercato che sono state interessate dall'azione punitiva dell'Istituto – che ha rappresentato un valido banco di prova dell'attuale assetto normativo in materia sanzionatoria, sulla cui base pare possibile formulare talune considerazioni su possibili profili evolutivi dello stesso.

Va subito evidenziato che l'esperienza maturata induce ad affermare che l'impianto sanzionatorio definito con gli interventi legislativi del 2005 sia stato in grado di dare, in linea generale, buona prova di sé sotto il profilo sia dell'adeguatezza dell'*iter* procedurale, sia dell'efficacia e della capacità dissuasiva della reazione repressiva a fronte di accertate condotte illecite.

Ciò risulta confermato anche dalla sostanziale tenuta, in sede giudiziale, dei provvedimenti sanzionatori finora adottati, a fronte delle opposizioni presentate dai soggetti destinatari delle sanzioni; la fondatezza dell'impianto accusatorio posto a base delle sanzioni di volta in volta applicate ha, infatti, ricevuto pressoché totale conferma da

parte delle Corti d'Appello adite, che solo in circoscritti casi hanno proceduto ad una rideterminazione del *quantum* delle sanzioni applicate.

Nondimeno, sussistono ambiti per possibili interventi riformatori funzionali alla rimozione di talune criticità emerse.

Relativamente alle sanzioni pecuniarie, gli attuali importi edittali previsti dal Tuf appaiono in complesso adeguati nei loro massimi; potenzialmente eccessivi, invece, e tali da non assicurare sempre la necessaria proporzionalità ed adeguatezza con riguardo a taluni minimi.

Nella Relazione 2007 sono state prefigurate ipotesi emendative dell'attuale apparato sanzionatorio del Tuf, segnalando anzitutto come l'attuale sanzione minima prevista dagli artt. 187-bis e 187-ter del Tuf per fattispecie di abusi di mercato (100.000,00 euro) può rivelarsi, in concreto, eccessiva in presenza di comportamenti violativi di contenuta gravità sia oggettiva che soggettiva, con la conseguente opportunità di una rideterminazione verso il basso di tale importo, ripristinando il minimo edittale di 20.000 euro introdotto dalla legge n. 62/2005 (quintuplicato, a distanza di pochi mesi, con la legge sul risparmio di fine 2005).

Considerazioni analoghe sono state formulate anche con riguardo alla sanzione minima (50.000,00 euro) prevista dall'art. 187-*quinquiesdecies* del Tuf per i casi di inottemperanza alle richieste formulate dalla Consob e di procurato ritardo all'esercizio delle relative funzioni, auspicando il ripristino del minimo edittale "ante legge sul risparmio" (10.000,00 euro).

Un intervento riformatore funzionale ad assicurare, in ogni circostanza, la necessaria modularità e proporzionalità della reazione sanzionatoria è stato auspicato anche con riguardo all'art. 193 del Tuf, relativamente alle violazioni degli obblighi di comunicazione, entro i termini normativamente previsti, delle partecipazioni rilevanti al capitale di emittenti quotati e, più in generale, per le violazioni degli obblighi in materia di informativa societaria.

Tali istanze riformatrici dell'attuale *corpus* normativo del Tuf hanno trovato positivo riscontro nelle competenti sedi istituzionali; sono in corso iniziative, a livello legislativo, per apportare revisioni alle citate disposizioni del Testo Unico.

Nella materia delle sanzioni per fattispecie di *market abuse* permangono profili di possibili criticità con riguardo all'attuale formulazione dell'art. 187-*sexies* del Tuf, laddove è prevista la misura obbligatoria della confisca.

Come già si è avuto modo di rilevare nella Relazione dello scorso anno, la richiamata disposizione, nella sua attuale formulazione, può tradursi sotto il profilo applicativo nell'adozione di un provvedimento ablatorio di entità sproporzionata rispetto alla gravità dei fatti rilevati ed alla sanzione pecunaria applicata. Opportuna appare, pertanto, *de iure condendo*, una revisione dell'attuale dettato normativo, che consenta di assoggettare a

confisca beni per un controvalore sempre congruo in relazione alle specificità del caso ed alla gravità dei fatti di volta in volta rilevati.

Sono attualmente in corso approfondimenti della materia – sulla base dell'esperienza applicativa finora maturata e del quadro normativo di riferimento – funzionali alla elaborazione di eventuali ipotesi di interventi emendativi, che dovranno ad ogni modo esser tali da contemperare la necessaria efficacia e capacità afflittiva della misura con l'indicato obiettivo di assicurare sempre la proporzionalità del *quantum* dei beni oggetto della confisca rispetto alla gravità dei fatti illeciti accertati.

Gli interventi riformatori dell'attuale impianto normativo del Tuf cui sopra si è fatto cenno sono tutti strumentali a soddisfare l'esigenza di assicurare maggiore flessibilità, in sede applicativa, allo strumento repressivo, lasciandone tuttavia impregiudicato il rigore punitivo e la capacità di deterrenza per le fattispecie di maggiore gravità.

Più in generale, auspicabile appare una rivisitazione d'ordine sistematico del complesso delle disposizioni del Tuf in materia di sanzioni amministrative, allo scopo di verificarne coerenza, funzionalità ed adeguatezza complessive. In tale contesto, pare opportuno considerare anche l'eventualità di ampliare gli strumenti di reazione aventi valenza sanzionatoria (ad esempio, mediante la previsione di richiami scritti, attualmente previsti solo per i promotori finanziari). L'utilizzo di strumenti siffatti può, infatti, migliorare il livello di interazione tra Autorità di vigilanza e soggetti vigilati secondo un approccio che, attraverso la valorizzazione della componente di tipo reputazionale, punti a elevare il grado complessivo di *compliance* alle norme, rendendo nello stesso tempo più flessibile l'azione dell'Autorità di vigilanza.

2. Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza

In materia di abusi di mercato, nel corso dell'anno, si sono definiti i primi giudizi di opposizione, intrapresi nel 2007, avverso sanzioni comminate a seguito dell'accertamento di illeciti di abuso di informazioni privilegiate da parte di *insider* secondari (art. 187-*bis*, comma 4, del Tuf) relativamente a fatti commessi anteriormente all'entrata in vigore della legge 18 aprile 2005, n. 62 (che depenalizza l'illecito) e sanzionati in via amministrativa, a seguito della trasmissione degli atti alla Consob da parte dell'Autorità giudiziaria (avanti alla quale erano stati instaurati procedimenti penali per i medesimi casi, come previsto dall'art. 9, comma 6, della citata legge n. 62). Si tratta, in particolare, di 7 impugnazioni, promosse innanzi alla Corte d'Appello di Brescia, che sono state tutte rigettate.

La Corte d'Appello di Roma, investita delle opposizioni avverso le sanzioni applicate in relazione al tentativo di "scalata" della RCS, a fronte degli illeciti di manipolazione del mercato, procurato ritardo all'attività di vigilanza della Consob, mancata comunicazione alla stessa di notizie e documenti, nonché omessa comunicazione di partecipazioni rilevanti, ha confermato la sussistenza degli illeciti accertati.

In relazione alla disciplina concernente la prestazione dei servizi di investimento, le Corti d'Appello di Venezia e Milano hanno confermato le sanzioni applicate a due società del Gruppo Unicredito Italiano per l'inadeguatezza delle procedure aziendali relative alla ingegnerizzazione e commercializzazione di strumenti finanziari derivati non negoziati nei mercati regolamentati (Otc).

La Corte d'Appello di Brescia ha valutato la possibilità che l'inosservanza di talune regole di funzionamento dei mercati regolamentati, approvate dalle relative società di gestione, possa costituire comportamento sanzionabile in via amministrativa. In particolare, la fattispecie esaminata dai giudici bresciani riguarda il caso di un intermediario che ha, intenzionalmente, regolato un'operazione in titoli con tre giorni di ritardo, rispetto al termine previsto dal Regolamento di Borsa, determinando una situazione di cosiddetto "*fail*". La Corte ha confermato la sussistenza dell'illecito sanzionato dalla Consob.

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, si segnala la decisione del Tar del Lazio di annullare un atto con il quale era stata accertata la stipulazione, nel 2005, di un patto parasociale tra azionisti della S.S. Lazio Spa per l'acquisto concertato di azioni ordinarie della stessa società con il superamento della soglia del 30 per cento rilevante per l'Opa obbligatoria. Il Tribunale ha annullato l'atto per l'insufficienza della motivazione in ordine alla funzione parasociale del patto, anche in considerazione dell'adozione del sistema societario cosiddetto dualistico da parte della società (sentenza 8835 del 2008). Tale sentenza è stata impugnata dalla Consob innanzi al Consiglio di Stato.

Si riferisce alla giurisdizione amministrativa un ulteriore procedimento, portato innanzi al Tar del Lazio, promosso da un comitato di piccoli azionisti della Immobiliare Lombarda Spa per l'annullamento della delibera in cui si stabilisce il corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto delle azioni residue della società (ex art. 108, comma 2, del Tuf). Il Tribunale ha respinto l'istanza cautelare, motivata dall'imminente chiusura della procedura di offerta. Il Tar non ha riscontrato il danno irreparabile, vista la natura patrimoniale dell'oggetto dell'obbligazione in capo all'offerente; in caso di esito positivo per i ricorrenti al giudizio di merito il prezzo può essere nuovamente determinato dalla Consob e le pretese essere soddisfatte con compensazioni e conguagli (ordinanza 4158 del 2008).

Nel 2008, tra le più significative pronunce del giudice ordinario, si segnala una decisione della Corte d'Appello di Milano che ha rigettato l'opposizione di una società quotata (RCS MediaGroup Spa) avverso la sanzione per inadempimento all'obbligo (art. 66, comma 8, Regolamento Emittenti) di divulgare informazioni idonee a ripristinare la parità informativa sul mercato in presenza di *rumours* e di variazioni di rilievo delle quotazioni del titolo. In particolare, i giudici milanesi, nel confermare le sanzioni comminate, hanno ritenuto la norma regolamentare attuativa dell'art. 114, comma 5, del Tuf e sufficientemente chiara "pur in mancanza di specifiche indicazioni dell'Autorità

sulle modalità della comunicazione"; i giudici hanno, inoltre, chiarito che la finalità di ripristino della parità informativa impegna l'emittente in presenza di "trattative" per l'acquisto di un rilevante *asset* "a un dovere di *disclosure* nella dimensione utile per offrire agli investitori una percezione adeguata della evoluzione" delle trattative "e dunque non a svelare ogni più intima vicenda della negoziazione, ma almeno a denunciare i suoi aspetti più significativi per il mercato". In tali casi, l'unica possibilità per l'emittente di sottrarsi a tale obbligo è l'uso della procedura di "grave danno" prevista dall'art. 114, comma 6, del Tuf (decreto 4.12.08).

La Corte milanese, inoltre, nel caso di una società quotata (Garboli Spa), in ritardo nella pubblicazione della relazione semestrale e trimestrale al 30 settembre 2005, ha escluso la sussistenza dell'elemento soggettivo dell'illecito amministrativo con conseguente annullamento della relativa sanzione amministrativa pecuniaria. Secondo la Corte, la situazione nella quale si sono trovati gli amministratori della società, dopo essere subentrati ai precedenti a metà esercizio a seguito del cambiamento del socio di controllo e dopo aver riscontrato perdite notevoli e non rilevabili dalle situazioni contabili precedenti, doveva ritenersi del tutto imprevedibile e non "specificamente disciplinata" dalle norme sul bilancio e tale da configurare una oggettiva impossibilità di pubblicare tempestivamente le situazioni contabili di periodo (decreto 24.06.2008).

La Corte d'Appello di Milano, in relazione ad opposizioni verso sanzioni adottate dalla Consob per violazione degli obblighi in materia di partecipazioni rilevanti, ha confermato l'orientamento maggioritario che esclude una distinzione tra omissione e ritardo nella comunicazione, in assenza di una specifica previsione di legge, e l'applicabilità del principio del *favor rei* nei procedimenti di opposizione a sanzioni amministrative in quanto "la norma sanzionatoria deve applicarsi nel testo vigente al momento di consumazione dell'illecito", in virtù del principio dell'irretroattività delle norme sanzionatorie amministrative di cui alla legge 689/1981.

Si segnala, inoltre, la definitiva chiusura di un procedimento giudiziario riguardante un'offerta pubblica di vendita abusiva promossa, nel 2004, da un ente locale che è stato sanzionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, su proposta della Consob. L'OPV è stata effettuata in violazione delle norme che impongono l'obbligo di redazione del prospetto informativo e di certificazione dell'ultimo bilancio da parte di una società di revisione. L'opposizione avverso il decreto sanzionatorio era stata parzialmente accolta dalla Corte d'Appello di Lecce che aveva ritenuto inesistente l'obbligo di redigere il prospetto e, diversamente, aveva confermato la sanzione per l'inosservanza dell'obbligo di revisione del bilancio. Nel 2008, la Cassazione ha respinto il ricorso dell'ente territoriale e, accogliendo il ricorso incidentale della Consob, ha confermato tutte le sanzioni applicate, nel presupposto che in presenza di una sollecitazione all'investimento entrambi gli obblighi devono essere adempiuti in quanto strettamente connessi (sentenza n. 14939 del 2008).

Nel corso dell'anno è giunta a conclusione una vicenda relativa all'impugnativa del bilancio, al 31 dicembre 1997, della Gildemeister Italiana Spa intentata nel 1998 dalla Consob. La Corte d'Appello di Brescia, alla quale la Cassazione (con sentenza 6 aprile 2004) aveva rinviato il giudizio sul merito recependo le statuizioni della Suprema Corte, ha dichiarato la nullità della delibera di approvazione del bilancio "nella parte in cui sono stati contabilizzati gli oneri affrontati per la risoluzione" di un contratto di distribuzione "tra le immobilizzazioni immateriali, costi di impianto e di ampliamento" (sentenza 152 del 2008).

Sono state prese numerose decisioni nelle quali è stata affrontata la questione della conformità della procedura di applicazione delle sanzioni amministrative (disciplinata dalla delibera Consob n. 15086 del 21 giugno 2005) ai principi della "distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie" e del "contraddittorio", (artt. 187-septies e 195 del Tuf) che configurano l'attività sanzionatoria della Consob in tutti i suoi settori istituzionali. L'idoneità della delibera n. 15086 ad attuare validamente il principio di "distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie" è stata affermata da tutte le Corti d'Appello alle quali è stata devoluta la questione, mentre la sola Corte d'Appello di Genova ha ritenuto detta delibera non rispettosa del principio del "contraddittorio" nella fase di effettiva irrogazione della sanzione.

3. I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e l'intervento nei processi penali

La Consob intrattiene stretti e frequenti rapporti di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria in relazione ad ipotesi di possibile rilievo penale che emergono nell'ambito delle attività di vigilanza. In particolare, il Presidente inoltra all'Autorità Giudiziaria competente una segnalazione corredata della documentazione di supporto, qualora dalle evidenze istruttorie emergano fattispecie ritenute penalmente rilevanti[30].

Nel 2008 sono stati trasmessi 63 rapporti all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate; 6 segnalazioni hanno riguardato ipotesi rilevanti in materia di *market abuse* (di cui 1 per abuso di informazioni privilegiate e 5 per manipolazione); le altre hanno avuto ad oggetto ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (quali l'appropriazione indebita e la truffa), prevalentemente rilevate nell'ambito di attività illecite poste in essere da promotori finanziari.

L'attività di supporto alla Magistratura inquirente, anche nell'ambito di indagini penali già in corso, è proseguita con la consueta piena collaborazione prestata in relazione alle numerose richieste di dati e notizie formulate dall'Autorità Giudiziaria. È stato dato riscontro a 107 richieste riguardanti sia l'acquisizione di dati relativi a soggetti vigilati, sia

[30] Tale attività di segnalazione, ai sensi dell'art. 331, comma 1, c.p.p., riguarda sia ipotesi di reato previste dalla normativa di settore, sia ipotesi di reato di tipo comune emerse nel corso dell'attività di vigilanza.

documenti, informazioni e chiarimenti su istruttorie svolte o in corso di svolgimento da parte dell'Istituto nell'esercizio delle proprie funzioni.

Nel 2008 la collaborazione ex art. 187-*decies*, comma 3 del Tuf – che prevede che la Consob e l'Autorità Giudiziaria collaborino 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 – ha continuato a trovare proficua applicazione in occasione dello svolgimento delle indagini relative alle vicende "Bnl/Unipol", "Alitalia", nonché a vicende riguardanti società calcistiche con azioni quotate, che hanno impegnato l'Istituto in un'intensa attività di cooperazione e di scambio di informazioni e documenti con le Procure competenti.

La Consob, nel corso del 2008, si è costituita parte civile in 7 nuovi procedimenti penali, di cui 2 per *insider trading*, 3 per manipolazione del mercato e 2 per ostacolo alle funzioni di vigilanza. Nella maggior parte dei casi, all'esito della vigilanza svolta, erano stati inviati alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni. I capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio hanno configurato i fatti ascritti agli imputati in termini sostanzialmente confermativi degli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob.

Tra le costituzioni di parte civile degna di segnalazione è quella concernente la vicenda Fiat-Ifil-Exor relativa al contratto di *equity swap* concluso nell'aprile 2005 da Exor Group S.A. con Merrill Lynch International e ai suoi sviluppi in concomitanza del riassetto azionario del gruppo nel settembre 2005. In data 9 luglio 2008 ha preso avvio l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 3 persone fisiche – esponenti aziendali, tra l'altro, di Ifil Investments Spa e di Giovanni Agnelli & C. Sapa – imputate dei reati di manipolazione del mercato, nonché di 2 persone giuridiche responsabili ex L. n. 231/2001, nel quale la Consob si è costituita parte civile. In data 7 novembre 2008 il Giudice per l'udienza preliminare ha emesso decreto che dispone il giudizio nei confronti degli imputati.

Inoltre, la Consob si è costituita, all'udienza preliminare del 30 ottobre 2008, parte civile nel procedimento penale pendente innanzi al Tribunale di Milano per la vicenda "Bnl/Unipol", in relazione all'ipotesi di reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza.

Nel corso del 2008 sono stati definiti in primo grado otto procedimenti aventi ad oggetto reati di *maket abuse*, nei quali l'Istituto si era costituito parte civile, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e con la condanna al risarcimento dei danni patrimoniali e non patrimoniali subiti.

Tra questi va ricordato il procedimento penale nei confronti di 8 persone fisiche – ex esponenti aziendali di Finmatica Spa – imputate dei reati di aggiotaggio ed ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza, concluso con sentenza di

condanna nei confronti di uno degli imputati, pronunciata dal Tribunale di Brescia in data 16 dicembre 2008 all'esito del giudizio abbreviato, e con sentenza di patteggiamento pronunciata in pari data nei confronti degli altri.

Di particolare rilievo è anche la sentenza di condanna di uno degli imputati dei reati di aggiotaggio ed ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza nella vicenda "Parmalat", emessa dal Tribunale di Milano in data 18 dicembre 2008. Nel medesimo procedimento penale, il Tribunale di Milano ha pronunciato sentenza di patteggiamento nei confronti della maggioranza degli altri imputati.

Sempre in materia di abusi di mercato, con due sentenze pronunciate nel corso del 2008 la Corte di Cassazione ha respinto i ricorsi proposti avverso due decisioni emesse dalla Corte d'Appello di Milano nel 2007 che avevano confermato le sentenze di primo grado ove, ritenuta la responsabilità penale degli imputati, questi ultimi erano stati condannati al risarcimento dei danni.

Tra i procedimenti penali in cui la Consob si era costituita parte civile nel corso del 2007, all'esito dell'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche – oltre a 8 persone giuridiche responsabili ex L. n. 231/2001 – imputate, a vario titolo, di diversi reati tra cui l'aggiotaggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza nella vicenda "Antonveneta", in data 23 maggio 2008 il Giudice per l'udienza preliminare del Tribunale di Milano ha pronunciato sentenza di patteggiamento nei confronti di alcuni imputati e ha emesso nei confronti degli altri decreto che dispone il giudizio. Il processo ha preso avvio all'udienza del 28 ottobre 2008.

4. Il contenzioso in sede civile

Nel corso del 2008 si sono avute 72 sentenze che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni investitori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina" (contro le 52 del 2007).

Le decisioni, tutte favorevoli all'Istituto, hanno in massima parte dichiarato l'incompetenza per territorio del Tribunale di Roma in relazione alle domande proposte nei confronti degli intermediari convenuti. Le pretese risarcitorie sono invece state respinte, attesa la dichiarata insussistenza – nel merito – di profili di responsabilità extracontrattuale dell'Istituto per omesso o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni, in quanto non è stata ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

Con otto decisioni sono state respinte anche le domande di risarcimento del danno per asserito omesso esercizio dei poteri di vigilanza sull'attività di un promotore finanziario.

Di contro con sentenza n. 9828 del 24 luglio 2008 il Tribunale di Milano ha condannato la Consob ed altri convenuti, in via solidale, al pagamento di una somma di 4,53 milioni di euro in favore di alcuni risparmiatori per i danni derivanti dall'asserita non completezza delle informazioni contenute nel prospetto informativo di offerta al pubblico e di ammissione a quotazione delle azioni Freedomland, pubblicato nell'anno 2000.

Con sentenza n. 8844 del 20 aprile 2008 il Tribunale di Roma ha disposto la condanna della Consob al pagamento a favore di taluni risparmiatori della somma complessiva di circa 13,81 milioni di euro, per i danni derivanti dall'asserito omesso o negligente controllo da parte dell'Istituto sull'operatività dell'Agente di cambio Guido De Asmundis e della Professione e Finanza Sim Spa nel periodo 1991-1996.

Ritenendo che vi siano fondati motivi di censura delle cennate decisioni di primo grado, è stato promosso appello avverso le medesime sentenze

V – LE AREE DI RISCHIO E LE LINEE STRATEGICHE PER IL 2009

1. I principali fattori di rischio per il conseguimento degli obiettivi istituzionali

La crisi finanziaria e il quadro economico fortemente recessivo determinano una serie di fattori di rischio che condizioneranno profondamente le strategie e l'impostazione delle attività di vigilanza e regolamentazione.

Il possibile aumento della probabilità di *default* per imprese non finanziarie e la difficoltà di raccogliere capitale di rischio per le banche potranno esercitare un forte stress sulle attività di vigilanza tese ad assicurare un'informativa societaria completa e tempestiva nonché la correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari. Il mutato contesto economico e finanziario potrebbe innescare reazioni da parte dei soggetti vigilati suscettibili di rendere più complesso il perseguimento dell'obiettivo istituzionale di garantire l'efficienza e la trasparenza del mercato dei capitali.

Sul fronte della vigilanza sugli intermediari e sulla prestazione dei servizi di investimento, si è già evidenziato che la crisi di liquidità e le tensioni sui mercati determinano difficoltà di rifinanziamento della raccolta bancaria e accentuano conflitti di interessi collegati all'emissione e al collocamento di strumenti obbligazionari, che hanno ormai assunto un peso molto significativo sulla raccolta complessiva. Più in generale, il rischio principale deriva dalla prestazione di servizi di investimento secondo modalità non conformi al quadro delle tutele e dei doveri disegnati dalla MiFID e dall'incapacità di rilevazione autonoma di comportamenti patologici dei promotori finanziari da parte degli stessi intermediari. È prevedibile quindi che aumentino la complessità e gli impegni collegati alla vigilanza sulla correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari, presupposto essenziale per garantire l'obiettivo ultimo della tutela degli investitori.

Si è già avuto modo di evidenziare, inoltre, come il principio della vigilanza del paese di origine per la prestazione dei servizi su base *cross-border* e per la raccolta di capitali con prospetti muniti del passaporto europeo (cosiddetti prospetti "passaportati") determina una ripartizione non equilibrata delle responsabilità di vigilanza fra i vari paesi europei.

Per ciò che riguarda l'area dei mercati, pesano ancora l'assenza di forme di consolidamento efficienti dell'informativa pre e post-negoziazione in un contesto in cui potrebbe essere significativo il rischio di un aumento della frammentazione degli scambi, per effetto della migrazione degli ordini su piattaforme estere e dell'allargamento dell'area degli scambi Otc. Da ciò deriva una maggiore complessità nell'esercizio della vigilanza sul mercato azionario tesa ad assicurare la trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Le diversità nelle prassi di vigilanza e il consolidamento delle strutture di *trading* a livello internazionale creano opportunità di arbitraggi regolamentari e un rischio di delocalizzazione dell'attività di intermediazione finanziaria. Ciò può rendere più complessa la gestione della tensione fra gli obiettivi istituzionali di tutela degli investitori e quelli di salvaguardia della posizione competitiva del sistema finanziario italiano.

2. La strategia di vigilanza

2.1. La vigilanza sugli emittenti

Le condizioni di contesto che caratterizzano l'evoluzione del quadro di riferimento evidenziano che un elemento rilevante ai fini della tutela degli investitori, dal punto di vista sia della correttezza dell'informativa societaria sia della riduzione dei conflitti di interessi tra diversi *stakeholder* della società, è rappresentato dall'integrità dei processi decisionali nell'ambito delle imprese e dall'adeguatezza dei meccanismi di governo societario.

Il modello di vigilanza sugli emittenti – in un'ottica di prevenzione – sarà focalizzato sull'individuazione dei parametri di misurazione della "qualità" del governo societario al fine di selezionare quegli emittenti caratterizzati dalla presenza di conflitti di interessi non gestiti adeguatamente e da un (conseguente) rischio di diffusione al mercato di informazioni non corrette. L'inadeguatezza dei meccanismi di controllo dei conflitti di interessi fra diversi *stakeholder* (ad esempio, fra azionisti di maggioranza e di minoranza o fra manager e azionisti) non consente di arginare gli incentivi a distorcere l'informativa al mercato al fine sia di celare la presenza di tali interessi configgenti sia di estrarre rendite a danno degli altri *stakeholder*, richiedendo necessarie azioni di vigilanza impegnative e complesse da parte della Consob per garantire la completezza e la coerenza dell'informativa societaria.

In quest'ottica, saranno quindi rafforzate le componenti dei modelli di vigilanza sugli emittenti basate su analisi dei meccanismi di governo societario e dei sistemi di controllo interno. Saranno analizzate le debolezze dei sistemi di controllo di gestione e di controllo interno degli emittenti, al fine di focalizzare la vigilanza sui soggetti che presentano più elevate criticità; verranno definiti principi di comportamento degli organi di controllo interno che più concretamente ne indirizzino l'attività e rappresentino punti di riferimento per l'azione di vigilanza.

Sempre più le poste di bilancio sono rilevate non sulla base di dati oggettivi ma sono oggetto di valutazione (*test di impairment*) e quindi dipendenti dai sistemi di pianificazione e controllo, dalla professionalità del giudizio degli amministratori (elemento soggettivo) e, più in generale, dalle condizioni generali del sistema economico. Di tali circostanze, come già ricordato, si terrà conto nel definire il modello di vigilanza sugli emittenti al fine di renderlo sempre più flessibile, efficiente e aggiornato al mutare del contesto.

Nella definizione delle strategie di vigilanza sulla valutazione dei sistemi di controllo interno degli emittenti si terranno in considerazione le caratteristiche specifiche dei soggetti in funzione di parametri dimensionali e di rischio. Nel valutare l'efficienza e l'efficacia dei controlli interni non si farà quindi riferimento ad un unico standard giudicato *ex ante* come astrattamente idoneo a prevenire o rilevare eventuali condotte illecite. Tale approccio comporterebbe infatti che da qualsiasi scostamento dalla *best practice* possa derivare una sanzione per violazione del criterio di adeguatezza dei controlli interni, quali che siano la dimensione e l'attività della società considerata.

L'informativa contabile

Sempre in una logica di vigilanza preventiva, attraverso una comunicazione congiunta con Banca d'Italia e Isvap, è stata richiamata l'attenzione degli emittenti sulla puntuale ed esaustiva applicazione dei principi contabili internazionali, nonché sull'informativa richiesta dagli stessi principi con particolare riferimento alle aree di criticità sopra evidenziate.

Infatti, il quadro congiunturale fortemente recessivo e le turbolenze dei mercati finanziari incideranno profondamente sulle valutazioni che gli amministratori saranno chiamati a fare in sede di redazione dei bilanci 2008. In particolare le aree più critiche attengono: all'applicazione del principio di continuità aziendale; alla determinazione dei rischi di liquidità, di credito e di mercato; alle verifiche delle perdite per riduzione del valore delle attività (sulla base del cosiddetto *impairment test*). Il mutato contesto economico-finanziario può, infatti, incrementare le incertezze che possono comportare l'insorgere di dubbi sulla capacità dell'impresa di continuare a operare come una entità in funzionamento; assumono inoltre maggiore rilievo le eventuali difficoltà nell'accesso al credito e le informazioni relative ai rischi assunti dalle società, con particolare riferimento al rischio di liquidità, e alle modalità con cui gli stessi vengono gestiti; infine, la forte volatilità delle principali grandezze finanziarie e l'incertezza sulle prospettive economiche rendono molto più delicate le procedure di valutazione degli attivi ed in particolare la verifica dell'esistenza di perdite durevoli di valore.

Per quanto concerne la continuità aziendale, si è ritenuto opportuno sottolineare che nei bilanci siano descritte in maniera adeguata la natura specifica delle incertezze significative riscontrate e siano adeguatamente esplicitate le argomentazioni a sostegno della decisione di redigere comunque il bilancio sul presupposto della continuità aziendale (Ias 1). Per ciò che concerne i rischi di difficoltà di accesso al mercato dei capitali e del credito bancario e i rischi di liquidità, si è richiamata l'attenzione sul puntuale rispetto di quanto richiesto dai principi contabili internazionali in materia di informativa sui rischi finanziari (Ifrs 7). Si è richiamata, infine, la necessità di porre particolare attenzione all'utilizzo di dati previsionali e alla verifica della persistenza della validità delle

assunzioni alla base dei piani industriali predisposti negli esercizi precedenti, alla luce del radicale cambiamento delle condizioni di mercato e delle prospettive macroeconomiche.

Per ciò che riguarda i controlli sui bilanci 2008, l'attività di vigilanza sarà dunque focalizzata sulle specifiche voci particolarmente sensibili alla situazione di crisi, anche in relazione all'applicazione dei nuovi criteri di valutazione degli strumenti finanziari (in base alle recenti modifiche allo Ias 39). Verranno realizzate analisi mirate sulle aree di bilancio che potrebbero presentare, in ragione delle considerazioni appena esposte, particolari rischi di inadeguata valutazione e *disclosure* ai fini della rappresentazione della effettiva situazione economico-patrimoniale e finanziaria degli emittenti.

L'informativa sulle società in crisi

Un'altra questione che in prospettiva assumerà particolare delicatezza, alla luce della crisi dei mercati e del quadro economico recessivo, riguarda la gestione dell'informativa societaria nei casi di imprese in situazioni di tensione o crisi finanziaria.

Negli ultimi anni la Consob ha maturato la prassi di richiedere a tali soggetti notizie dettagliate circa aspetti attinenti alla continuità aziendale che consentano al mercato di avere elementi di valutazione con una frequenza più elevata rispetto a quella prevista per il rilascio delle informazioni di natura contabile.

L'esercizio dei poteri di cui all'art. 114, comma 5, del Tuf, nei confronti di emittenti soggetti a tensioni finanziarie trova fondamento, in linea generale, nell'esigenza di garantire agli investitori un quadro informativo completo e corretto.

In tali casi, tuttavia, la Consob si trova a gestire la contrapposizione – che in prospettiva la situazione di crisi dei mercati potrebbe accentuare – fra le esigenze di una tempestiva e completa trasparenza informativa (che garantisca a tutti i potenziali nuovi azionisti la possibilità di investire ad un prezzo che rifletta il più possibile le informazioni in possesso della società) e le esigenze di opacità della società stessa e di coloro che ne sono azionisti (nella misura in cui, ad esempio, la richiesta di pubblicazione di dati o notizie sensibili può avere conseguenze negative sulla fattibilità di operazioni o di piani di ristrutturazione in fase di progetto).

La gestione di questo conflitto si manifesta più compiutamente nei casi in cui a fronte della potenziale opportunità di richiedere la pubblicazione di dati e notizie le società oppongono reclami basati sul fatto che la pubblicazione potrebbe recare loro un grave danno (ex art. 114, comma 6, Tuf).

Inoltre, non è sempre scontato che la semplice esistenza di informazioni che possono essere utili per i potenziali investitori, sebbene non ancora qualificabili come "privilegiate" ai fini degli obblighi di informativa continua, renda necessaria l'attivazione dei poteri previsti dell'art. 114, comma 5, Tuf. La presenza di tali informazioni, che a volte rilevano

solo in quanto valutate unitamente ad altri dati in possesso dell'emittente, è infatti in parte fisiologica e la riservatezza su tali informazioni, ovviamente finché queste non assumano la natura di informazione privilegiata, può essere una condizione necessaria perché esse producano gli effetti reali attesi.

La gestione dell'informativa relativa alle società in situazioni di crisi o tensioni finanziarie comporta dunque un'attenta valutazione dei rischi che una *disclosure* prematura, vanificando la realizzazione delle operazioni sottese, abbia come effetto concreto il peggioramento del quadro informativo complessivo.

2.2. La vigilanza sugli assetti proprietari e sulle offerte pubbliche di acquisto

Fin dai tempi dei lavori preparatori del Tuf si è ritenuto che la contendibilità del controllo societario e l'efficienza del relativo mercato rappresentassero uno strumento efficace di tutela degli interessi degli investitori. Nonostante il permanere di uno scarsissimo numero di società contendibili, la Consob mantiene un orientamento di *policy* favorevole alla dinamica del controllo societario nell'esercizio della vigilanza e, in genere, nella propria attività istituzionale, anche alla luce della recente evoluzione del quadro normativo in materia di offerte pubbliche d'acquisto.

In particolare, con la legge 28 gennaio 2009, n. 2[31] è stata resa opzionale l'adozione della cosiddetta *passivity rule,* che limita le possibilità di difesa delle società oggetto di un'offerta pubblica di acquisto.

Tale modifica ha spostato l'equilibrio a favore della stabilità degli assetti di controllo esistenti e nella stessa direzione si orientano alcune ipotesi di modifica della disciplina sulle società quotate attualmente all'esame del Parlamento, motivate dall'esigenza di "*sostenere le imprese interessate dall'attuale congiuntura economico-finanziaria rafforzando gli strumenti di difesa da manovre speculative*"[32].

---

[31] Legge di Conversione del decreto-legge 29 novembre 2008, n. 185, recante misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale.

[32] Nel corso dell'esame da parte della Commissioni riunite VI (Finanze) e X (Attività produttive, commercio e turismo) della Camera del decreto legge n. 5/09 "*Misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi.* C. 2187 Governo" sono stati approvati alcuni emendamenti che prevedono: *a)* la previsione per via legislativa del limite del 5 per cento per gli acquisti che coloro che già detengono una percentuale compresa tra il 30 e il 50 per cento del capitale di una società quotata possono effettuare nell'arco di 12 mesi senza essere costretti ad effettuare un'offerta pubblica d'acquisto sulla totalità delle azioni (attualmente il limite è stabilito al 3 per cento dal Regolamento Consob n. 11971); *b)* la facoltà per la Consob di prevedere per un limitato periodo di tempo, soglie inferiori al 2 per cento per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti per società ad elevato valore corrente di mercato e ad azionariato particolarmente diffuso, attraverso un provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali; *c)* l'innalzamento del limite di detenzione di azioni proprie, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, a un quinto del capitale sociale, rispetto a un decimo attualmente previsto dall'art. 2357 del Codice Civile e un'estensione dei termini per l'alienazione delle eventuali eccedenze rispetto a tale limite a tre anni, rispetto a un anno attualmente previsto.

In tale quadro, si ritiene opportuno che l'azione di vigilanza sui fenomeni che possono influire sull'allocazione del controllo salvaguardi e valorizzi l'obiettivo dell'efficienza del mercato del controllo societario, così da non scoraggiare, pur nel mutato contesto normativo, la realizzazione di acquisizioni che possono produrre un aumento del valore delle imprese.

L'attività regolamentare e di vigilanza sugli assetti proprietari delle società quotate dovrà pertanto valutare, oltre all'obiettivo di informare pienamente gli investitori, anche gli effetti sull'efficienza del mercato del controllo societario. Si verifica infatti, anche in questo caso, una contrapposizione fra le esigenze di opacità dei potenziali scalatori - in quanto l'emergere delle intenzioni di scalata produce generalmente un aumento dei prezzi della società che rende più onerosa l'operazione – e le esigenze di una piena informativa a tutela degli azionisti della società *target* e degli altri potenziali investitori.

La gestione di questa contrapposizione è particolarmente delicata nei casi in cui si rende necessario valutare l'acquisizione di informazioni su partecipazioni di entità diversa da quella indicata dalle soglie rilevanti (art. 120 del Tuf e norme di attuazione contenute nel Regolamento Emittenti) in virtù, ad esempio, di condizioni particolari o di forti tensioni sui mercati. In questi casi i profili di criticità e la delicatezza nell'esercizio delle funzioni di vigilanza riguardano sia l'esercizio della discrezionalità nell'individuazione dei casi in cui risulta effettivamente necessario attivare le menzionate richieste di informazioni, sia l'esercizio dell'ulteriore discrezionalità nel selezionare quei casi in cui le informazioni richieste debbano poi essere diffuse al mercato.

La necessità di rendere il mercato del controllo societario quanto più efficiente possibile rileva anche in sede di vigilanza sulle offerte pubbliche d'acquisto. Con particolare riguardo al controllo sui documenti d'offerta, gli oneri informativi saranno calibrati secondo le esigenze di trasparenza del caso specifico. Qualora non vi siano indicazioni circa eventuali legami dell'offerente con i controllanti o con altre parti correlate o, in altri termini, qualora si tratti di un'Opa ostile, le informazioni richieste con riguardo all'offerente, e in particolare alle sue intenzioni, potrebbero essere meno dettagliate di quelle che, al contrario, è doveroso esigere, ad esempio, dall'offerente che già controlli la società oggetto di offerta. Infatti, in assenza di legami con i controllanti o con gli amministratori dell'emittente, l'emersione di informazioni rilevanti è favorita da meccanismi spontanei di mercato: è nell'interesse dei controllanti mettere in luce ogni eventuale controindicazione dell'offerta o dell'offerente. L'opacità del quadro informativo, inoltre, può essere il fondamento in base al quale gli amministratori della società *target* approveranno tattiche difensive: *ex ante*, dunque, vi è un sufficiente incentivo a fornire informazioni da parte dell'offerente. Ciò, naturalmente, anche nel presupposto che le analisi e i progetti dell'offerente siano basati su informazioni pubbliche, come è di regola nel caso di operazioni non concordate.

2.3. La vigilanza sugli intermediari

La prestazione di servizi di investimento

Uno degli obiettivi prioritari è rappresentato dalla complessa azione di accompagnamento dell'industria nel processo di adeguamento al nuovo quadro normativo di recepimento della MiFID.

La nuova cornice di riferimento può costituire un'opportunità per gli intermediari per rinsaldare, in una fase congiunturale delicata, il rapporto con la clientela attraverso la definizione di modelli di servizio più aderenti alle sue esigenze. È necessario che gli operatori disegnino strategie aziendali e adottino comportamenti in sintonia con lo spirito delle nuove regole, abbandonando impostazioni formalistiche di mera adesione alle norme; è necessaria in sostanza una revisione del modello relazionale intermediario-cliente, passando da una impostazione incentrata sulla commercializzazione di specifici prodotti a una logica incentrata sul "servizio" complessivo reso al cliente.

Chiari indici normativi in tal senso si colgono in particolare nelle regole in materia di incentivi (*inducements*), che l'intermediario distributore può percepire solo in via eccezionale se provenienti da soggetti diversi dal cliente; in coerenza con questa prospettiva, è pure la contrattualizzazione dei rapporti con la clientela prevista anche per il servizio di collocamento (che nel previgente regime normativo era l'unico servizio di investimento per il quale non era richiesta la conclusione di un contratto scritto): la formalizzazione delle scelte del cliente non si risolve nelle modalità di adesione al prodotto collocato ma, prima dell'acquisto del prodotto, nella definizione del contratto di servizio che lo lega al collocatore.

Parimenti, gli ampi confini della nozione del servizio di consulenza consentono di prevedere che l'assistenza prestata al cliente dall'intermediario costituisca un effettivo valore aggiunto nella valutazione di adeguatezza degli investimenti e nell'indirizzo delle risorse ai migliori obiettivi. L'industria nazionale, riconoscendo la chiave di lettura fornita, si è mossa nella direzione indicata.

La consapevole adesione degli intermediari al modello di "servizio al cliente", presupposto e disegnato dalla disciplina di recepimento della MiFID, costituisce un potente strumento in grado di contenere – se correttamente tradotto nei processi aziendali – gli effetti di situazioni di crisi che possono intaccare il rapporto fiduciario con la clientela e i risparmiatori. Il nuovo modello di servizio è dunque un strumento competitivo che può garantire l'instaurazione di sane e proficue relazioni di lungo periodo con la clientela.

È tuttavia necessario che le intenzioni e la condivisione manifestata dall'industria rispetto a tale impostazione siano tradotte in efficaci processi organizzativi che possano coerentemente indirizzare le condotte degli operatori nei confronti del mercato. Saranno dunque effettuate verifiche ispettive tese ad accertare la coerenza di fondo degli impianti procedurali con le nuove logiche dettate dalla innovata disciplina di riferimento.

La congiuntura dei mercati rende altresì necessario l'attento monitoraggio delle modalità di *funding* degli intermediari bancari presso la clientela *retail* a mezzo dell'emissione di strumenti finanziari. È stato rilevato che sovente la raccolta presso investitori al dettaglio consente agli operatori una raccolta a costi moderati.

Occorre individuare il giusto punto di equilibrio fra le esigenze di raccolta delle banche e la necessità che la clientela *retail* sia indirizzata verso ottimali scelte di investimento. La Consob, con la citata comunicazione di livello 3 sui prodotti illiquidi (si veda il par. 2 del precedente Capitolo III "L'attività regolamentare"), ha in proposito fornito declinazioni di dettaglio delle norme primarie e secondarie che disciplinano la materia e nel corso del 2009 le verifiche in loco accerteranno che gli operatori conformino le procedure aziendali alle indicazioni emanate.

Un ulteriore rischio è connesso alla scarsa capacità di rilevazione autonoma da parte degli intermediari di comportamenti patologici dei promotori finanziari, che può indurre ad una frammentazione dell'attività di vigilanza, necessariamente concentrata sull'analisi dei microfenomeni, la cui individuazione risulta quasi esclusivamente rimessa all'impulso proveniente da segnalazioni esterne di irregolarità già concretizzatesi (in prevalenza da parte di clienti degli intermediari). Al fine di rendere più efficace ed efficiente l'attività di controllo sui promotori finanziari sarà sviluppato un modello di vigilanza *risk-based* in grado di individuare fenomeni maggiormente rilevanti/rischiosi, monitorando il profilo di rischio degli intermediari più attivi nell'offerta fuori sede e la struttura organizzativa della rete dei promotori finanziari, al fine di elaborare "indici di anomalia" finalizzati ad orientare la vigilanza sui singoli promotori finanziari.

Un'altra iniziativa di particolare rilievo, alla luce delle esperienze maturate in occasione della crisi finanziaria, riguarda la realizzazione di un censimento preciso dei prodotti obbligazionari collocati in Italia, con particolare riferimento ai prodotti cosiddetti "passaportati" – rispetto ai quali la normativa comunitaria non assegna alla Consob poteri di intervento preventivi sui profili di trasparenza all'atto della sollecitazione in Italia – in maniera tale da rafforzare l'azione di vigilanza ex post sui collocatori e sui profili di correttezza e trasparenza nella fase distributiva.

Nella prospettiva di un pieno coordinamento dell'azione di vigilanza sugli intermediari, vieppiù necessario alla luce della congiuntura di mercato, sono stati avviati i lavori dei Comitati di contatto fra Banca d'Italia e Consob previsti dal Protocollo d'intesa stipulato dalle due Autorità in data 31 ottobre 2007, ai sensi dell'art. 5, comma 5-*bis*, del Tuf "*al fine di coordinare l'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza e di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati*".

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 Testo Unico della Finanza prevede il rilascio di pareri.

Sono inoltre in corso lavori volti 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.

Dal 1° gennaio 2009 è pienamente operativo l'Organismo per la gestione e tenuta dell'albo dei promotori finanziari, costituito in forma di associazione di carattere privato tra le principali Associazioni dell'industria finanziaria (Assoreti, Anasf e Abi). L'Organismo è chiamato ad operare nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti con regolamento dalla Consob e sotto la vigilanza della medesima. La vigilanza sulla correttezza e sulla trasparenza dei comportamenti degli operatori permane in capo alla Consob, mentre rientrano nella competenza dell'Organismo: tutti gli adempimenti amministrativi per le iscrizioni e cancellazioni dall'albo; l'organizzazione dello svolgimento delle prove valutative; l'aggiornamento tempestivo dell'albo sulla base dei provvedimenti adottati dalla Consob o dall'Autorità giudiziaria, o dallo stesso Organismo; la verifica della permanenza dei requisiti prescritti per l'iscrizione all'albo.

Il nuovo sistema è volto a contribuire all'innalzamento degli standard di professionalità e preparazione tecnica dei promotori e a rafforzare di conseguenza la fiducia dei clienti nei loro confronti. I promotori hanno una grande responsabilità nella tenuta del sistema delle tutele. Essi svolgono infatti una funzione essenziale nell'intermediazione dei flussi di risparmio degli investitori per conto dei soggetti-intermediari per cui operano.

La gestione del risparmio

La fase di forte difficoltà che sta attraversando il comparto del risparmio gestito pone con urgenza il tema della riformulazione delle strategie di sviluppo del settore, specialmente in considerazione delle pressioni competitive provenienti dal processo di unificazione del mercato in ambito comunitario. In relazione a tale contesto e al rischio di riduzione della competitività del mercato del risparmio gestito italiano, è necessario agire sia sul piano strategico, assicurando condizioni efficienti di competitività nella distribuzione di fondi comuni a beneficio della qualità dei servizi offerti agli investitori non sofisticati, sia sul piano operativo, svolgendo azioni di vigilanza mirate su profili di particolare attenzione.

Da questo punto di vista, la Consob ha avviato già da tempo un'analisi dell'impatto sul mercato del risparmio gestito italiano dell'introduzione di un sistema di gestione accentrata delle quote dei fondi comuni aperti in regime di dematerializzazione, al fine di favorire modelli distributivi diversificati e portabilità delle quote. Sul tema, si è costituito un Gruppo di Lavoro, coordinato dalla Consob in collaborazione con la Banca d'Italia, a cui prendono parte esponenti delle principali associazioni di categoria (Abi, Assogestioni,

Assoreti, Assosim, Anasf). Sono state svolte audizioni di operatori del mercato (nazionali ed esteri) attivi nelle varie fasi del processo di produzione/distribuzione, individuati tra esponenti di società di gestione accentrata, società di gestione del risparmio, intermediari collocatori di fondi, banche depositarie. Le attività del Gruppo di Lavoro si concluderanno nella tarda primavera del 2009 mediante la pubblicazione di un documento conclusivo dei lavori.

Altro obiettivo riguarda la vigilanza sul comportamento delle Sgr che gestiscono fondi immobiliari. In tale ambito, si procederà ad analizzare le procedure di verifica delle valutazioni degli *asset* rilasciate dagli esperti indipendenti. È, infatti, di cruciale importanza appurare che le Sgr effettuino autonome valutazioni ed analisi.

Un ulteriore obiettivo operativo è rappresentato dalla vigilanza sulle Sgr con Oicr aventi patrimoni gestiti inferiori a 5 milioni di euro. In tale ambito, verrà svolta un'analisi dei meccanismi operativi adottati da talune Sgr per assicurare una gestione efficiente dei patrimoni conferiti dagli investitori, in presenza di masse gestite tendenzialmente inferiori alla soglia di "massa critica".

Specifiche iniziative di vigilanza riguarderanno, anche, le Sgr specializzate nella gestione di fondi speculativi.

2.4. La vigilanza sui mercati

I profili di maggiore criticità collegati all'impostazione complessiva della vigilanza sui mercati discendono dalla necessità di considerare gli effetti dell'integrazione fra i mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana e quelli gestiti dal *London Stock Exchange* (Lse) in virtù della fusione fra le due società di gestione dei mercati che si è perfezionata nell'ottobre 2007.

Uno dei primi effetti dell'integrazione è consistito nell'unificazione del sistema di negoziazione, attraverso l'adozione della piattaforma di *trading* dell'Lse da parte di Borsa Italiana (avvenuta il 10 novembre 2008). Ulteriori sviluppi sono previsti sul fronte dei sistemi di *post-trading*, dei mercati dei derivati e di quelli dedicati alle piccole e medie imprese.

Altri profili di delicatezza – anche nella prospettiva del potenziale impatto negativo sulla posizione competitiva della piazza finanziaria italiana – sono connessi al progressivo spostamento dei centri strategici e decisionali presso la *holding* londinese, con un graduale svuotamento di ruoli e competenze operative di Borsa Italiana Spa. Anche il peso degli azionisti italiani si è sensibilmente ridotto e la loro quota è scesa dal 28 per cento dell'ottobre 2007 all'attuale 18 per cento. Queste tendenze potrebbero compromettere la tenuta degli accordi di *governance* stipulati al momento della fusione fra le due società

mercato in base ai quali si era prevista una equilibrata ripartizione dei ruoli e del peso decisionale fra gli azionasti italiani e i precedenti azionisti del *London Stock Exchange*.

Al fine di ridurre le opportunità di arbitraggi regolamentari fra ordinamenti e piazze finanziarie e di mitigare i rischi per la posizione competitiva del sistema finanziario italiano, è necessario un intenso confronto con l'Autorità di vigilanza inglese (con la quale è stato perfezionato un *memorandum* di intesa per la cooperazione in materia di vigilanza nel dicembre 2007) nell'ottica di pervenire alla massima armonizzazione possibile delle prassi e degli approcci di vigilanza, soprattutto in materia di vigilanza sull'informativa *price sensitive* e di *enforcement* degli abusi di mercato, sebbene l'ordinamento italiano e quello inglese siano caratterizzati da alcune importanti differenze normative che potrebbero condizionare significativamente le scelte imprenditoriali delle società di gestione dei mercati.

Per ciò che riguarda, invece, i profili della MiFID relativi ai mercati e alla trasparenza delle negoziazioni, il fattore di rischio più rilevante è connesso al possibile incremento della frammentazione degli scambi, alla migrazione degli stessi su piattaforme estere e all'allargamento dell'area degli scambi OTC, unitamente alla potenziale assenza di forme di consolidamento delle informazioni. Tali elementi evolutivi possono determinare un drastico aumento della complessità nella vigilanza sui mercati azionari e su quelli degli strumenti *non equity*. Al fine di costruire un quadro completo del mercato e di porre le basi per una attività di vigilanza strutturata e continuativa, anche in casi dei elevata frammentazione delle negoziazioni, sarà necessario accedere ai diversi *data providers* e monitorare una pluralità di canali informativi, di piattaforme e di internalizzatori sistematici di scambi.

Al fine di monitorare gli standard qualitativi di pubblicazione dell'informativa pre- e post-negoziazione, sono state pianificate sessioni di incontro con i soggetti che forniscono i canali di pubblicazione delle informazioni e che, numericamente, rappresentano i maggiori "raccoglitori" di dati pre e post-negoziazione; è poi prevista un'attività di analisi e studio delle modalità di pubblicazione delle informazioni, sia sulla base delle notizie apprese negli incontri sia utilizzando il supporto di una stazione di controllo "in diretta" ed il consolidamento dei dati raccolti.

Con riguardo alla vigilanza sugli abusi di mercato, saranno rafforzate le misure di prevenzione finalizzate a minimizzare il rischio di comportamenti illeciti, a migliorare la qualità dell'informazione al mercato e ridurre le asimmetrie informative, al fine di accrescere la tempestività, la completezza, la coerenza e la continuità dell'informazione al mercato. Un fattore di rischio è rappresentato dal potenziale verificarsi di fenomeni di omessa *disclosure* e di abusi di mercato di tipo sofisticato e latente, osservabili soltanto con strumenti di indagine complessi, che potrebbero avere ripercussioni rilevanti sull'efficienza dei mercati e la tutela degli investitori. L'analisi di questi fenomeni prenderà in esame un ampio *set* informativo basato sulle comunicazioni di *trading* da parte

di amministratori e azionisti rilevanti (*internal dealing*), riacquisto di azioni proprie (*buy-back*) e stabilizzazione, nonché sugli studi e le raccomandazioni aventi ad oggetto gli emittenti quotati, soprattutto in presenza di particolari eventi societari (operazioni straordinarie, Opa, comunicazioni di *profit warning*, etc.) o di mercato (andamenti anomali del titolo o del volume delle negoziazioni).

Un'altra area di intervento critica è quella dell'esame sistematico del mantenimento della confidenzialità delle informazioni privilegiate e della frequente connessa circolazione di *rumour*.

La presenza di *rumour* accompagnati da andamenti anomali delle quotazioni impegna infatti la Consob in una delicata attività di vigilanza e in linea teorica può costringere l'emittente, che è obbligato a commentare tali *rumour*, ad una anticipazione di elementi informativi su eventi in corso di evoluzione prima che per essi si sia concluso il relativo iter accertativo o decisionale, secondo le regole di *governance* e di natura legale e organizzativa applicabili agli emittenti.

L'aspetto di criticità più importante nell'esercizio dell'attività di vigilanza della Consob riguarda la valutazione circa l'ampiezza del commento dell'emittente e investe la gestione della tensione tra simmetria e completezza che caratterizza gli obblighi informativi su eventi in corso di definizione (informazioni che hanno per loro natura un grado di certezza e compiutezza necessariamente inferiore a quello delle informazioni privilegiate). L'obbligo di ripristinare condizioni di parità informativa richiesto all'emittente può infatti essere soddisfatto sia mediante un comunicato che si limiti a confermare la veridicità (o la falsità) dei *rumour*, sia attraverso una più ampia comunicazione di tutti gli altri elementi rilevanti in possesso dell'emittente. Nel primo caso, il comunicato assicura il ristabilimento della parità informativa tra gli operatori del mercato ma non tra questi ultimi e l'emittente, il quale può continuare a ritardare la pubblicazione delle informazioni che non formino oggetto del *rumour*. Nel secondo caso si realizzerebbe una piena parità informativa anche tra emittente e operatori di mercato, ma ciò potrebbe avere effetti di amplificazione degli andamenti anomali delle quotazioni e arrecare danno alla società.

In un'ottica preventiva, risulta prioritario vigilare sugli standard utilizzati nell'ambito dei processi di gestione delle informazioni rilevanti da parte degli emittenti quotati, e delle persone che agiscono per loro conto, al fine di rafforzare i livelli di confidenzialità delle informazioni e minimizzare la probabilità di circolazione di *rumour*.

3. I rapporti con i risparmiatori

3.1. La camera di conciliazione e arbitrato

Al termine del 2007, in attuazione delle disposizioni del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, è stato adottato il regolamento concernente la Camera di conciliazione e di arbitrato e le relative procedure.

La Camera avrà il compito di amministrare le procedure di conciliazione e arbitrato riguardanti controversie insorte tra investitori *retail* e intermediari per la violazione da parte di questi ultimi di obblighi di informazione, correttezza e trasparenza previsti nei rapporti contrattuali in materia di servizi di investimento. Le singole procedure saranno gestite da arbitri e conciliatori iscritti in appositi elenchi tenuti dalla stessa Camera.

Si tratta di un organismo assai atteso dai risparmiatori che vedono in esso la possibilità di risolvere in via stragiudiziale, presso un soggetto terzo, autorevole e specializzato nella materia, le controversie che li vedono contrapposti agli intermediari. È uno strumento che può senz'altro contribuire a ricreare un clima di fiducia dei risparmiatori nei mercati finanziari, fornendo modalità rapide, efficaci ed economiche per risolvere eventuali conflitti.

La Consob, nel disciplinare la Camera con il proprio regolamento, ha tenuto in massima considerazione le legittime aspettative dei risparmiatori, delineando uno strumento effettivamente capace di venire incontro alle loro esigenze.

La Camera di conciliazione e arbitrato è un organo collegiale composto da cinque membri nominati dalla Consob due di essi sono designati rispettivamente dai rappresentanti dei consumatori e degli intermediari.

La Camera svolge essenzialmente due attività: cura la formazione e la tenuta degli elenchi di conciliatori e arbitri; amministra le procedure di conciliazione e arbitrato, senza entrare nel merito delle controversie. Gli elenchi sono aperti e, in generale, possono chiedere di esservi iscritti magistrati, professori universitari, dirigenti pubblici e professionisti; i requisiti professionali divergono sensibilmente a seconda che l'istante chieda di far parte dell'elenco dei conciliatori o dell'elenco degli arbitri. Per far parte degli elenchi si richiede l'assenza di condanne o procedimenti penali in corso; sono inoltre previste talune situazioni di incompatibilità. Gli elenchi vengono aggiornati ogni sei mesi.

La conciliazione stragiudiziale può essere attivata dal solo investitore previo reclamo all'intermediario e sempre che la controversia non sia stata oggetto di una precedente conciliazione. La procedura deve chiudersi, salvo fatti eccezionali, entro sessanta giorni dalla presentazione dell'istanza. L'esito negativo della procedura obbliga le parti a corrispondere al conciliatore solo metà del compenso a questi spettante.

La procedura arbitrale può essere ordinaria o semplificata. La procedura ordinaria è un arbitrato rituale e necessita per la sua attivazione di una apposita convenzione tra le

parti. In generale l'arbitrato si svolge di fronte a un arbitro unico salvo che le parti non decidano di ricorrere a un collegio. Gli arbitri sono scelti dalle parti tra coloro che sono iscritti nell'elenco e la Camera interviene solo in caso di mancato accordo tra le stesse. La procedura si conclude (salvo proroga dei termini) entro centoventi giorni.

L'arbitrato semplificato è una procedura finalizzata a indennizzare l'investitore ovvero a riconoscergli (con lodo semplificato e vistato dalla Consob) una somma di denaro nei limiti della prova raggiunta. L'arbitrato semplificato può essere chiesto dal solo investitore, previo reclamo all'intermediario, e sempre che vi sia una esplicita convenzione arbitrale che lo preveda. La procedura si svolge davanti a un arbitro unico; sono ammesse solo prove documentali e la procedura si svolge, di regola, in un'unica udienza.

La Camera di conciliazione costituisce un organismo separato dalla Consob alla quale spetterà, oltre al compito di disciplinarne l'attività con proprio regolamento e il potere di nomina dei componenti, un generale potere di supervisione che si estrinseca, essenzialmente, attraverso il potere di approvare lo Statuto e il codice deontologico, con l'obbligo da parte della Camera di trasmettere entro il mese di febbraio di ogni anno una relazione sull'attività svolta.

L'adozione del regolamento prelude alla piena operatività della Camera, in vista della quale dovranno però essere svolti ulteriori adempimenti. In particolare, la Camera, una volta nominata, dovrà predisporre il proprio Statuto, che ne disciplinerà l'organizzazione e il funzionamento, il codice deontologico cui dovranno attenersi conciliatori e arbitri e dovrà procedere alla formazione dei relativi elenchi.

3.2. Le iniziative di *investor education*

La Consob è da tempo attiva nel settore dell'educazione finanziaria con iniziative che hanno interessato, nel tempo, prodotti finanziari particolarmente diffusi fra il pubblico ovvero caratterizzati da elevata complessità. Gli strumenti utilizzati per la diffusione di tali iniziative sono stati, in primo luogo, il sito internet dell'istituto, sempre più centro di attenzione per operatori e risparmiatori, la partecipazione a manifestazioni pubbliche e l'incontro con associazioni di consumatori, dove è stato possibile illustrarne i relativi contenuti.

Una capillare diffusione delle iniziative è il presupposto necessario per l'efficacia di qualsiasi programma di educazione finanziaria. La diffusione sul mercato *retail* di prodotti finanziari sempre diversi, a volte anche particolarmente complessi, pone i singoli risparmiatori di fronte a scelte difficili di cui, spesso, non è facile comprendere appieno le conseguenze in termini di rapporto rischio rendimento delle diverse forme di investimento. Tale situazione presuppone da parte dei risparmiatori conoscenze e competenze decisamente più elevate rispetto a quelle sufficienti per acquistare prodotti non complessi.

La crisi finanziaria ha reso ancora più evidenti le ragioni di un innalzamento del livello medio di cultura finanziaria. Gli eventi che si sono susseguiti negli ultimi mesi hanno diminuito la fiducia dei piccoli risparmiatori nei mercati finanziari. È una conseguenza grave che potrebbe alimentare circoli viziosi pericolosi per il sistema economico nel suo complesso. Una corretta ed efficace educazione finanziaria potrebbe svolgere un importante ruolo nel rinvigorire la fiducia dei piccoli risparmiatori, aiutandoli a selezionare forme di investimento sulle quali far confluire con serenità i propri risparmi.

A questo fine sono necessari programmi di educazione finanziaria che non solo presentino contenuti utili, facilmente fruibili e in linea con il panorama dei prodotti offerti sul mercato e con le caratteristiche e le esigenze dei soggetti destinatari, ma occorre predisporre forme di divulgazione fra il pubblico capaci di raggiungere frange sempre più estese di popolazione.

Gli sforzi della Consob, però, non possono da soli conseguire questo obiettivo, se non altro per la indisponibilità di mezzi adeguati per realizzare una diffusione capillare delle iniziative. Il conseguimento di tale risultato, infatti, non può prescindere dalla possibilità di pubblicare su vasta scala le singole iniziative di *investor education*, di accedere ai mezzi di comunicazione di massa e, se possibile, di avviare campagne scolastiche che riescano a trasmettere agli studenti quanto meno l'interesse per la materia, l'importanza degli investimenti finanziari per il soddisfacimento dei bisogni personali e i principi fondamentali che devono guidare le scelte di investimento. Sono obiettivi che, oggettivamente, travalicano le possibilità della Consob, in quanto necessitano di mezzi, risorse e strutture organizzative articolate su base territoriale che l'Istituto non può predisporre.

Appare pertanto sempre più ineludibile un diverso approccio al tema dell'educazione finanziaria, al fine di promuovere la realizzazione di programmi di respiro nazionale, adeguatamente finanziati, che coinvolgano altre Amministrazioni dello Stato, associazioni degli operatori e dei risparmiatori in un progetto organico capace di apportare un contributo tangibile all'innalzamento del livello medio di cultura finanziaria.

4. Le risorse e la gestione dell'Istituto

Nel corso del 2008 l'organico effettivo dell'Istituto è cresciuto di 21 unità (a fronte di 30 nuove assunzioni e di 9 dimissioni). Nei primi mesi del 2009, inoltre, sono state assunte 19 risorse (in esito a procedure concorsuali bandite nell'anno precedente) e, in attuazione del piano delle assunzioni approvato dalla Commissione, verranno avviate procedure per l'assunzione di ulteriori 31 risorse. Al 31 marzo 2009 risultano in servizio 575 dipendenti, rispetto ad una pianta organica dell'Istituto che prevede una dotazione massima di 715 risorse (valore che riflette l'incremento di 100 unità disposto dal decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 30 aprile 2008).

Le attuali sedi in Roma e Milano risultano tuttavia non più sufficienti ad ospitare il personale dell'Istituto e impediscono di poter dar concretamente corso alle iniziative volte al completamento dell'organico di legge. Sono pertanto state avviate ricerche e sono in corso trattative volte a un ampliamento dei locali delle due sedi dell'Istituto.

Rimane significativo il numero di domande di collocamento in congedo straordinario retribuito per la frequenza di dottorati di ricerca (ai sensi dell'art. 2 della legge 13 agosto 1984, n. 476), pari a 4 nel 2008.

La partecipazione di dipendenti a dottorati di ricerca ha riguardato nel tempo il 2,7 per cento del personale dell'Istituto (coadiutori e funzionari di 2ª). Il 73 per cento dei dottorati ha avuto ad oggetto materie giuridiche e il restante 27 per cento materie economiche.

L'incremento dei congedi straordinari per motivi di studio, sebbene confermi l'elevata specializzazione e qualificazione professionale del personale, costituisce un elemento di forte criticità dal momento che il fenomeno ha riguardato principalmente dipendenti assegnati ad unità organizzative istituzionali, con funzioni istruttorie relative prevalentemente ad attività di vigilanza. Il collocamento in congedo straordinario retribuito per motivi di studio, inoltre, rende indisponibili posti nella pianta organica pur restando a carico del bilancio dell'Istituto i relativi oneri retributivi, assicurativi, previdenziali e fiscali (che ammontano a circa 1,2 milioni di euro).

Nel 2008 le attività di formazione del personale sono cresciute in modo significativo rispetto al 2007 (il numero di ore erogate è più che raddoppiato, passando da 19.239 a 42.380). L'aumento dell'organico ha reso necessario orientare la formazione verso attività organizzate all'interno dell'Istituto ed è, quindi, proseguita la realizzazione di seminari interni, con il coinvolgimento diretto di esperti nelle discipline di interesse istituzionale. Le iniziative formative del 2008 sono state finalizzate principalmente ad accrescere le competenze del personale di vigilanza in materia di analisi e valutazione del rischio finanziario in attuazione degli orientamenti maturati in ambito Cesr in ordine al *risk-based method* come modello di vigilanza. Con riguardo alla formazione manageriale, è stato realizzato un corso sul processo di pianificazione e controllo che ha costituito un importante strumento di sviluppo e diffusione della cultura manageriale, nonché un valido supporto per l'avvio del processo di pianificazione e controllo all'interno dell'Istituto.

Sulla gestione 2008 hanno inciso gli oneri per risarcimento danni (18,34 milioni di euro) derivanti da due sentenze di condanna per asserita omessa o negligente attività di vigilanza (si veda in particolare il par. 4 del precedente Capitolo IV "L'attività di *enforcement* e i rapporti con l'Autorità giudiziaria"), riferite a vicende risalenti nel tempo, riguardo alle quali si reputano esistere i presupposti per presentare motivati ricorsi.

Nel dicembre 2008 è stato approvato il Bilancio di previsione per l'esercizio 2009. La spesa complessiva, necessitante di copertura finanziaria, assomma a 106,81 milioni di

euro. Alla predetta quantificazione, inferiore di 9,46 milioni di euro rispetto all'omologo dato iscritto nel Preventivo 2008, si è pervenuti a seguito dell'adozione di drastiche misure di contenimento della stessa, differendo anche i tempi già programmati per il completamento dell'organico dell'Istituto ed operando una rigorosa razionalizzazione della spesa per beni di consumo e servizi. È stato così possibile contenere la pressione contributiva sui soggetti vigilati in considerazione della situazione del mercato finanziario.

Malgrado ciò, il quadro complessivo delle fonti di finanziamento per il 2009 – che ha visto la riduzione del trasferimento dallo Stato – e la misura dell'avanzo finanziario, hanno reso necessario un incremento delle entrate contributive di 10,72 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2008.

Nel corso del 2008, l'Istituto ha avviato un processo strutturato di pianificazione e controllo mirato, tra l'altro, all'individuazione degli obiettivi strategici e delle conseguenti attività operative, tenuto conto delle evoluzioni del contesto economico-finanziario e del quadro normativo.

Il processo di pianificazione e controllo prevede, a regime, la realizzazione di quattro fasi strettamente connesse tra loro: *i)* la definizione dei piani operativi e del bilancio di previsione; *ii)* il monitoraggio, finalizzato alla verifica dello stato di avanzamento dei piani operativi mediante una rendicontazione periodica; *iii)* l'attivazione delle azioni da intraprendere durante l'anno per far fronte a scostamenti e a criticità riscontrate; *iv)* la consuntivazione e rilevazione annuale dei risultati raggiunti.

La fase di pianificazione operativa per il 2009 ha coinvolto tutte le unità organizzative dell'Istituto con lo scopo di individuare obiettivi, strumenti e risorse disponibili, sulla base di un processo formalizzato e condiviso. Il processo di pianificazione intende promuovere, infatti, comportamenti omogenei e metodologie, comuni all'interno dell'Istituto, tali da favorire il conseguimento delle finalità di vigilanza istituzionali.

Nel 2008 i sistemi informativi dell'Istituto sono stati oggetto di numerosi interventi innovativi. In particolare, sono state nuovamente progettate anche al fine di assicurare un sistema a tenuta di sicurezza le architetture e le infrastrutture informatiche e sono stati sottoposti ad *assessment*, da una primaria società specializzata nel settore ICT (*Information Comunication Technology*), i sistemi informatici, le tecnologie e i processi.

Nel corso dell'anno sono stati effettuati significativi interventi anche nell'area dei sistemi applicativi e dei servizi da questi ultimi erogati. Tali interventi hanno migliorato la funzionalità d'interazione telematica, principalmente attraverso internet, con soggetti vigilati e istituzioni; ciò ha consentito di sviluppare, con l'impiego di sofisticati strumenti tecnologici, nuovi sistemi mirati alla ricezione e allo scambio di flussi informativi e al loro successivo trattamento automatizzato.

Sono stati realizzati, inoltre, nuovi sistemi applicativi mentre quelli già operativi sono stati potenziati e adattati ai contesti di riferimento in forte evoluzione.

Sono stati effettuati importanti interventi, propedeutici a una radicale innovazione delle architetture e delle infrastrutture informatiche. In particolare, lo studio per la "razionalizzazione della *server farm*" e la realizzazione della cosiddetta "nuova architettura internet", progettata per servizi accessibili dall'esterno, mediante internet, da parte di soggetti vigilati e del pubblico degli investitori, pongono le basi per il processo d'innovazione dei sistemi informatici dell'Istituto

Nel corso del 2008, sono state avviate numerose attività inerenti alla sicurezza dell'informazione che hanno interessato aspetti di natura tecnologica, organizzativa ed ambientale, nonché la protezione dei dati personali.

Lo sviluppo delle principali infrastrutture informatiche a supporto dell'attività istituzionale è avvenuto attraverso la realizzazione di una serie di sistemi integrati, che nel corso del 2008 hanno ampliato la sfera dei propri servizi e funzionalità, grazie a nuove modalità di interazione ed integrazione con enti esterni e soggetti vigilati. Ciò ha contribuito a centralizzare le informazioni condivise e a razionalizzare ed uniformare i processi di scambio dati tra la Consob e gli altri soggetti coinvolti.

B

L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO

PAGINA BIANCA

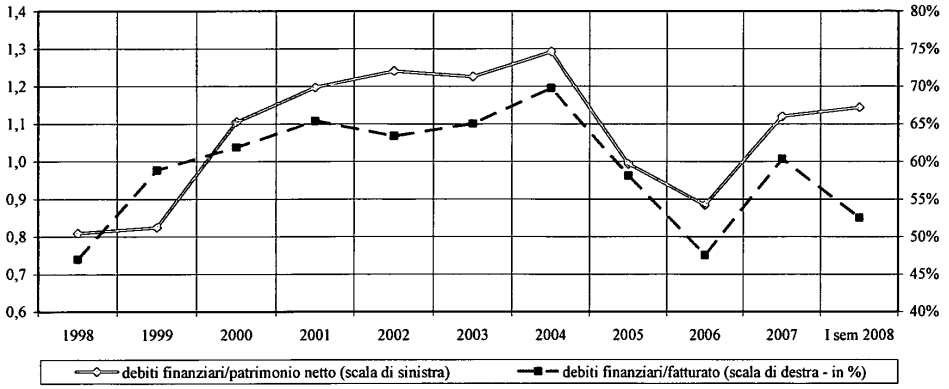
I – LE SOCIETÀ

1. La struttura finanziaria e la redditività

Nei primi sei mesi del 2008 la leva finanziaria (rapporto fra ammontare dei debiti finanziari e patrimonio netto) dei principali gruppi quotati non finanziari italiani non ha subito significative variazioni rispetto al 2007 (Fig. 1). Annualizzando i dati di conto economico del primo semestre 2008 risulta, invece, diminuita l'incidenza dei debiti sul fatturato.

Fig. 1

Indicatori di indebitamento dei principali gruppi quotati non finanziari italiani



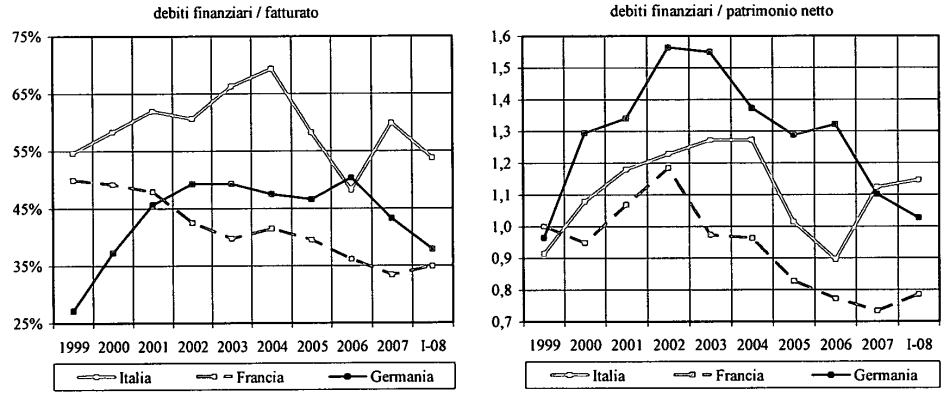
Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S e relazioni semestrali. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Il fatturato del primo semestre 2008 è stato annualizzato. Confronta Note metodologiche.

Dati di bilancio riclassificati per rendere omogeneo il confronto fra diversi paesi indicano che a giugno 2008 l'indebitamento dei principali gruppi quotati italiani non finanziari era superiore a quello rilevato per le principali società non finanziarie francesi e tedesche (Fig. 2). In Germania, l'incidenza dei debiti finanziari sul patrimonio netto è diminuita da 1,1 a poco più di 1, mentre il rapporto debiti su fatturato netto da 0,43 a 0,38. In Francia la leva finanziaria è cresciuta da 0,73 a 0,79 attestandosi, comunque, su valori molto più bassi rispetto all'Italia.

Nel primo semestre 2008 i principali gruppi quotati non finanziari italiani hanno aumentato l'indebitamento a breve termine, il cui ammontare è cresciuto del 14 per cento (passando da 43,5 a 50 miliardi di euro circa). Rispetto al 2007 il peso dei debiti finanziari a lungo termine sul totale dei debiti è sceso, invece, dal 78 al 75 per cento (Fig. 3), a causa principalmente della riduzione del volume delle obbligazioni a medio-lungo termine da 79 a 75 miliardi di euro circa (-6 per cento circa).

Fig. 2

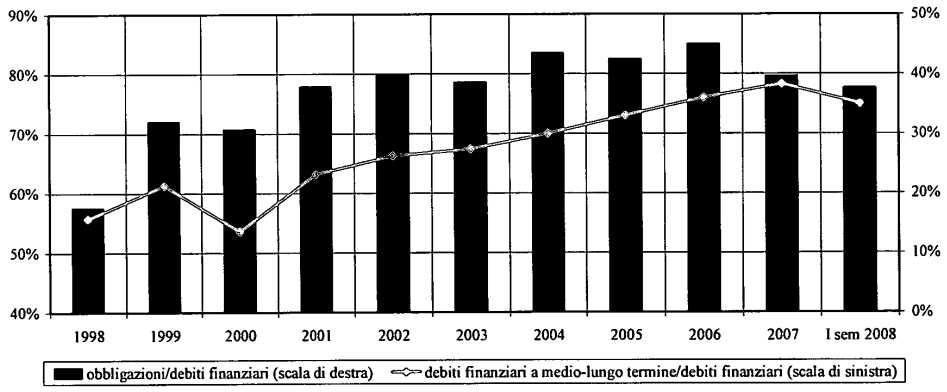
Indicatori di indebitamento per i principali gruppi quotati non finanziari in alcuni paesi europei



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per la Francia e la Germania dati relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2009; per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 1. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. I dati del 2008 si riferiscono al primo semestre. Nel calcolo degli indicatori i dati sul fatturato del primo semestre 2008 sono stati annualizzati.

Fig. 3

Peso delle obbligazioni e dei debiti a medio-lungo termine sul totale dei debiti finanziari dei principali gruppi quotati non finanziari italiani

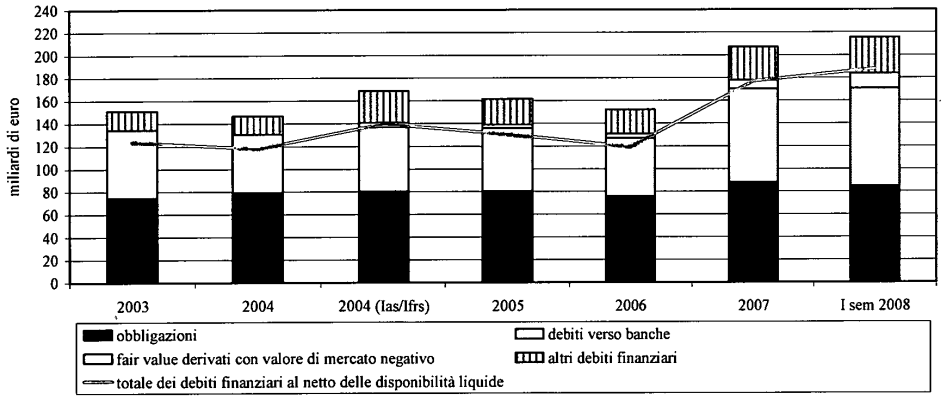


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S e relazioni semestrali. I dati relativi alle obbligazioni si riferiscono a quelle con scadenza superiore a 12 mesi. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Confronta Note metodologiche.

Nei primi 6 mesi del 2008, l'ammontare complessivo dei debiti finanziari, al netto delle disponibilità liquide, è cresciuto del 6 per cento, da 177 a 188 miliardi di euro (Fig. 4). È aumentato sia l'ammontare dei debiti verso le banche (+5 per cento) sia il *fair value* dei derivati con valore di mercato negativo (da 7,6 a 13 miliardi di euro; +71 per cento); l'ammontare totale delle obbligazioni (sia a breve che a medio-lungo termine), invece, è diminuito del 4 per cento, scendendo da 88 a 85 miliardi di euro.

Fig. 4

Composizione dei debiti finanziari dei principali gruppi quotati non finanziari italiani

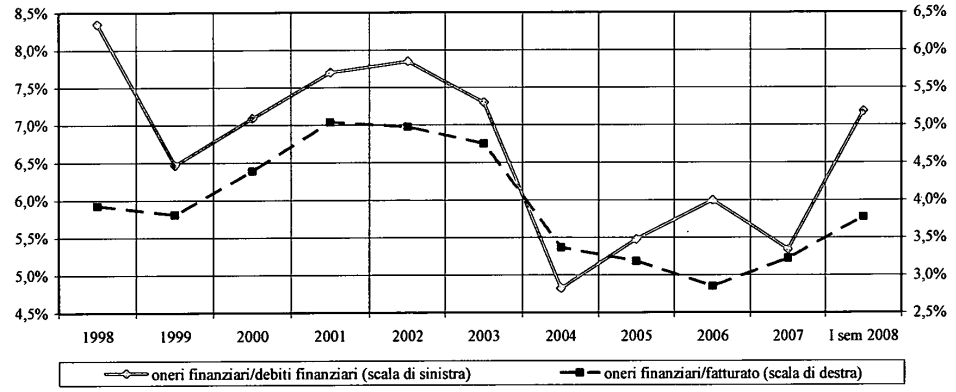


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. A partire dal 2005 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Confronta Note metodologiche.

I dati delle semestrali 2008 mostrano un aumento del peso degli oneri finanziari sia in rapporto al fatturato (da 3,2 a 3,7 per cento) che ai debiti finanziari (da 5,3 a 7,2 per cento; Fig. 5).

Fig. 5

Incidenza degli oneri finanziari per i principali gruppi quotati non finanziari italiani

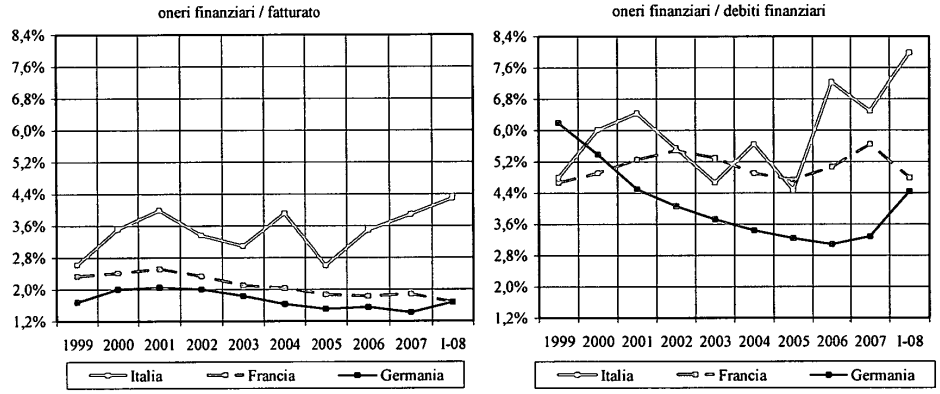


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S e relazioni semestrali. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Nel calcolo degli indicatori i dati del 2008 relativi agli oneri finanziari e al fatturato sono stati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

In Italia, l'incidenza degli oneri finanziari rimane su livelli nettamente superiori rispetto a quanto rilevato per i principali gruppi quotati non finanziari francesi e tedeschi (Fig. 6). In Francia e in Germania il peso degli oneri finanziari sul fatturato è rimasto molto contenuto anche nel primo semestre 2008; in Germania, è però aumentata significativamente l'incidenza degli oneri finanziari sui debiti finanziari (da 3,3 a 4,4).

Fig. 6

Incidenza degli oneri finanziari per i principali gruppi quotati non finanziari in alcuni paesi europei

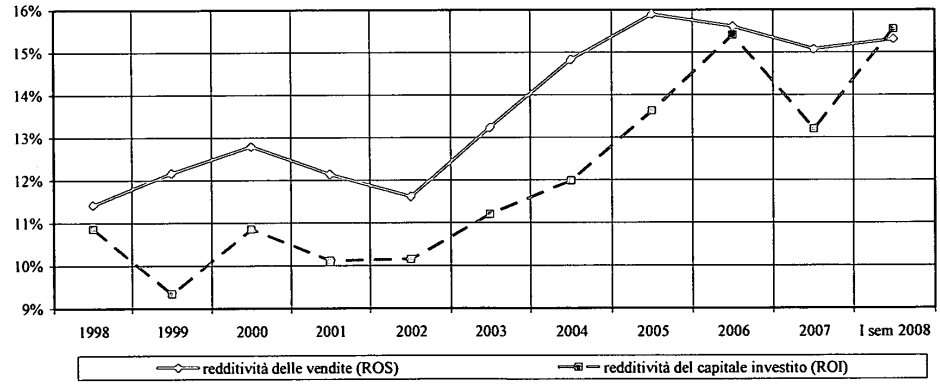


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per la Francia e la Germania dati relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2009, per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 1. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. I dati del 2008 si riferiscono al primo semestre. Nel grafico di destra gli oneri finanziari del primo semestre 2008 sono stati annualizzati.

Nel primo semestre 2008 è cresciuta la redditività del capitale investito (rapporto fra margine operativo netto e capitale investito) dei principali gruppi italiani non finanziari, che è passata dal 13 al 15 per cento; la redditività delle vendite (rapporto fra margine operativo netto e fatturato) è rimasta, invece, stabile al 15 per cento (Fig. 7).

Fig. 7

Redditività dei principali gruppi quotati non finanziari italiani



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. e relazioni semstrali A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. I dati di conto economico del primo semestre 2008 sono stati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

Sulla base dei dati diffusi dall'Isae e dall'Istat sull'andamento dell'indice di produzione industriale, l'impatto della crisi sul settore delle imprese non finanziarie potrebbe essere più rilevante nella seconda metà del 2008, periodo per il quale non sono ancora disponibili, tuttavia, dati di bilancio. In particolare, il calo della domanda e l'ulteriore inasprimento delle condizioni per la concessione dei prestiti alle imprese potranno comportare una riduzione della redditività che si potrebbe manifestare pienamente solo nel secondo semestre 2008.

2. *I flussi finanziari*

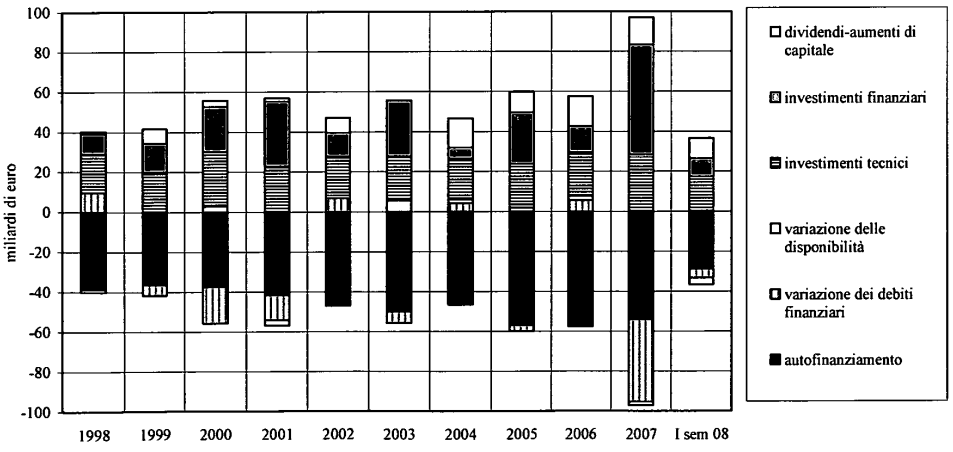
Nei 10 anni dal 1998 al 2007 l'autofinanziamento ha rappresentato la fonte di risorse più importante per i grandi gruppi quotati non finanziari italiani. Solo nel 2007 (e in parte nel 2000 e nel 2001) la crescita dell'indebitamento ha avuto un ordine di grandezza simile a quello dell'autofinanziamento.

Nei primi sei mesi del 2008 questo *trend* complessivo non è cambiato. L'autofinanziamento è stato pari a 29 miliardi di euro, ossia poco più della metà di quanto rilevato nell'intero 2007 (54 miliardi di euro), mentre i debiti finanziari sono aumentati di 4,3 miliardi di euro.

Le risorse finanziarie sono state impiegate principalmente per effettuare investimenti tecnici (17 miliardi di euro contro 28 miliardi di euro per l'intero 2007), mentre il volume dei dividendi (al netto degli aumenti di capitale) è rimasto molto elevato (10 miliardi di euro contro 13 miliardi di euro dell'intero 2007). Anche l'ammontare degli investimenti finanziari si è attestato su valori piuttosto bassi (9 miliardi di euro contro 54 miliardi di euro per l'intero 2007).

Fig. 8

Impieghi (+) e fonti (-) di risorse finanziarie per i principali gruppi quotati non finanziari italiani

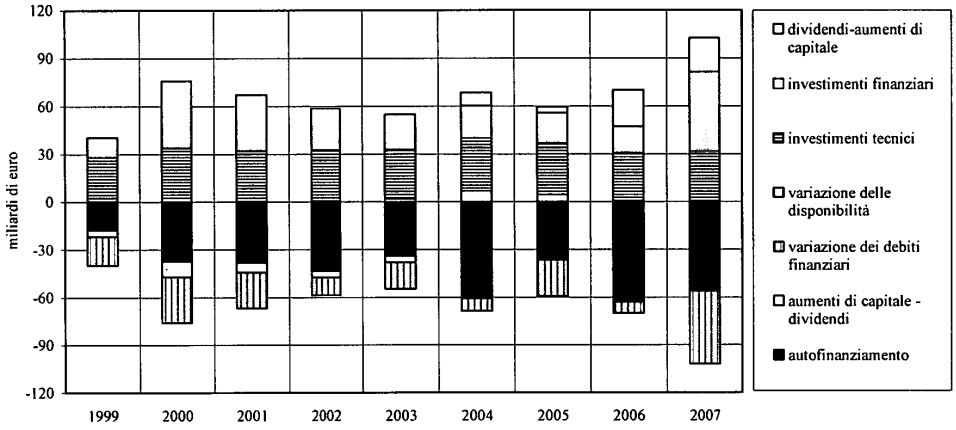


Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. I dati 2008 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

L'autofinanziamento (pari a 56 miliardi di euro) rappresenta la fonte prevalente di risorse finanziarie anche per un campione di circa 2.000 imprese italiane censito da Mediobanca e in parte coincidente con quello dei grandi gruppi quotati (Fig. 9). Gli ultimi dati disponibili relativi al 2007 indicano che, dal lato degli impieghi, gli investimenti tecnici rimangono particolarmente elevati (31 miliardi di euro; +6,5 per cento rispetto al 2007); gli investimenti finanziari sono significativamente cresciuti da 17 a 50 miliardi di euro circa. Le risorse finanziarie destinate agli azionisti (dividendi al netto degli aumenti di capitale), infine, si sono lievemente ridotte da 23 a 21 miliardi di euro (-7,1 per cento).

Fig. 9

Impieghi (+) e fonti (-) di risorse finanziarie per le grandi imprese non finanziarie italiane



Fonte: Mediobanca, "Dati cumulativi di 2.020 società italiane", edizione 2008. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

3. La qualità del credito

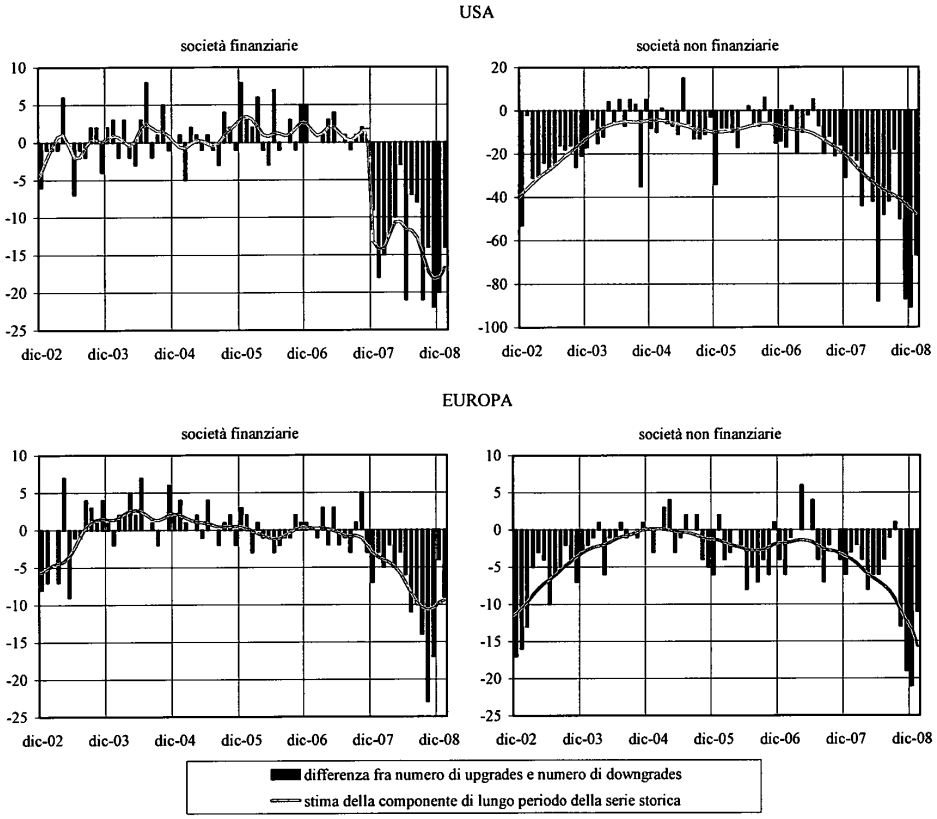
I dati sull'evoluzione dei giudizi delle agenzie di rating relativamente alle imprese private (società finanziarie e non finanziarie) pongono in evidenza un netto peggioramento della qualità del credito nei principali paesi avanzati a partire dall'inizio del 2008 (Fig. 10).

*Negli Usa la differenza tra il numero di revisioni al ribasso (*downgrades*) e il numero di revisioni al rialzo (*upgrades*) dei giudizi rilasciati alle agenzie di rating, è comunque cresciuta nel secondo semestre 2008 per le società finanziarie (da 79 a 92), così come per le società del settore* corporate *(da 238 a 336).*

In Europa nella seconda metà del 2008, i downgrades *hanno superato gli* upgrades *di 79 unità per le società finanziarie (contro 24 nei primi sei mesi) e di 57 unità per le società* corporate *(contro 29 nei primi sei mesi).*

Fig. 10

Differenza fra *upgrades* e *downgrades*
(dati mensili; settembre 2002 - gennaio 2009)



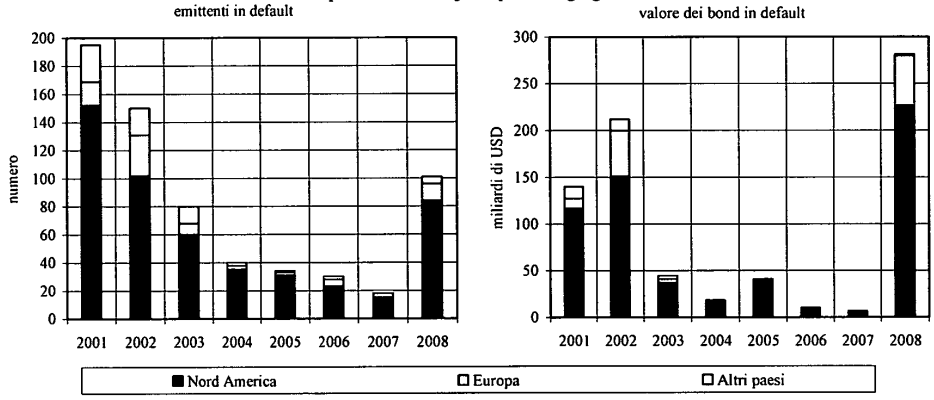
Fonte: Moody's. La componente di lungo periodo è stimata attraverso tecniche non parametriche di analisi delle serie storiche.

Il peggioramento della qualità del credito si riflette anche in un aumento degli emittenti di obbligazioni classificate in *default*, passati da 18 nel 2007 (15 nel Nord America e 3 in Europa) a 101 nel 2008 (84 nel Nord America, 12 in Europa e 5 nel resto del mondo; Fig. 11); il valore dei *bond* dichiarati in *default* è, inoltre, significativamente aumentato, passando da 6 a 281 miliardi di euro.

Il peggioramento della qualità del credito delle società quotate ha comportato anche un aumento del costo della protezione dal rischio di insolvenza rilevabile dall'andamento delle quotazioni dei *credit default swap* (Cds; Fig. 12). Tale fenomeno ha interessato soprattutto le società americane, per le quali in media le quotazioni dei Cds sono aumentate di 647 punti base nel settore finanziario e di 1.315 punti base nel settore *corporate*. Per le società dell'area euro la crescita dei premi dei Cds è stata molto più contenuta e ha interessato principalmente le società non finanziarie a partire dalla seconda metà del 2008.

Fig. 11

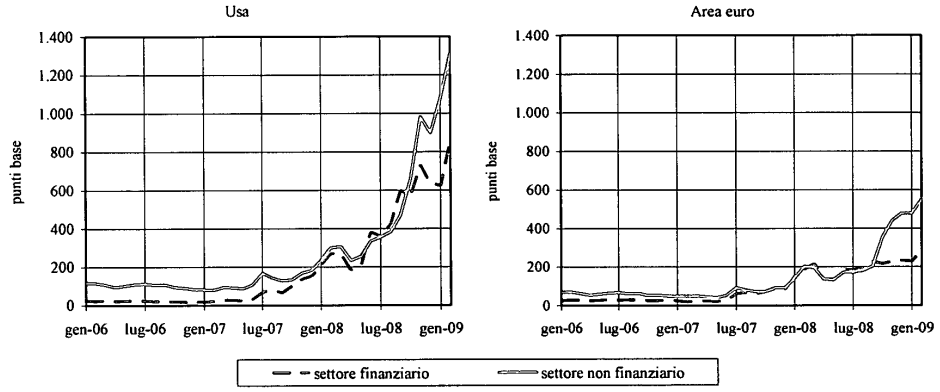
Corporate bond in _default_ per area geografica



Fonte: Moody's.

Fig. 12

Quotazioni dei contratti di _credit default swap_ con scadenza a 5 anni su emittenti quotati
(dati mensili; gennaio 2006 – febbraio 2009)



Fonte: Thomson Financial-Datastream. I dati sono calcolati come medie degli indici Datastream settorali relativi a *credit default swap* con scadenza 5 anni. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio di credito) si impegna a pagare, ogni anno, al venditore della protezione l'1 per cento del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

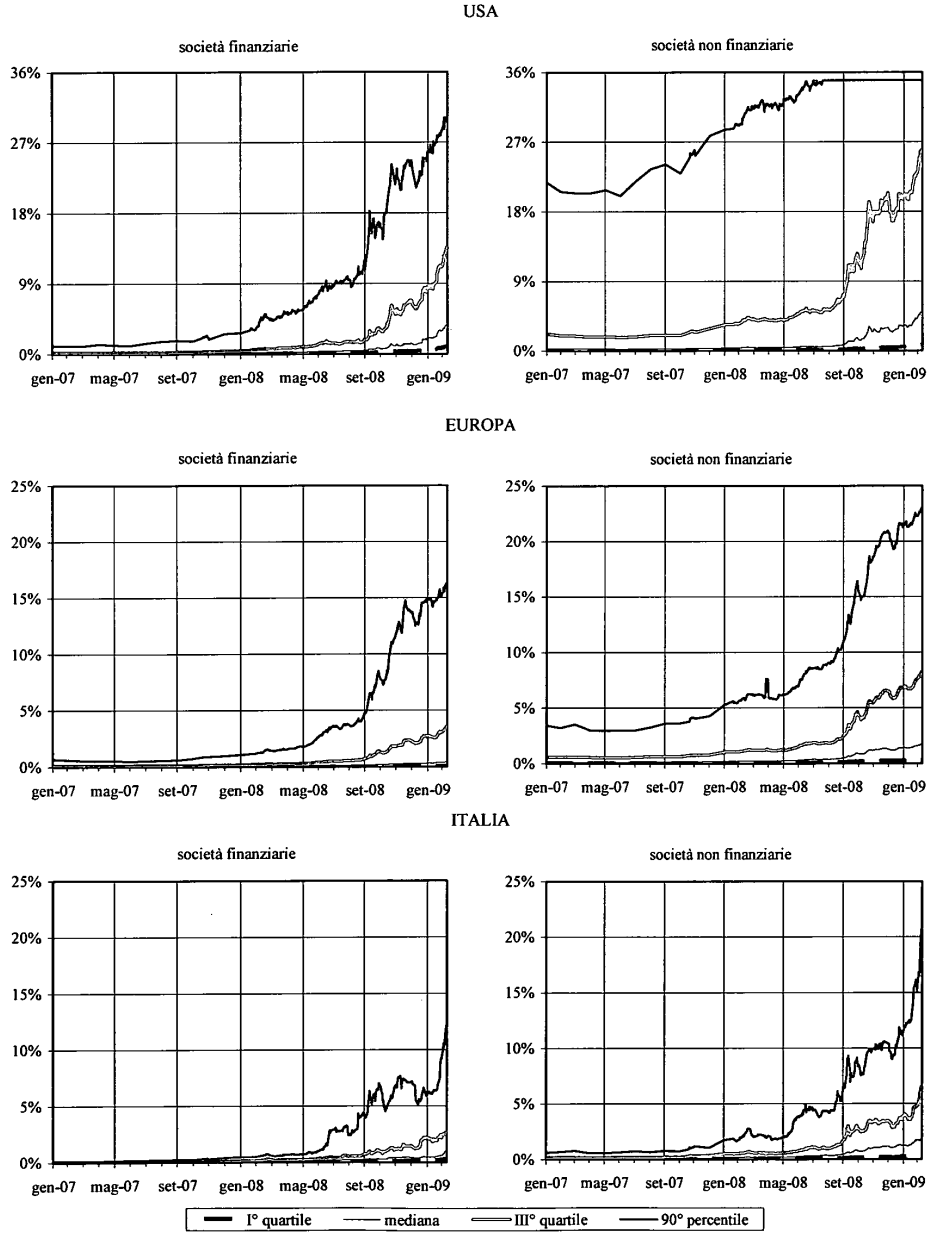
Il forte deterioramento della qualità del credito è segnalato anche dai modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza.

Da gennaio 2008 a marzo 2009, la probabilità di default *mediana delle società quotate americane (50° percentile della distribuzione delle probabilità di* default*) è passata da 0,2 a 4 per cento nel settore finanziario e da 0,3 a 5 per cento nel settore* corporate *(Fig. 13). In Europa, tale probabilità di* default *mediana è passata da 0,07 a 0,4 per cento nel settore finanziario e da 0,2 a 2*

per cento nel settore corporate. *La probabilità di* default *mediana relativa alle società finanziarie, pur subendo un aumento, è rimasta su livelli più bassi rispetto alle società non finanziarie.*

Fig. 13

Distribuzione della probabilità di *default* delle società quotate
(dati giornalieri; 31/01/2007-09/03/2009)



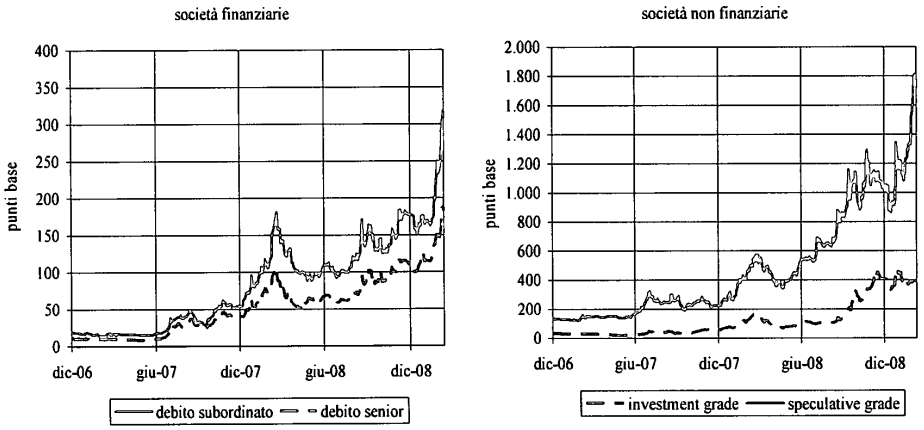
Fonte: Moody's KMV - Credit Edge.

In Italia la probabilità di default *relativa al gruppo delle società finanziarie più rischiose (90° percentile della distribuzione delle probabilità di* default*) è aumentata da 0,4 per cento a gennaio 2008 a 12 per cento agli inizi di marzo 2009, attestandosi su valori comunque più bassi rispetto a quelli rilevati negli Usa (30 per cento circa) e in Europa (16 per cento). È cresciuta in modo ancora più significativo la probabilità di* default *delle società non finanziarie più rischiose, che ha raggiunto il 21 per cento circa (contro il 25 per cento negli Usa e il 23 per cento in Europa).*

Il trend *crescente delle quotazioni dei* credit default swap *effettivamente rilevate sul mercato pone in evidenza che anche in Italia è aumentata la percezione del rischio di insolvenza degli investitori (Fig. 14).*

Fig. 14

Quotazioni dei contratti di *credit default swap* con scadenza a 5 anni su emittenti quotati italiani
(dati giornalieri; 31/12/2006-10/03/2009)

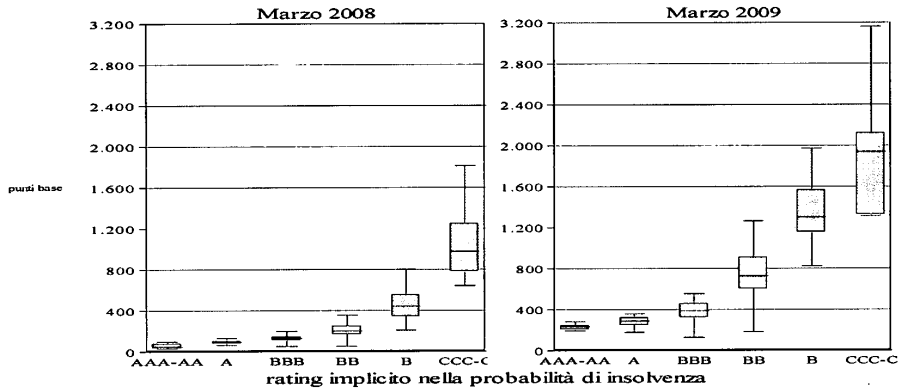


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-Datastream. Per le imprese non finanziarie i dati sono calcolati come medie delle quotazioni giornaliere dei *credit default swap* di imprese con uguale *rating*, mentre per le banche i dati sono medie delle quotazioni giornaliere relative ai principali gruppi bancari. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio di credito) si impegna a pagare, ogni anno, al venditore della protezione l'1 per cento del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

Anche le quotazioni teoriche dei credit default swap *stimate da Moody's, sulla base di modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza sono cresciute notevolmente nel corso degli ultimi 12 mesi. Infatti, mentre a marzo 2008 le società quotate appartenenti alla categoria di credito più rischiosa (rating equivalente pari a C-CCC) avevano una quotazione teorica massima di poco inferiore ai 2.000 punti base, a marzo 2009 esse avevano una quotazione teorica massima uguale all'incirca a 3.200 punti base (Fig. 15).*

Fig. 15

Distribuzione delle quotazioni teoriche dei contratti di *credit default swap* a 5 anni per le società quotate non finanziarie



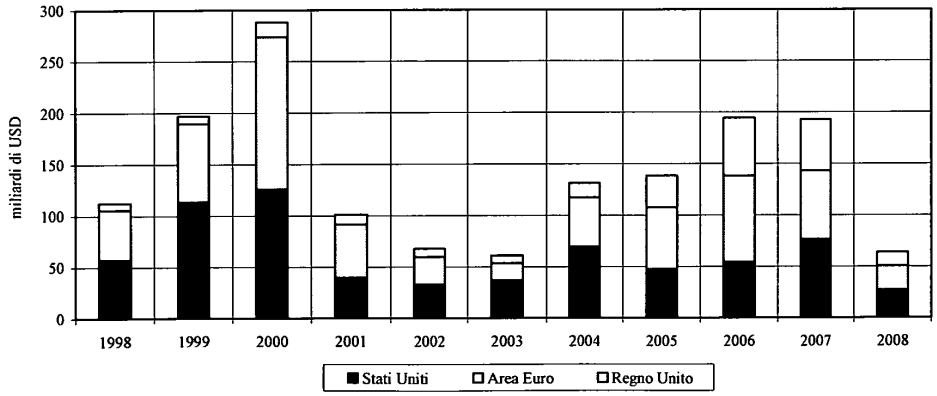
Fonte: elaborazioni su dati Moody's KMV-Credit Edge. La probabilità di insolvenza è stimata tramite il modello di valutazione del rischio di credito sviluppato da Moody's KMV e l'attribuzione del rating implicito alle società avviene sulla base della probabilità di default stimata dal modello. Nel grafico è rappresentata la distribuzione delle quotazioni per gruppi di categorie di credito. In particolare, la linea orizzontale nel riquadro del *box* corrisponde alla mediana, il lato inferiore individua il I° quartile, mentre il lato superiore il III° quartile. Le due linee orizzontali al di sopra e al di sotto del riquadro del box rappresentano il *range* di valori in cui è contenuta ciascuna distribuzione.

4. La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa

La crisi finanziaria ha avuto un impatto negativo molto rilevante sulla raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese quotate nel 2008. L'ammontare delle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione è nettamente diminuito in tutti i principali paesi avanzati (Fig. 16): negli Usa è sceso da 76 miliardi di euro nel 2007 a 27 miliardi di euro (-64 per cento), mentre nell'area dell'euro da 83 a 63 miliardi di euro e nel Regno Unito da 50 a 13 miliardi di euro.

Fig. 16

Risorse raccolte dalle società di nuova quotazione nelle borse dei principali paesi industrializzati

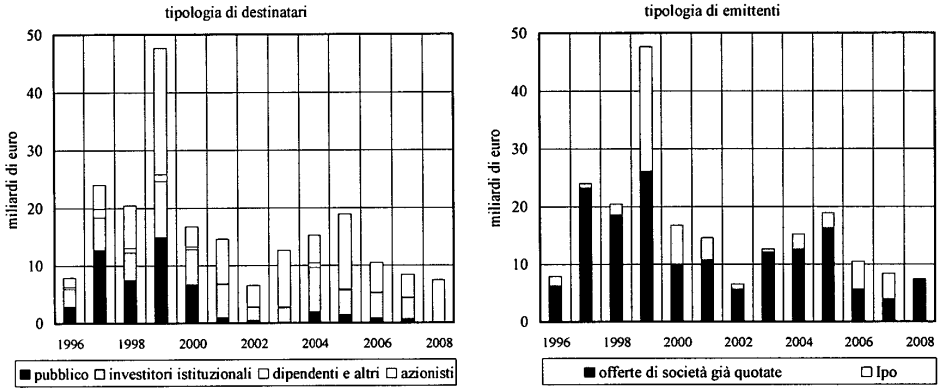


Fonte: elaborazioni su dati World Federation of Stock Exchanges. I dati relativi agli Stati Uniti si riferiscono alle società quotate al Nyse e al Nasdaq.

In Italia i collocamenti complessivi di titoli azionari (raccolta di nuovo capitale di rischio e offerte pubbliche di titoli già in circolazione) sono scesi da 8,3 a 7,5 miliardi di euro (-11 per cento; Fig. 17), principalmente a causa della diminuzione del controvalore delle Ipo (da 4,4 miliardi di euro a 143 milioni di euro). Sono aumentate, invece, le emissioni di nuovi titoli tramite offerte di società già quotate (da 4 miliardi di euro circa a 7,3 miliardi di euro; Fig. 18); quasi nulle sono state, infine, le offerte di titoli già in circolazione (solo 3 milioni di euro e finalizzate esclusivamente a Ipo).

Fig. 17

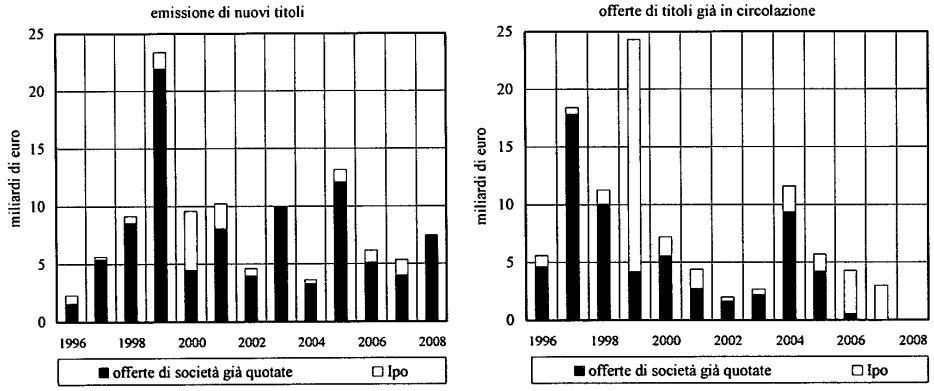
Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane
(emissioni di nuovi titoli e offerte di titoli già in circolazione)



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Fig. 18

Tipologia di offerte di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Nel 2008 sono entrate in borsa 6 nuove società, 2 sull'Mta e 4 sull'Expandi, (contro 29 nel 2007) caratterizzate da una capitalizzazione complessiva *ante offerta* molto ridotta (268 milioni di euro contro 9.770 nel 2007; Tav. 1).

In 3 delle società di nuova quotazione erano presenti nell'azionariato investitori istituzionali; la loro quota media ante *offerta si attestava a circa il 60 per cento del capitale sociale e, dopo il collocamento, a circa il 33 per cento (Tav. 2).*

Tav. 1

Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società	Capitalizzazione *ante* offerta[1]	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione *post* offerta[2]
			sottoscrizione	vendita	*totale*	
1995	11	22.675	274	3.396	*3.670*	33,1
1996	12	5.550	721	945	*1.666*	26,6
1997	10	2.126	227	606	*833*	35,4
1998	16	3.844	614	1.231	*1.845*	41,7
1999	27	65.788	1.414	21.606	*23.020*	33,2
2000	44	28.308	4.970	1.933	*6.903*	20,7
2001	18	8.193	2.199	1.736	*3.935*	35,2
2002	6	2.504	638	424	*1.062*	33,8
2003	4	1.340	67	483	*550*	39,1
2004	8	5.406	351	2.300	*2.651*	39,7
2005	15	5.874	1.088	1.608	*2.696*	34,5
2006	21	11.736	1.053	3.977	*5.030*	39,3
2007	29	9.770	1.415	3.080	*4.495*	40,2
2008	6	268	128	6	*134*	33,9

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. [1] Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. [2] In rapporto alla capitalizzazione *post* quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004.

Tav. 2

Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane[1]

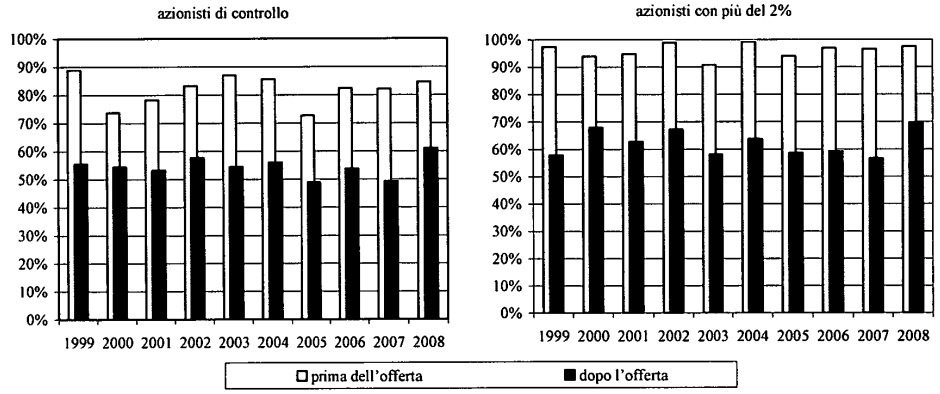
	Società		Numero medio investitori istituzionali[4]	Quota media *ante* offerta[5]	Quota media *post* offerta[6]
	numero[2]	quota sul totale[3]			
1995	6	54,5	2,3	27,7	8,5
1996	6	50,0	3,7	47,3	23,2
1997	2	20,0	1,5	40,9	7,1
1998	4	25,0	4,3	48,3	18,9
1999	9	33,3	2,0	27,5	10,2
2000	18	40,9	2,7	25,9	16,2
2001	6	33,3	1,5	28,0	13,1
2002	2	33,3	2,5	27,1	15,2
2003	3	75,0	2,0	22,0	10,1
2004	4	50,0	2,3	28,5	9,5
2005	6	40,0	3,2	20,6	4,1
2006	11	52,4	1,8	23,7	11,8
2007	12	41,4	1,7	39,6	21,2
2008	3	50,0	2,7	58,6	32,9

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. [1] Per investitori istituzionali si intende fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento. Sono escluse le fondazioni e le casse di risparmio. I dati si riferiscono alle sole società nel cui azionariato era presente tale categoria di investitori, considerando sia le partecipazioni dirette sia quelle nelle società che controllano l'emittente. [2] Numero di società, quotatesi nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. [3] In percentuale del totale delle neoquotate nel corso dell'anno. [4] Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. [5] Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. [6] Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

Gli assetti proprietari delle società di nuova quotazione sono in parte simili a quelli delle società entrate in borsa negli anni passati: la quota media dei diritti di voto dell'azionista di controllo prima dell'offerta è pari all'85 per cento (contro 82 per cento nel 2007), mentre dopo l'offerta si riduce a circa il 61 per cento (contro 50 per cento nel 2007; Fig. 19).

Fig. 19

Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione
(quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto; valori medi)



Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

I titoli delle società di nuova quotazione sono stati allocati prevalentemente presso investitori istituzionali italiani (38,5 per cento) ed esteri (32 per cento); è cresciuta, tuttavia, considerevolmente (da 1,5 a 17,8 per cento) la quota collocata presso soggetti nominativamente individuati o presso gruppi di investitori inferiori a 100 unità (che, tuttavia, potrebbero includere anche investitori istituzionali). Il rapporto fra domanda e offerta è ulteriormente diminuito sia nel collocamento pubblico (1 contro 2,8 a fine 2007) che in quello istituzionale (1,1 contro 4 nel 2007; Tav. 3).

Nessuna società di nuova quotazione presentava rapporti partecipativi con gli intermediari collocatori o gli sponsor, *mentre una sola società aveva rapporti creditizi con gli intermediari collocatori o gli* sponsor *(Tav. 4).*

Nel 2008 sono state ammesse alla negoziazione sul Mac (Mercato alternativo dei capitali) 3 società la cui capitalizzazione ante *offerta è stata pari a circa 73 milioni di euro (contro 82,2 milioni di euro a fine 2007).*

Tav. 3

Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte[1]

	Quota assegnata[2]				Rapporto domanda/offerta[3]	
	pubblico	investitori istituzionali italiani	investitori istituzionali esteri	altri soggetti[4]	offerta pubblica	offerta istituzionale
1995	42,3	16,3	41,4	—	3,2	6,8
1996	40,5	24,3	35,2	—	6,3	9,4
1997	31,4	24,5	44,1	—	10,8	12,2
1998	44,4	27,3	28,3	—	7,7	13,9
1999	43,7	24,1	32,3	..	12,6	10,2
2000[5]	35,0	26,0	37,6	1,3	18,5	10,2
2001	28,7	37,8	33,0	0,5	1,2	2,2
2002	27,7	50,4	20,3	1,6	1,1	1,1
2003[6]	39,8	45,0	14,5	0,6	1,8	1,6
2004	20,9	26,2	52,9	..	2,0	3,1
2005	24,7	26,7	47,0	1,6	3,8	3,9
2006	19,3	18,7	61,9	0,1	5,3	5,4
2007	16,4	24,1	58,0	1,5	2,8	4,0
2008	11,8	38,5	31,9	17,8	1,0	1,1

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. [1] Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004. [2] Relativamente all'assegnazione agli investitori istituzionali, nei casi in cui la ripartizione tra italiani ed esteri non è nota, il dato riportato rappresenta una stima. [3] Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica che quelli della parte istituzionale. [4] Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione. [5] La rimanente quota (0,1 per cento) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Cairo Communication. [6] La rimanente quota (0,1 per cento) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Trevisan.

Tav. 4

Rapporti creditizi e partecipativi fra società italiane ammesse a quotazione e intermediari collocatori[1]

	Società con rapporti creditizi con sponsor o soggetti collocatori			Società con rapporti partecipativi con sponsor o soggetti collocatori		
	Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione[2]	Quota media dei finanziamenti concessi da sponsor o soggetti collocatori[3]	Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione[2]	Quota media della partecipazione di sponsor o soggetti collocatori[4]
2000	23	52,3	27,2	11	25,0	18,1
2001	10	55,6	27,8	2	11,1	19,8
2002	3	50,0	46,1	1	16,7	28,3
2003	4	100,0	13,9	1	25,0	..
2004	4	50,0	47,2	2	25,0	10,8
2005	7	46,7	24,0	2	13,3	7,3
2006	11	52,4	36,1	5	23,8	25,9
2007	13	44,8	26,2	4	13,8	27,9
2008	1	16,7	49,4	--	--	--

Fonte: elaborazioni su dati delle attestazioni degli *sponsor* e dei prospetti informativi. Confronta Note metodologiche. [1] Si fa riferimento ai rapporti creditizi e partecipativi esistenti tra le società ammesse a quotazione (in Borsa - Mta e Mtax e sul Mercato Expandi) e lo *sponsor*, lo *specialist*, il *global coordinator*, il *lead manager* dell'offerta pubblica o altri intermediari appartenenti al gruppo di questi ultimi, alla data dell'offerta. [2] Valori in percentuale. [3] In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale. [4] In rapporto al capitale sociale *ante* offerta; valori in percentuale.

Tav. 5

Offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sul Mercato alternativo dei capitali
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società	Capitalizzazione *ante* offerta[1]	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione *post* offerta[2]	Quota dell'azionista di controllo *post* offerta[3]
			sottoscrizione	vendita	*totale*		
2007	3	82,2	12,9	7,4	*20,3*	21,3	59,5
2008	2	72,6	18,7	--	*18,7*	20,5	77,3

Fonte: Borsa Italiana Spa. [1] Capitalizzazione delle società ammesse alle negoziazioni, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. [2] In rapporto alla capitalizzazione *post* offerta, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. [3] Quota percentuale; media semplice.

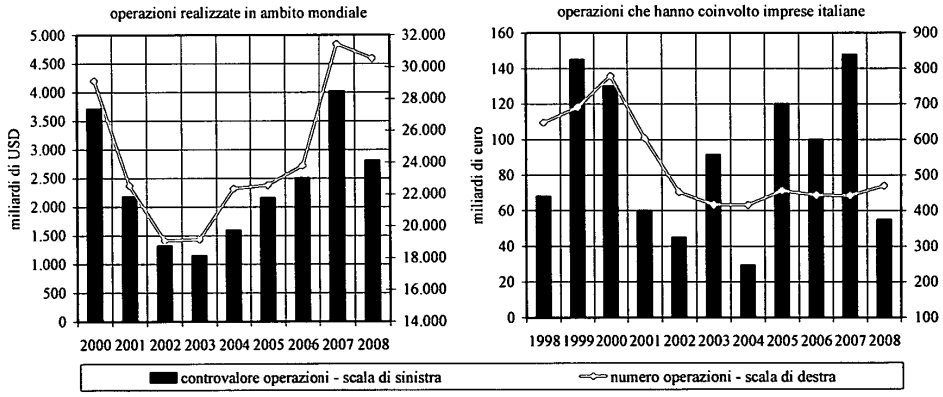
5. Le operazioni di acquisizione e fusione

Nel corso del 2008 a livello globale si è verificata una forte diminuzione del controvalore delle operazioni di fusione e acquisizione (da 4.018 miliardi di dollari nel 2007 a 2.804 nel 2008; -30 per cento) (Fig. 20). Il numero delle operazioni concluse si è ridotto, invece, in misura più contenuta (da 31.500 a fine 2007 a 30.500 a dicembre 2008; -3,2 per cento).

Sulla base dei dati riportati nello studio realizzato da KPMG, in Italia il controvalore delle operazioni di acquisizione e fusione è drasticamente diminuito (da 148 a 55 miliardi di euro; Fig. 20); il numero delle operazioni è, invece, lievemente aumentato da 443 a 471.

Fig. 20

Operazioni di acquisizione e fusione



Fonte: KPMG e Thomson Reuters.

Nel 2008 l'operazione di maggiore rilievo è stata l'acquisizione di Antonveneta da parte di Monte dei Paschi di Siena per 9 miliardi di euro. Nel 2007, invece, si erano verificate operazioni di importo molto più rilevante quali l'acquisizione di Enel su Endesa (per 28,5 miliardi di euro) e quella di Unicredito su Capitalia (per 22 miliardi di euro). Il numero di acquisizioni all'estero

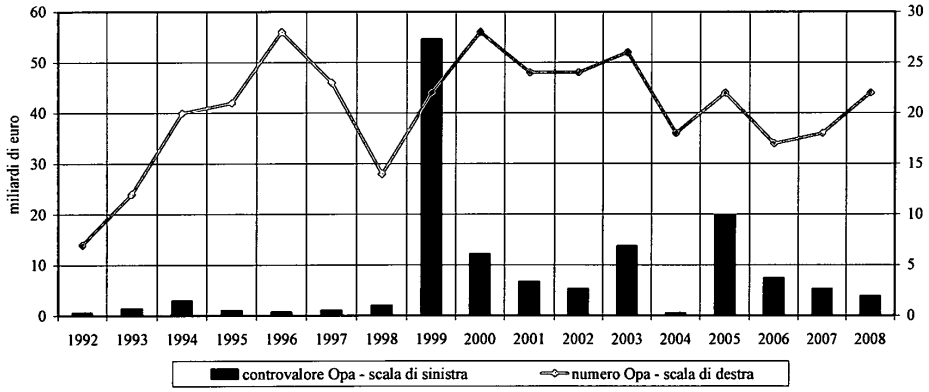
continua a essere elevato (117 contro le 121 de 2007), fra le quali 21 hanno avuto come paese target *gli Usa.*

Nel corso del 2008 il controvalore delle offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio (Opa) su società quotate si è ulteriormente ridotto, passando da 5,3 a 3,9 miliardi di euro, mentre il numero delle Opa è leggermente aumentato (da 18 a 22; Fig. 21). Molte delle Opa realizzate nell'anno sono state promosse dagli stessi azionisti di controllo della società *target* e sono state finalizzate a ritirare il flottante in circolazione per prevenire il *delisting* delle società.

Nel 2008 i trasferimenti di controllo di società quotate sono stati 5 e sono avvenuti tramite cessioni concordate del pacchetto di controllo seguite da Opa successive; in una circostanza (l'operazione VIIT-Sirti) l'offerta ha dato luogo all'applicazione dell'Opa cosiddetta a "cascata". Il 43 per cento del controvalore delle offerte pubbliche di acquisto, eseguite nel 2008, è riferibile all'Opa successiva lanciata da Intesa Sanpaolo sulle azioni ordinarie Banca Cr Firenze, per un valore pari a 1,7 circa miliardi di euro; l'offerta consegue all'acquisizione, da parte dell'offerente, del 69 per cento circa del capitale sociale dell'emittente.

Fig. 21

Offerte pubbliche di acquisito e/o di scambio su titoli di società quotate italiane



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e documenti di offerta. Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno precedente l'annuncio dell'offerta.

II – I MERCATI

1. La congiuntura economica e i mercati azionari

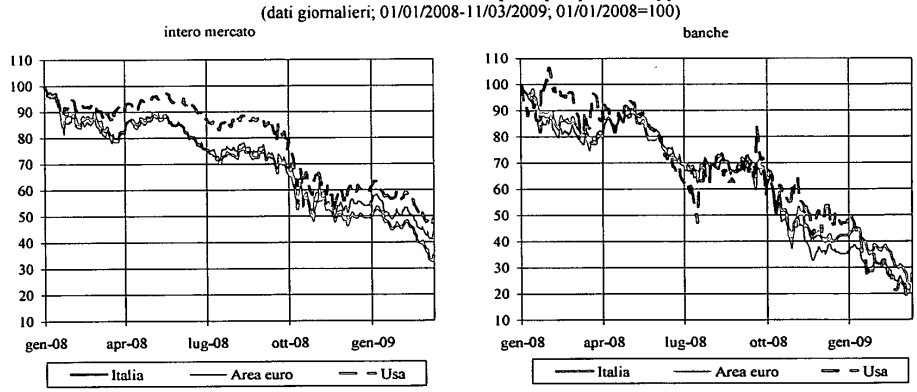
Nel corso del 2008 gli effetti della crisi finanziaria hanno iniziato ad avere pesanti riflessi negativi anche sull'andamento dell'economia reale.

Sulla base delle previsioni diffuse nel mese di gennaio dal Fondo Monetario Internazionale, si profila un quadro recessivo in tutte le principali aree geografiche: negli Usa si prevede una riduzione del Pil per il 2009 di 1,6 per cento, mentre nell'area dell'euro il prodotto potrebbe diminuire del 2 per cento circa. Sullo scenario macroeconomico globale incide negativamente il peso della crisi del settore immobiliare, che ormai non è più un fenomeno circoscritto agli Usa, e il forte irrigidimento degli standard di concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie. L'inflazione, invece, si è mantenuta su livelli piuttosto bassi consentendo alle Banche Centrali di ridurre ripetutamente i tassi di interesse ufficiali al fine di favorire il processo di ripresa dell'economia.

Sulla base dei dati diffusi dal Fondo Monetario Internazionale, il tasso di crescita del Pil atteso per il 2009 è di segno negativo anche in Italia (-2,1 per cento). Il calo degli ordini nell'industria, le restrizioni nell'offerta del credito alle imprese e alle famiglie, le prospettive di una riduzione della domanda globale e, quindi, delle esportazioni sono i principali fattori che incidono negativamente sulle prospettive di crescita per il 2009.

Fig. 22

Andamento dei corsi azionari nei principali paesi sviluppati
(dati giornalieri; 01/01/2008-11/03/2009; 01/01/2008=100)



Fonte: Thomson Financial-Datastream.

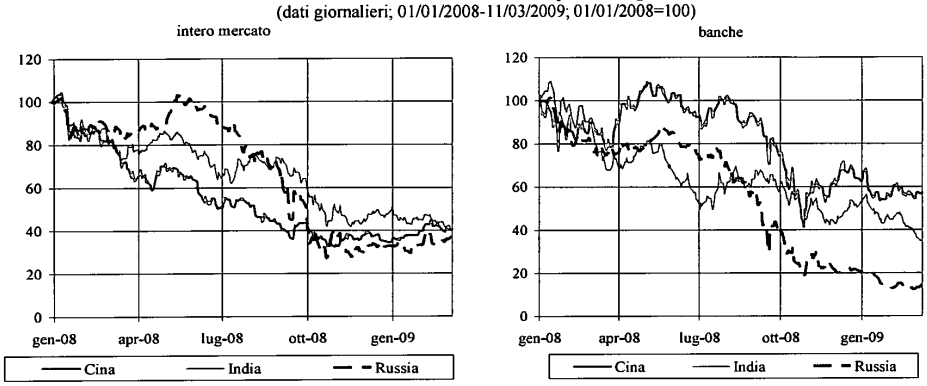
La crisi finanziaria e il forte deterioramento del quadro congiunturale hanno avuto riflessi negativi molto forti sui corsi azionari (Fig. 22). Da gennaio 2008 a marzo 2009, l'indice S&P500 (riferito alle maggiori società del mercato statunitense) è diminuito del 51 per cento circa, mentre gli indici Dow Jones Euro Stoxx (relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro) e S&P/Mib (relativo alle imprese più importanti del mercato italiano) rispettivamente del 56 e del 64 per cento circa. Ancora più consistente è stata la

flessione degli indici azionari bancari (-76 per cento negli Usa, -75 per cento nell'area dell'euro e -72 per cento in Italia).

A partire all'incirca dalla seconda metà del 2008 le turbolenze sui mercati azionari hanno incominciato a interessare anche i principali paesi in via di sviluppo. Infatti, da gennaio 2008 a marzo 2009 si è verificata una contrazione dei corsi azionari del 60 per cento sul mercato azionario cinese e indiano, mentre del 61 per cento sul mercato azionario russo. Anche in questo caso ancora più consistenti sono state le flessioni degli indici bancari (rispettivamente del 43 per cento per la Cina, del 65 per cento per l'India e dell' 85 per cento per la Russia; Fig. 23).

Fig. 23

Andamento dei corsi azionari nei paesi emergenti
(dati giornalieri; 01/01/2008-11/03/2009; 01/01/2008=100)

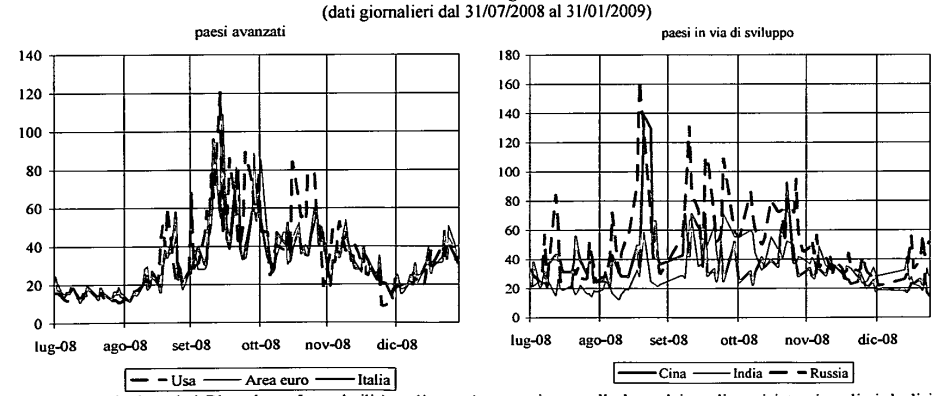


Fonte: Thomson Financial-Datastream. Per il settore bancario vengono raprpesentati Indici azionari Datastream.

Le flessioni dei corsi azionari si sono acuite dopo l'annuncio del default *della banca d'affari americana* Lehman Brothers *comunicato al mercato il 15 settembre 2008. A partire da tale data si è registrato un fortissimo aumento della volatilità dei corsi azionari in tutti i principali mercati (Fig. 24) e di conseguenza è cresciuta la frequenza di rendimenti estremi negativi nelle singole giornate di contrattazione (Fig. 25).*

Fig. 24

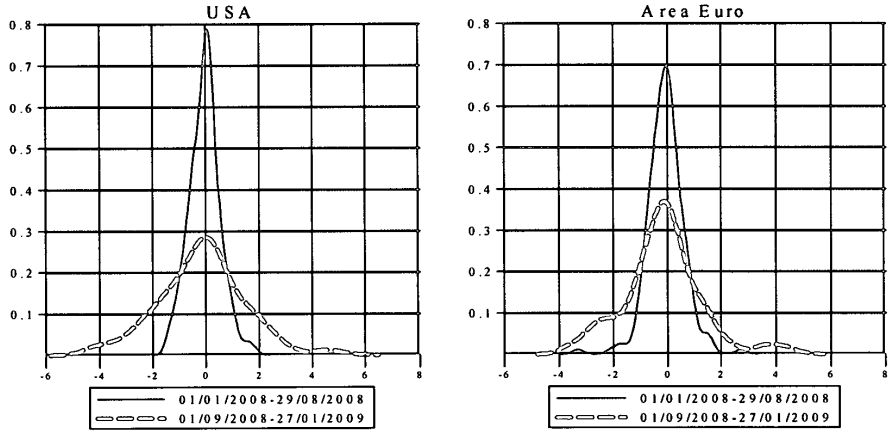
Volatilità realizzata degli indici azionari
(dati giornalieri dal 31/07/2008 al 31/01/2009)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. La volatilità realizzata è stata stimata sulla base dei rendimenti intragiornalieri degli indici azionari; le stime ottenute su base giornaliera sono state poi annualizzate.

Fig. 25

Distribuzioni di probabilità dei rendimenti giornalieri degli indici azionari

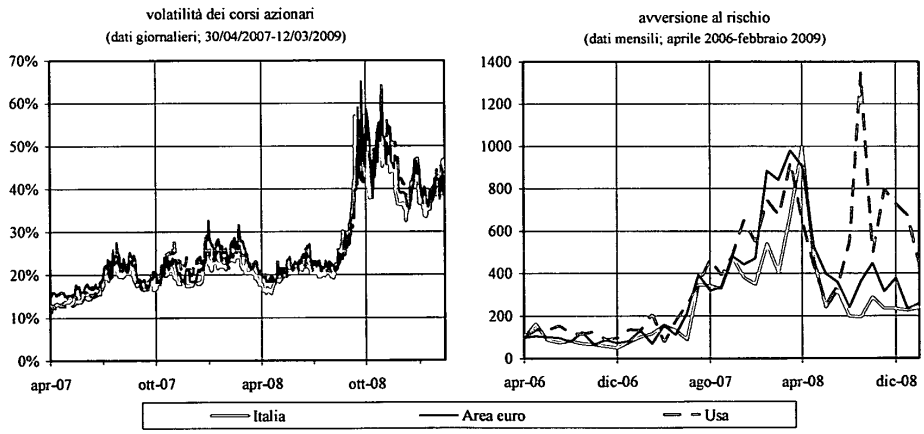


Fonte: elaborazioni su dati Thomson-Financial Datastream. Le stime delle funzioni di densità sono state ottenute applicando metodi di stima non parametrici.

Dopo il 15 settembre si assiste anche a un fortissimo aumento della volatilità implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari (che riflette le aspettative circa l'andamento futuro dei corsi). Negli Usa, l'avversione al rischio degli investitori, dopo aver subito un forte incremento a settembre, si è ridotta notevolmente nei mesi successivi (Fig. 26). Sulla base di stime della distribuzione di probabilità dei rendimenti azionari attesi su di un orizzonte temporale di un mese (ricavate dai prezzi delle opzioni), a fine gennaio 2009, negli Usa le aspettative di rendimenti negativi estremi (e quindi di ulteriori correzioni al ribasso dei corsi azionari) erano meno forti rispetto a quelli prevalenti a fine gennaio 2008, mentre in Europa le attese di ulteriori ribassi erano più elevate rispetto a quelle prevalenti a inizio 2008 (Fig. 27).

Fig. 26

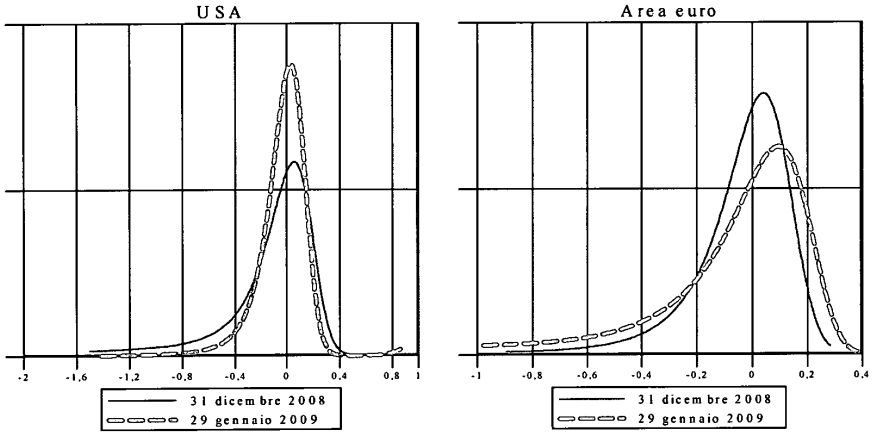
Volatilità e avversione al rischio sui mercati azionari



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-Datastream e Borsa Italiana. La volatilità implicita è desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici azionari con *maturity* di tre mesi. L'indice del livello di avversione al rischio è stimato confrontando la distribuzione storica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici.

Fig. 27

Aspettative sulla distribuzione di probabilità dei rendimenti azionari su un orizzonte temporale di un mese

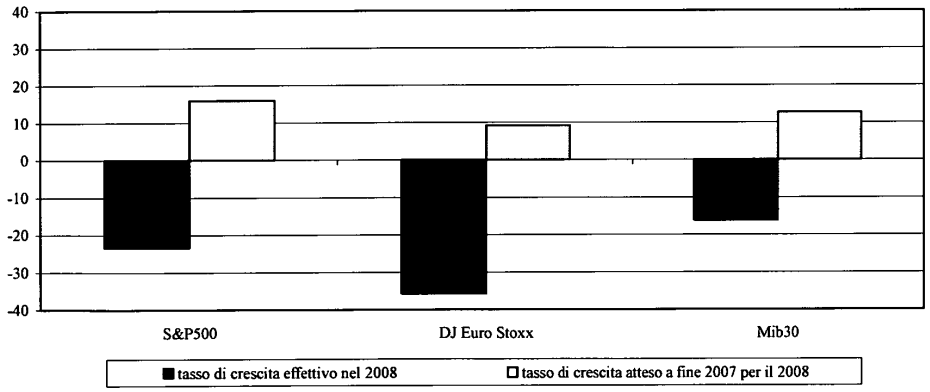


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-Datastream. Le funzioni di densità rappresentate in figura sono state stimate sulla base dei prezzi delle opzioni su indice.

La redditività effettiva delle principali imprese quotate nel 2008 è risultata largamente inferiore alle attese prevalenti a fine 2007. Le società incluse nell'indice S&P500 hanno subito una riduzione degli utili del 23 per cento, quelle europee incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx una riduzione del 36 per cento e quelle italiane incluse nell'indice Mib30 del 16 per cento (Fig. 28).

Fig. 28

Crescita effettiva e attesa degli utili societari delle imprese incluse nei principali indici azionari nel 2008
(valori percentuali)

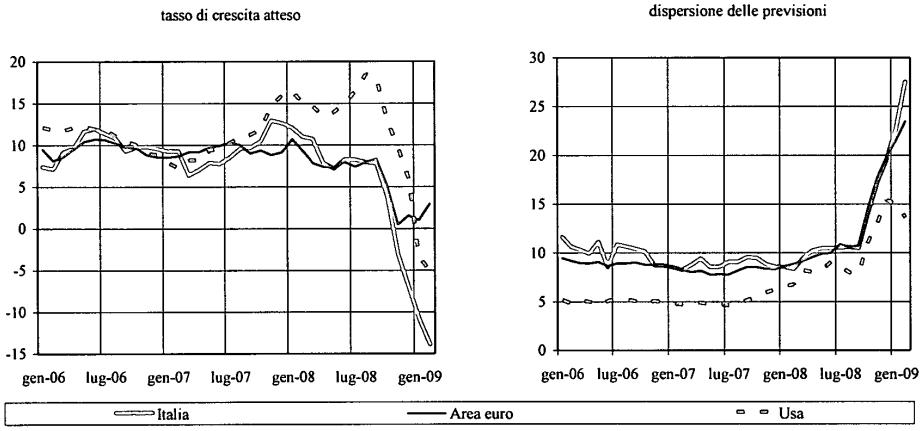


Fonte: Thomson Financial-Datastream; dati IBES sulle previsioni degli utili a 12 mesi (prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito) a fine dicembre 2007 e sull'utile effettivo 2008 (stima a marzo 2009).

Nella seconda metà del 2008, sono peggiorate fortemente le aspettative degli analisti sull'andamento futuro degli utili delle società, soprattutto per le società americane incluse nell'indice S&P500 e per le società italiane incluse nell'indice S&P/Mib ed è aumentato il grado di dispersione delle previsioni (Fig. 29).

Fig. 29

Previsioni degli analisti sugli utili societari
(valori percentuali; dati mensili)

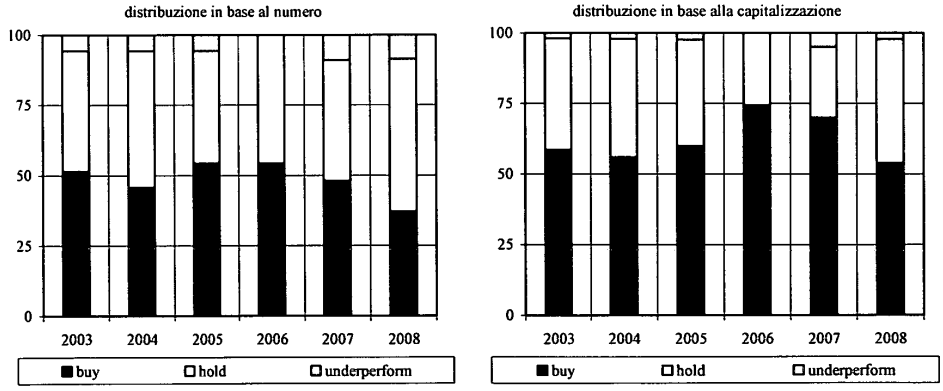


Fonte: Thomson Financial-Datastream; dati IBES sulle previsioni su 12 mesi degli utili prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito. La dispersione è data dal rapporto fra la deviazione standard delle previsioni dei singoli analisti finanziari e la previsione media ed è stata stimata su dati trimestrali. Per ogni trimestre è riportata la media dei tassi di crescita attesi nei singoli mesi.

*La distribuzione dei giudizi degli analisti finanziari sulle società italiane incluse nell'indice S&P/Mib ha subito nel 2008 un sensibile peggioramento rispetto al 2007. In particolare, la quota delle società con giudizio "*buy*" è passata dal 48 al 37 per cento circa, mentre la quota di società con giudizio "*hold*" è cresciuta dal 43 al 54 per cento circa. Analogamente, il peso in termini di capitalizzazione delle società "*buy*" è sceso dal 70 al 54 per cento, mentre il peso delle società "*hold*" è cresciuto dal 25 al 44 per cento circa (Fig. 30).*

Fig. 30

Distribuzione delle società incluse nell'indice S&P/Mib per tipologia di giudizio degli analisti
(valori percentuali; dati di fine periodo)

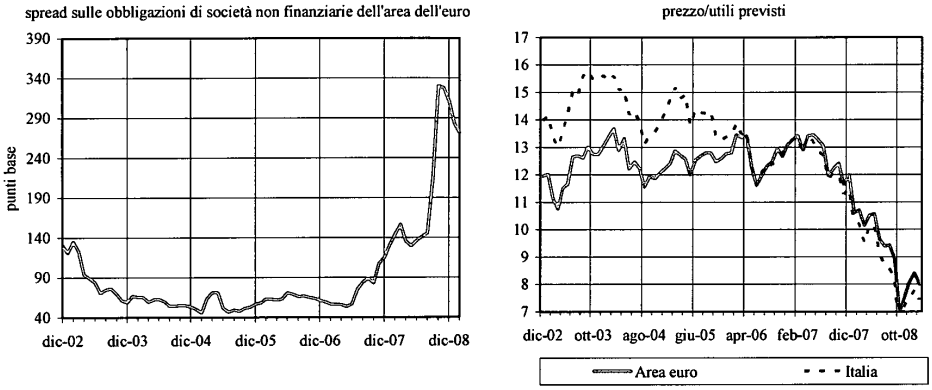


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-IBES sul *Consensus* degli analisti finanziari. Dati relativi alle società incluse nell'indice S&P/Mib al 31.12.2008. Non sono incluse le società Lottomatica, Parmalat, STMicroelectronic, Terna e Unipol per le quali non sono disponibili serie complete sui dati di *Consensus* nei cinque anni considerati.

Nonostante la riduzione degli utili societari, la forte contrazione dei corsi azionari ha comportato una significativa riduzione del rapporto prezzo / utili sia per le società quotate italiane che per quelle europee (Fig. 31). Tuttavia, le restrizioni negli standard *di concessione dei prestiti da parte delle banche e l'aumento del costo della raccolta obbligazionaria (segnalato dall'incremento degli* spreads *delle obbligazioni* corporate*) hanno frenato le operazioni di acquisizione e fusione e di* private equity. *La discesa dei corsi e il basso livello dei moltiplicatori prezzo/utili e capitalizzazione/patrimonio netto frenano gli aumenti di capitale e la raccolta azionaria. In Italia, in particolare, la differenza fra le risorse raccolte tramite aumenti di capitale e le risorse restituite agli azionisti tramite Opa, dividendi e riacquisti di azioni rimane elevata (Fig. 32).*

Fig. 31

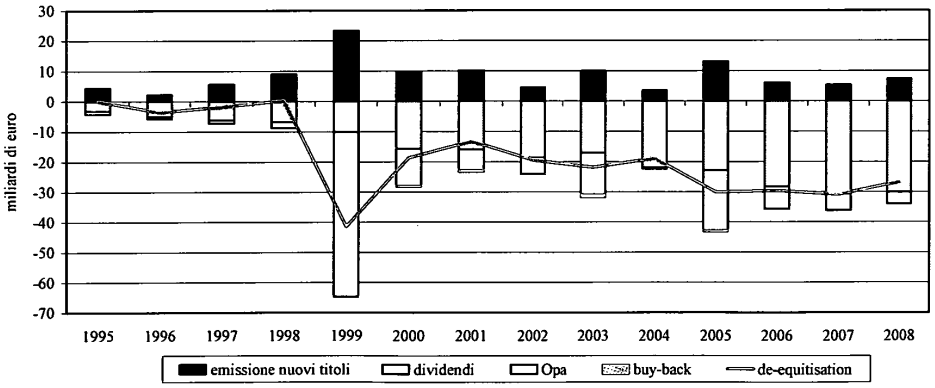
Rapporto prezzo/utili per azione e *spread* su obbligazioni di società non finanziarie con *rating investment grade*[1]
(dati mensili; 31/12/2002-27/02/2009)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-IBES e JP Morgan. [1] Media ponderata (per la capitalizzazione) del rapporto tra i prezzi dei titoli del Dow Jones Euro Stoxx e del MIB30 e le previsioni degli utili per azione su di un orizzonte temporale di 12 mesi. [2] Differenziale (in punti base) fra il rendimento di obbligazioni emesse da società non finanziarie con *rating* compreso tra AAA e BBB e quello dei titoli di Stato dell'area dell'euro.

Fig. 32

***De-equitisation* del mercato italiano**



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Borsa Italiana, Consob, Thomson Financial-Datastream. L'indicatore di *de-equitisation* è dato dalla differenza fra le emissioni di nuovi titoli rispetto ai dividendi, alle Opa e ai *buy-back*. I dividendi del 2008 costituiscono delle stime. Per il 2008 manca il dato sui *buy-back*.

Nel 2008 la capitalizzazione delle società domestiche quotate sui mercati Mta/Mtax gestiti da Borsa italiana è diminuita nettamente rispetto al 2007, sia in valore assoluto (da 723 a 368 miliardi di euro; -49 per cento) che in rapporto al Pil (dal 49 al 23 per cento). Inoltre, il Mib storico si è ridotto del 49 per cento (-8 per cento nel 2007) ed è diminuito anche il volume degli scambi (da 1,5 a 1,2 miliardi di euro; -20 per cento). Infine, il numero di società domestiche quotate è sceso da 262 a 251 a fronte di 2 nuove quotazioni e 14 cancellazioni (Tav. 6).

Tav. 6

Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa
(valori monetari in miliardi di euro)

	Borsa[1]									Mercato Expandi[2]			Nuovo Mercato			
	Capitalizzazione[3]	Capitalizzazione[3] (% del Pil)	Scambi di titoli azionari[3]	N° società quotate (domestiche)	N° società neoquotate (domestiche)	N° società cancellate (domestiche)	Variazione del MIB storico[4]	Rapporto dividendi – prezzi[4]	Rapporto utili – prezzi[4]	Capitalizzazione[3]	Scambi di titoli azionari[3]	N° società quotate (domestiche)	Capitalizzazione[3]	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Variazione dell'indice NM[4]
1996	199	20,3	81	213	14	18	13,1	2,1	6,9	3	..	31	—	—	—	—
1997	310	30,2	174	209	14	18	58,2	1,7	4,6	5	1	26	—	—	—	—
1998	484	44,8	423	219	25	15	41,0	1,6	3,9	4	2	20	—	—	—	—
1999	714	64,4	503	241	28	6	22,3	1,5	3,4	5	1	17	7	4	6	536[5]
2000	790	67,8	839	237	16	20	5,4	2,1	4,5	6	1	15	22	30	39	-25,5
2001	575	47,3	637	232	13	18	-25,1	2,8	6,0	5	..	12	13	21	44	-45,6
2002	447	35,7	562	231	11	12	-23,7	3,8	5,9	5	..	13	6	10	44	-50,1
2003	475	36,6	567	219	9	21	14,9	3,4	6,4	5	..	11	8	14	41	27,3
2004	569	42,2	641	219	7	7	17,5	3,4	6,0	5	..	13	7	19	37	-17,5
2005	669	47,2	893	257	13	12	13,9	3,0	5,2	7	1	18	—	—	—	—
2006	768	52,1	1076	258	17	16	19,0	3,4	6,0	10	2	26	—	—	—	—
2007	723	49,0	1.510	262	18	14	-8,0	4,1	8,4	11	4	38	—	—	—	—
2008	368	23,2	1156	251	2	14	-49	8,4	13,7	7	1	43	—	—	—	—

Fonte: Borsa Italiana Spa, Thomson Financial. [1] Dal 2005 Mta/Mtax. [2] Dal 2007 sono inclusi i dati del Mac. [3] Dati riferiti alle sole società domestiche. [4] Valori in percentuale rilevati a fine anno. [5] Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

Il numero di società ammesse a negoziazione sul segmento Mta International (riservato alle società di diritto estero già quotate su altri mercati regolamentati europei da più di 18 mesi) si è ridotto di un'unità scendendo da 37 a 36.

La capitalizzazione del Mercato Expandi è scesa da 11 a 7 miliardi di euro nonostante l'aumento del numero delle società quotate (passate da 38 a 43).

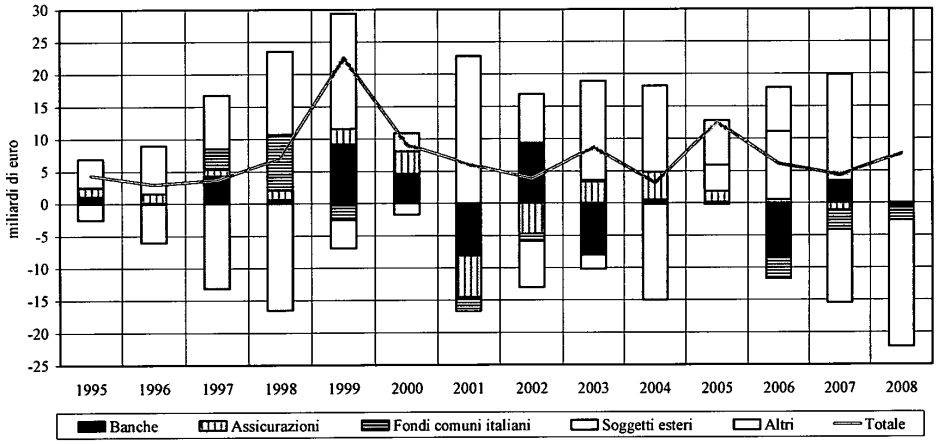
I dati riportati sul Mercato Expandi includono anche il Mercato alternativo dei capitali (Mac), ossia un sistema di scambi organizzati di azioni destinato alle piccole e medie imprese,in cui a fine 2008 risultavano ammesse a negoziazione 4 società (3 a dicembre 2007).

Nel corso del 2008 le emissioni azionarie sui mercati gestiti da Borsa Italiana sono aumentate del 39 per cento da 5,4 a 7,5 miliardi di euro. Tale crescita è dovuto interamente agli aumenti di capitale a pagamento (7,5 miliardi di euro contro 5,1 miliardi di euro nel 2007). L'ammontare delle risorse raccolte tramite Ipo è stato pari, invece, solo a 143 milioni di euro (si veda il paragrafo 4 del precedente capitolo "Le società").

Sulla base dei dati stimati dalla Banca d'Italia, a dicembre 2008, gli acquisti di azioni quotate hanno superato le vendite per 7,7 miliardi di euro (Fig. 33). In particolare, nel 2008 i principali venditori netti sono stati i soggetti esteri (per 19,6 miliardi di euro) e i fondi comuni italiani (per 2,2 miliardi di euro). I dati, tuttavia, sono ancora provvisori per il 2008 e nella categoria residuale "altri" (acquirenti netti per 30 miliardi di euro) sono state inclusi contemporaneamente le banche, gli istituti di previdenza e gli istituti di assicurazione.

Fig. 33

Acquisti netti di azioni quotate italiane per settore istituzionale



Fonte: Banca d'Italia. Il settore istituzionale "Altri" comprende le famiglie, le imprese, le amministrazioni centrali e locali, la Cassa depositi e prestiti e le Sim. Per il 2008 la categoria "Altri" include anche le assicurazioni., gli istituti di previdenza e le banche.

2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati

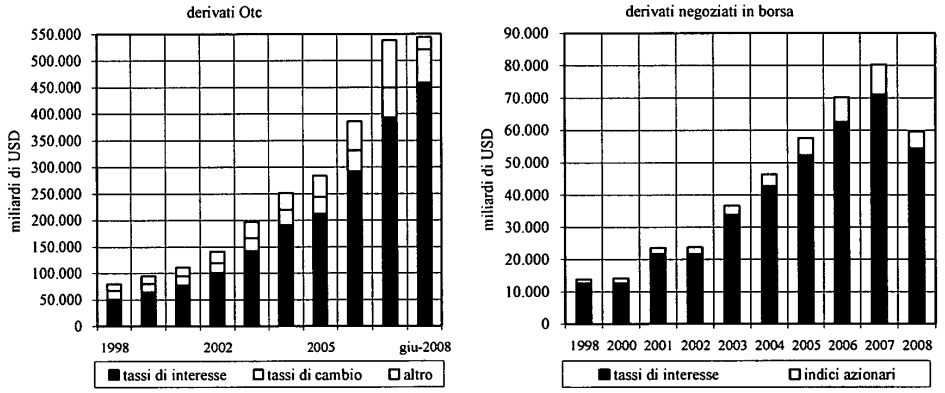
Nel primo semestre 2008 è cresciuto ancora il controvalore nozionale degli strumenti finanziari derivati non quotati (cosiddetti *over the counter* o Otc), mentre il controvalore nozionale dei derivati quotati è diminuito del 26 per cento rispetto a dicembre 2007 invertendo una tendenza in atto da diversi anni (Fig. 34).

Secondo le rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali relative ai paesi del G10, a giugno 2008 il valore nozionale delle consistenze dei derivati Otc ha raggiunto 538.000 miliardi di dollari (contro 545.000 miliardi di dollari a fine 2007; +1,2 per cento). Gli strumenti finanziari derivati su tassi di interesse continuano ad avere un peso preponderante sulle consistenze complessive (84 per cento); aumenta, inoltre, il peso dei derivati Otc sui tassi di cambio (da 10 a 12 per cento).

Il valore nozionale dei derivati negoziati in borsa è sceso da 81.000 a 60.000 miliardi di dollari (-26 per cento) a causa principalmente della dinamica dei derivati su tasso di interesse (scesi da 71 a 54 miliardi di euro; -23 per cento). Ha subito una significativa flessione anche il valore nozionale dei derivati su indici azionari (da 9.200 a 5.100 miliardi di euro circa; -23 per cento).

Fig. 34

Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati nei Paesi del G-10
(consistenze di fine periodo)

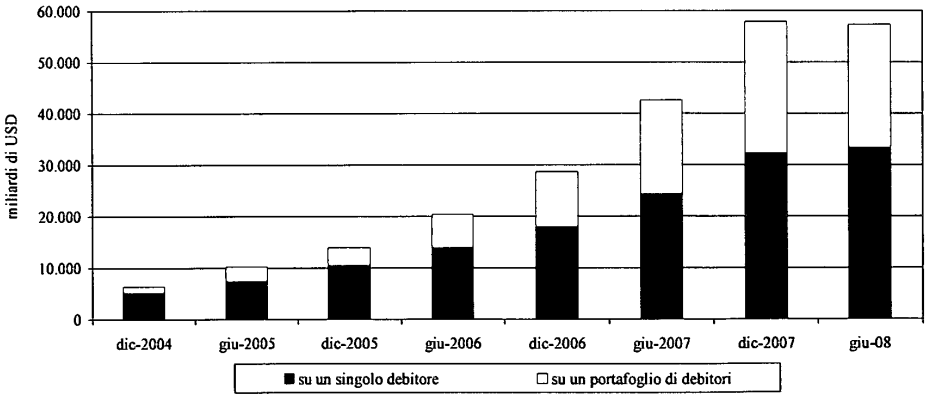


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. I derivati negoziati in borsa su valute non sono riportati poiché costituiscono meno dell'1 per cento dell'ammontare nozionale totale in tutti gli anni considerati.

Sempre sulla base delle rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali, nel 2008 il valore nozionale dei derivati sul rischio di credito rappresentati dai contratti di credit default swap *(Cds) è lievemente diminuito (-1 per cento), invertendo un* trend *di crescita in atto da diversi anni (Fig. 35).*

Fig. 35

Valore nozionale dei *credit default swap* nei Paesi del G-10
(consistenze di fine periodo)



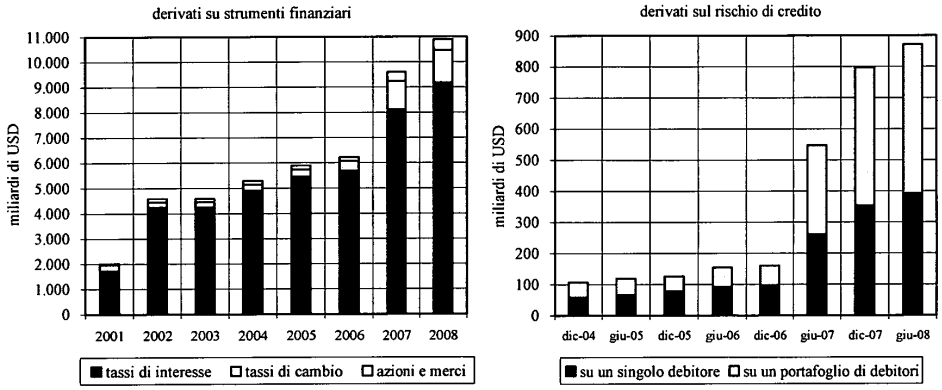
Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Sulla base dell'indagine semestrale effettuata dalla Banca d'Italia relativa all'operatività dei principali gruppi bancari italiani su strumenti derivati, nel primo semestre del 2008 il valore nozionale dei derivati Otc sui tassi di interesse è aumentato da 9.600 a 10.900 miliardi di dollari (+13; Fig. 36).

In particolare, il valore nozionale dei derivati sui tassi di interesse è aumentato del 13 per cento (da 8.100 a 9.200 miliardi di dollari), mentre il valore nozionale dei derivati sui tassi di cambio è cresciuto da 1.100 a 1.300 miliardi di dollari (+16 per cento) e quello sulle azioni e merci del 17 per cento (da 161 a 363 miliardi di dollari). Il valore nozionale dei contratti di credit default swap *è cresciuto da 797 miliardi di dollari a dicembre 2007 a 871 miliardi di dollari a giugno 2008 (+9 per cento), contro un tasso di crescita del 45 per cento fra giugno e dicembre 2007 era aumentato del 45 per cento).*

Fig. 36

Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati Otc in Italia
(consistenze di fine periodo)



Fonte: Banca d'Italia.

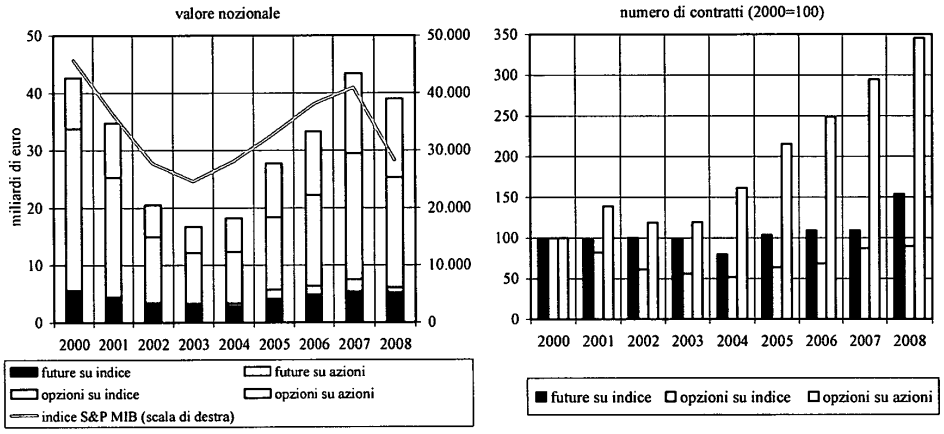
Gli strumenti finanziari derivati cosiddetti *exchange traded* negoziati su mercati regolamentati italiani sono quelli negoziati sul Mercato Italiani dei Derivati (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa e hanno come sottostante esclusivamente indici azionari e azioni.

Nel 2008 il valore nozionale dei contratti aperti (cosiddetto *open interest*) sull'Idem (calcolata come media giornaliera) è diminuito del 10 per cento, passando da 43 a poco meno di 40 miliardi di euro (Fig. 37).

In termini di controvalore medio giornaliero, la quota preponderante dei contratti aperti è costituita dalle opzioni sull'indice (49 per cento del totale), seguite dalle opzioni su azioni (35 per cento) dai future *e minifuture su indice (13 per cento). Rispetto al numero medio dei contratti aperti, le opzioni su azioni continuano a mostrare il tasso di crescita più elevato.*

Fig. 37

Valore nozionale e numero delle posizioni aperte in strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem
(valori medi giornalieri)



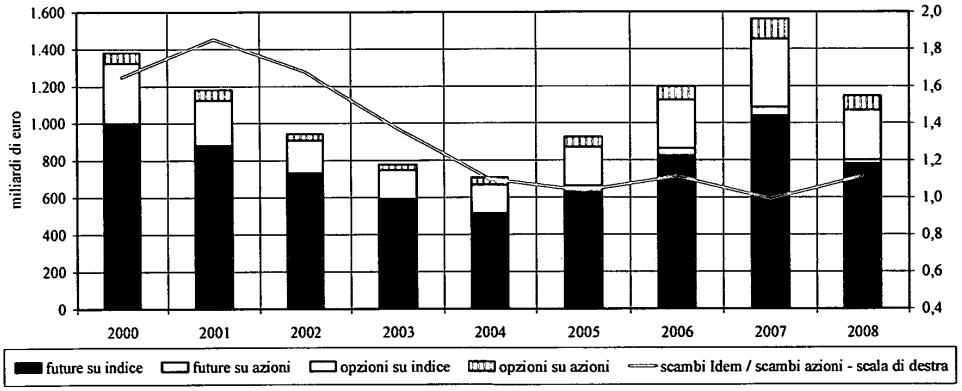
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria "*future* su indice" include i *minifuture* su indice. I valori annuali dell'indice S&P/Mib sono medie dei dati di fine mese.

Nel 2008 il valore nozionale degli scambi sull'Idem è sceso, rispetto al 2007, da 1.600 a 1.100 miliardi di euro circa (-31 per cento; Fig. 38). E' cresciuto leggermente, invece, il rapporto fra scambi su derivati e scambi su azioni (da 1,0 a 1,1).

I volumi più consistenti interessano soprattutto i future *su indice (68 per cento del totale); seguono le opzioni su indice (23 per cento del totale), mentre le opzioni su azioni, i* minifuture *su indice e i* future *su azioni rappresentano una quota residuale degli scambi.*

Fig. 38

Valore nozionale degli scambi su strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nella categoria "*future* su indice" sono inclusi i *minifuture* su indice.

3. Il mercato dei covered warrant *e dei* certificates

Nel corso del 2008, il controvalore degli scambi sul SeDeX si è ridotto in misura molto consistente, scendendo da 88 a 22 miliardi di euro (Tav. 7). Il numero complessivo di strumenti in circolazione si è ridotto da 4.408 a 3.192 (-27 per cento).

Gli scambi sono alimentati per il 45 per cento dagli *specialist*, gli operatori incaricati di fornire liquidità al mercato, mentre per il 40 per cento dai *trader on line* e per il restante 15 per cento dagli intermediari che effettuano arbitraggi in conto proprio.

Nel 2008, gli emittenti dei titoli sono stati 25 intermediari italiani e stranieri; gli specialist *sono stati, invece, 19 dei quali 17 sono anche emittenti dei titoli.*

I titoli emessi nel 2008 nell'80 per cento dei casi hanno avuto una scadenza inferiore ai 12 mesi. Tra le nuove tipologie di covered warrant *emessi si ricordano i* cash collect *(caratterizzati da una cedola con componente aleatoria dipendente dall'andamento del prezzo del sottostante) e alcuni* covered warrant *di tipo esotico con prezzo espresso in funzione del valore nominale anziché in termini di parità.*

Tav. 7

***Covered warrants* e *certificates* quotati sul SeDeX**
(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero di emissioni			Controvalore degli scambi
	in essere[1]	nuove[2]	scadute[3]	
1998	122	122	--	3
1999	1.565	1.660	217	14
2000	3.107	3.343	1.801	31
2001	5.866	8.194	5.435	21
2002	3.571	6.668	8.963	18
2003	2.594	4.749	5.726	11
2004	3.021	4.478	4.051	16
2005	4.076	7.253	6.198	49
2006	4.647	7.572	7.001	70
2007	4.408	7.609	7.848	88
2008	3.192	6.148	7.364	22

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana Spa. [1] Dati a fine anno. [2] Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. [3] Emissioni scadute nel corso dell'anno. Il dato include gli strumenti revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale.

Nel 2008 è continuato a diminuire il peso dei *covered warrants plain vanilla* sul totale degli strumenti in circolazione (dal 64 al 54 per cento circa; Tav. 8), che restano, comunque, gli strumenti più diffusi. Il numero di emissioni dei *certificate investment*, invece, è cresciuto da 1.016 a 1.149 unità, con un peso pari al 36 per cento sul totale degli

strumenti in circolazione. *Certificate leverage* e *covered warrants* esotici/strutturati, il cui numero di emissioni ha subito una riduzione rispetto al 2007, hanno acquisito un peso ancora più marginale sul totale degli strumenti finanziari negoziati sul SeDeX.

Tav. 8

Tipologie di *covered warrants* e *certificates* quotati sul SeDeX
(situazione al 31 dicembre)

Segmento e categoria	2006		2007		2008	
	Numero di emissioni	Peso sul totale[1]	Numero di emissioni	Peso sul totale[1]	Numero di emissioni	Peso sul totale[1]
Covered warrants						
Plain vanilla	3.548	76,3	2.839	64,4	1.728	53,8
Esotici	142	3,1	154	3,5	108	3,38
Certificates						
Leverage	276	5,9	399	9,0	215	6,74
Investment	681	14,7	1.016	23,0	1.149	36,0
Totale	*4.647*	*100*	*4.408*	*100*	*3.192*	*100,0*

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana Spa. [1] Valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Con riguardo alla distribuzione dei covered warrants *sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio dell'opzione (cosiddetta* moneyness*); si rileva che il 67 per cento circa dei* covered warrants plain vanilla call *emessi nel 2008 sull'indice S&P/Mib e su azioni italiane era* deep out of the money *(ossia emesso con un prezzo di esercizio superiore dell'8 per cento al prezzo di mercato sottostante). Per gli strumenti* put *emessi nel 2008, il 34 per cento risultava* deep out of the money *al momento dell'emissione (ossia emesso con un prezzo di esercizio inferiore dell'8 per cento al prezzo di mercato del sottostante; Tav. 9). A causa della contrazione dei mercati finanziari, i* covered warrants put *emessi* deep in the money *hanno rappresentato una quota delle emissioni (22 per cento) più alta rispetto ai* covered warrants call deep in the money *(8 per cento).*

L'analisi condotta sulla categoria leverage certificate *mostra un netto incremento di strumenti revocati prima della scadenza (63 per cento dei titoli emessi contro il 47 per cento nel 2007). Tali strumenti sono caratterizzati dal meccanismo della barriera o* stop loss *che si attiva in caso di andamento sfavorevole del sottostante, determinando l'estinzione del* certificate *nei casi in cui è stata raggiunta la barriera, con conseguente perdita sul capitale investito. La revoca per il raggiungimento della barriera, il cui valore si trova poco sopra (per i* bull/long*) o sotto (per i* bear/short*) lo* strike*, si traduce per il possessore del* certificate *in una perdita sul capitale investito. In particolare i* leverage bull/long *hanno rappresentato l'86 per cento dei* certificate *emessi.*

Tav. 9

Distribuzione dei *covered warrants* quotati sul SeDeX sulla base del grado di "*moneyness*" al momento dell'emissione e della scadenza
(valori in percentuale)

	Grado di moneyness[1]	
	all'emissione[2]	alla scadenza[3]
Call		
> 8% (deep out of the money)	67,06	90,46
da 8% a 4% (out of the money)	10,32	2,63
da 4% a 0 (at the money)	8,06	1,86
da 0 a -4% (in the money)	6,34	2,01
< -4% (deep in the money)	8,21	3,04
Totale	*100,0*	*100,0*
Put		
< -8% (deep out of the money)	33,79	6,54
da -8% a -4% (out of the money)	10,60	2,98
da -4% a 0 (at the money)	19,10	3,64
da 0 a 4% (in the money)	14,27	3,89
> 4% (deep in the money)	22,25	82,9
Totale	*100,0*	*100,0*

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. [1] Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del *covered warrants*. [2] Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2008. [3] Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2008.

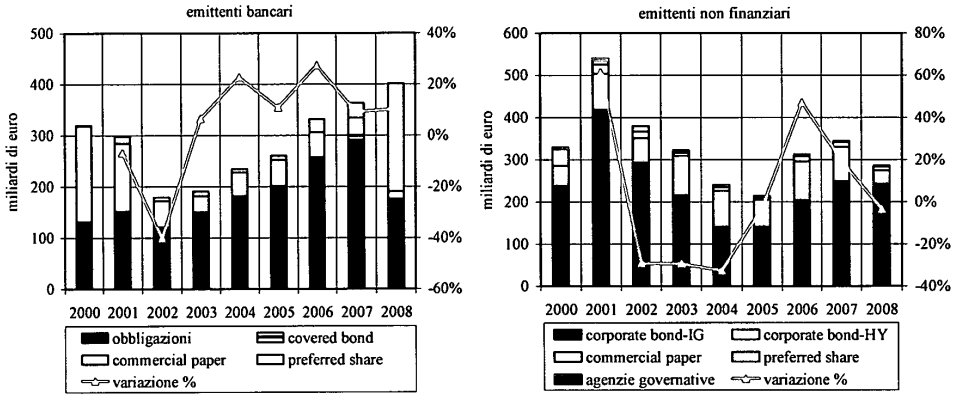
4. Il mercato obbligazionario

Nel 2008 le emissioni obbligazionarie di emittenti privati (finanziari e non finanziari) sono state caratterizzate negli Usa e in Europa da dinamiche differenti. Negli Usa l'ammontare delle emissioni di titoli bancari è cresciuto da 363 miliardi di euro nel 2007 a 401 miliardi di euro nel 2008 (+10 per cento) a causa principalmente del forte aumento delle *preferred share* (da 29 a 211 miliardi di euro circa; Fig. 39); sono diminuite, invece, le emissioni di obbligazioni (-40 per cento) e *commercial papers* (-58 per cento).

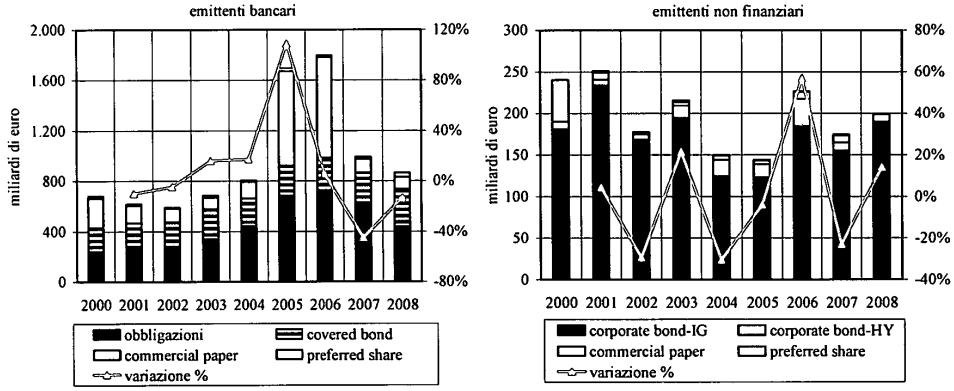
Fig. 39

Emissioni obbligazionarie presso investitori istituzionali
(variazioni percentuali annuali)

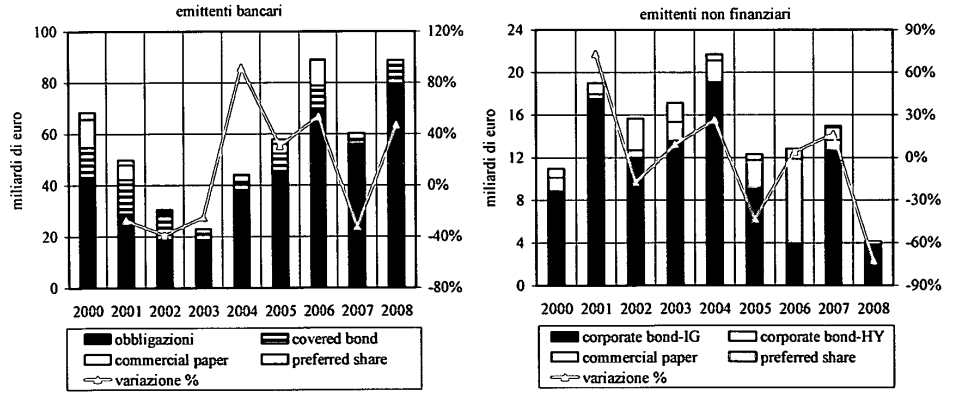
USA



EUROPA



ITALIA



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

In Europa le emissioni di titoli bancari si sono ridotte, invece, del 13 per cento circa, poiché l'incremento delle *preferred share* (da 18 a 33 miliardi di euro) non è riuscito a compensare la contrazione dell'ammontare delle obbligazioni (da 631 a 438 miliardi di euro; -31 per cento) e dei *commercial paper* (-14 per cento).

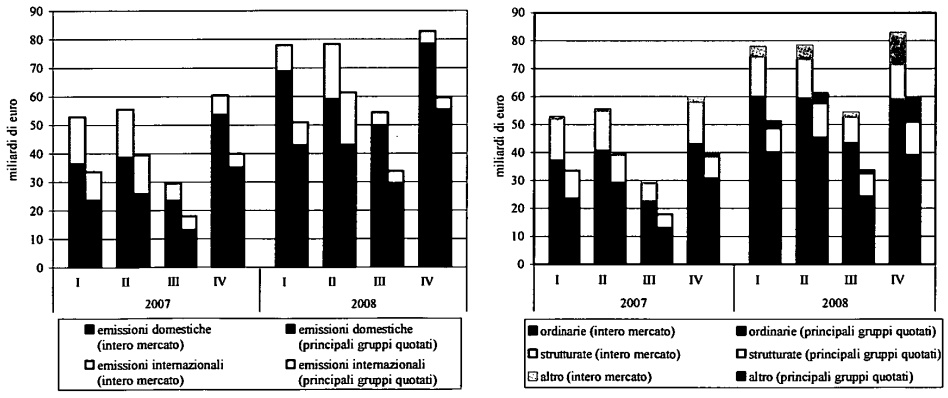
Negli Usa le emissioni di titoli di emittenti non finanziari si sono ridotte del 17 per cento, a causa principalmente della diminuzione delle obbligazioni *high yield* (da 80 a 31 miliardi di euro;-61 per cento) e dei *commercial paper* (da 12 a 9 miliardi di euro; -26 per cento). In Europa le emissioni di titoli di emittenti non finanziari sono, invece, aumentate da 174 a 199 miliardi di euro (+14 per cento) in virtù principalmente dell'incremento delle obbligazioni *investment grade* (salite da 155 a 189 miliardi di euro; +22 per cento).

La dinamica dei collocamenti obbligazionari e di emittenti italiani è risultata diversa da quella registrata in Europa. Infatti, le emissioni di titoli bancari sono cresciute da 60 a 89 miliardi di euro, registrando un incremento (+47 per cento) superiore a quello rilevato negli Usa. Si sono ridotte drasticamente, invece, le emissioni di società non finanziarie (-72 per cento), essendo diminuite le emissioni di *investment grade* (da 12 a 3,9 miliardi di euro; -69 per cento) e di *commercial paper* (da 1,1 miliardi di euro a 240 milioni di euro circa; -79 per cento), mentre non si sono registrate emissioni di obbligazioni *high yield* e di *preferred share*.

Considerando l'ammontare complessivo delle emissioni di titoli bancari presso gli investitori istituzionali e presso gli investitori retail, *le emissioni obbligazionarie di Banche italiane collocate sul mercato domestico sono aumentate da 152 a 256 miliardi di euro (+72 per cento). Sono aumentati i volumi delle obbligazioni bancarie ordinarie (da 143 a 222 miliardi di euro; +55 per cento), mentre hanno subito un lieve calo le emissioni di titoli strutturati (da 52 a 51 miliardi di euro;Fig. 40).*

Fig. 40

Emissioni obbligazionarie di banche italiane

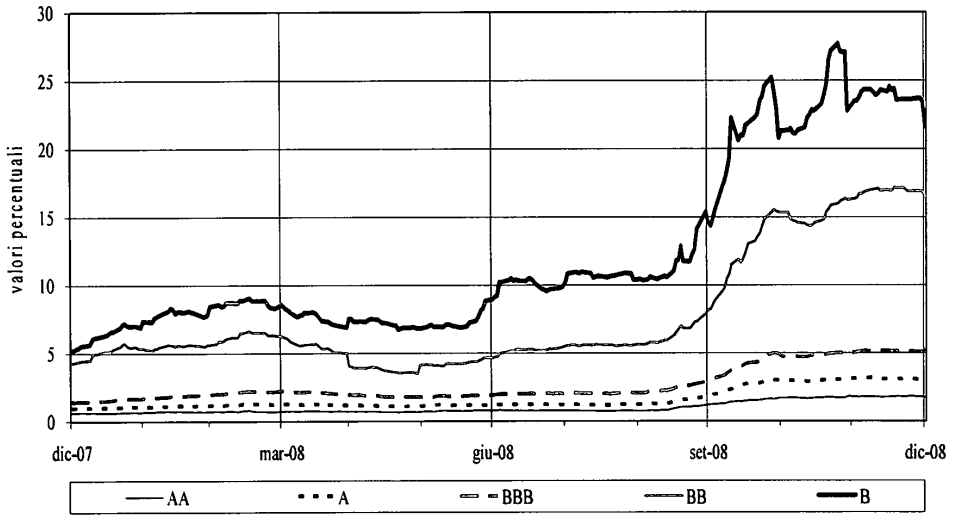


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic e sui prospetti informativi.

La crisi ha comportato un netto peggioramento della qualità del credito del settore *corporate* (si veda §3 del precedente Capitolo "Le società") e una crescita degli *spread* fra i rendimenti delle obbligazioni e quelli dei titoli di Stato, soprattutto per quanto riguarda le società non finanziarie con *rating* speculativo. A dicembre 2008 tali differenziali erano pari al 16 per cento per gli emittenti con rating BB (contro 4,3 per cento a fine 2007) e al 22 per cento per quelli con rating B (5 per cento circa a fine 2007; Fig. 41).

Fig. 41

Differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni in euro di società non finanziarie e i rendimenti dei titoli di Stato in euro
(dati giornalieri; 31/12/2007-31/12/2008)



Fonte: elaborazioni su dati Merrill Lynch e Thomson Financial-Datastream. I rendimenti dei titoli di Stato si riferiscono ai titoli tedeschi.

Con riferimento ai mercati secondari, gli scambi di obbligazioni sui mercati regolamentati italiani sono diminuiti da (2.512 a 1.636 miliardi di euro;-35 per cento circa). Sono diminuiti i volumi sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts) passando da 1.665 a 873 miliardi di euro (-48 per cento), mentre è ritornato sui livelli del 2005 il volume degli scambi su Bondvision. Crescono, invece, gli scambi sul mercato Tlx (da 25 a 63 miliardi di euro) e sul Mot (da 149 a 177 miliardi di euro; +19 per cento, Tav. 10).

Tav. 10

Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani[1]
(miliardi di euro)

	Mts	Bondvision	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot[2]	Euro Mot	Tlx[3]	*Totale*
2000	2.020	—	..	154	..	—	*2.174*
2001	2.324	18	12	136	1	—	*2.491*
2002	2.205	100	24	159	2	—	*2.490*
2003	2.160	176	23	142	4	2	*2.507*
2004	1.949	339	31	147	4	8	*2.478*
2005	1.596	448	19	123	—	7	*2.193*
2006	1.634	555	17	122	—	13	*2.341*
2007	1.665	664	9	149	—	25	*2.512*
2008	874	522	1	177		63	*1.636*

Fonte: elaborazioni su dati Mts Spa, Borsa Italiana Spa e Tlx Spa. [1] L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. [2] Dal 2005 sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMot. [3] Mercato attivo dal 20 ottobre 2003.

5. *Il mercato delle cartolarizzazioni*

La crisi finanziaria e le tensioni sul mercato dei mutui *subprime* hanno determinato una drastica riduzione delle emissioni di cartolarizzazioni collegate a mutui negli Usa (da 636 a 115 miliardi di euro; -82 per cento); le altre cartolarizzazioni hanno subito anch'esse una riduzione, ma di entità più lieve (da 1.053 a 854 miliardi di euro;-19 per cento Fig. 42).

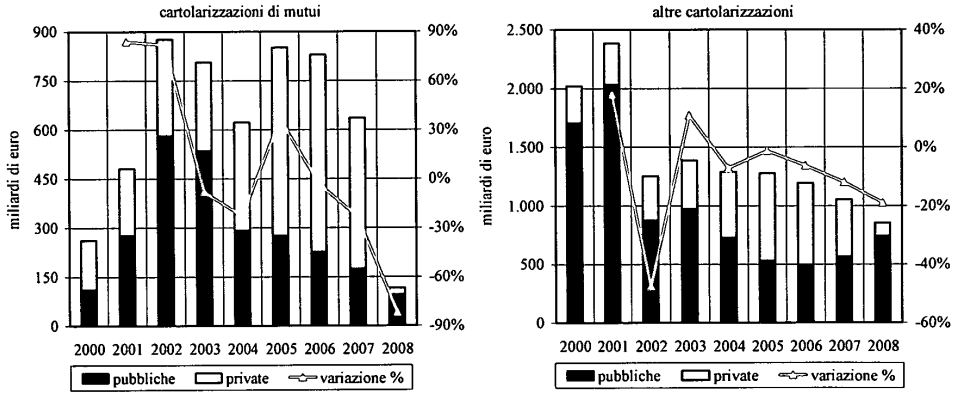
La forte contrazione delle emissioni di cartolarizzazioni su mutui negli Usa è riconducibile in parte alle revisioni al ribasso del rating *assegnato ai prodotti strutturati. Sulla base di dati diffusi da Fitch, la differenza fra* downgrades *e* upgrades *ha raggiunto un picco di 10.355 nell'ultimo trimestre del 2008 (Fig. 43). Le revisioni al ribasso dei* rating *si sono accompagnate a una drastica riduzione del valore dei titoli cartolarizzati, all'aumento delle perdite sui mutui (in rapporto al totale dei mutui in essere) e alla crescita del tasso di incidenza degli avvii di procedure esecutive (Fig. 44).*

In Europa, invece, le emissioni di cartolarizzazioni su mutui sono cresciute da 324 nel 2007 a 490 miliardi di euro nel 2008, nonostante le revisioni al ribasso dei rating (soprattutto nell'ultimo trimestre del 2008; Fig. 43). Tali titoli, nella maggioranza dei casi, sono stati riacquistati dalle stesse banche al fine di detenere strumenti utilizzabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con la Banca Centrale Europea. In Italia le emissioni di cartolarizzazioni su mutui si sono quasi quadruplicate salendo da 16 a 56 miliardi di euro. Le emissioni di altre cartolarizzazioni sono scese, invece, da 14,6 a 13,5 miliardi di dollari (-7,2 per cento).

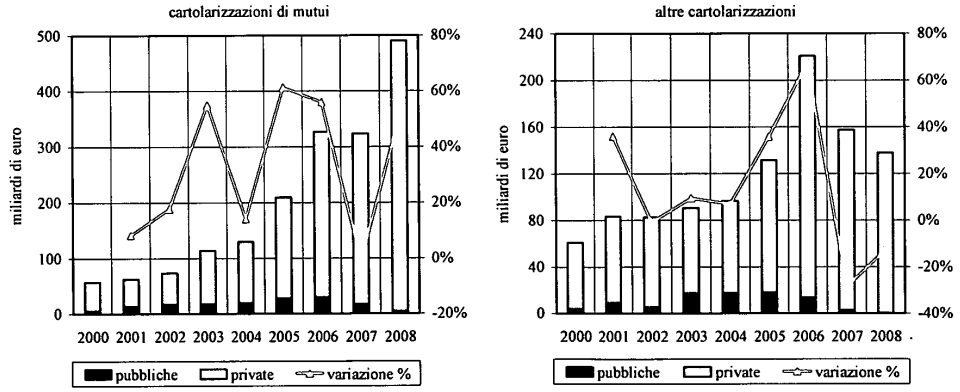
Fig. 42

Emissioni di cartolarizzazioni
(variazioni percentuali annuali)

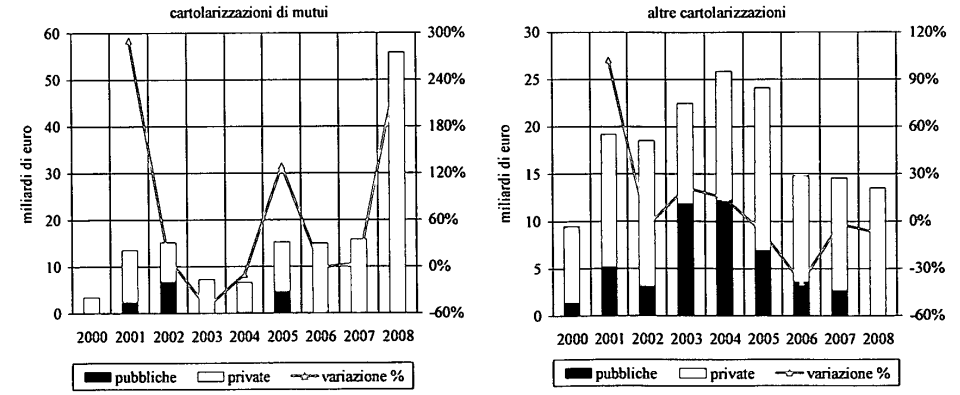
USA



EUROPA



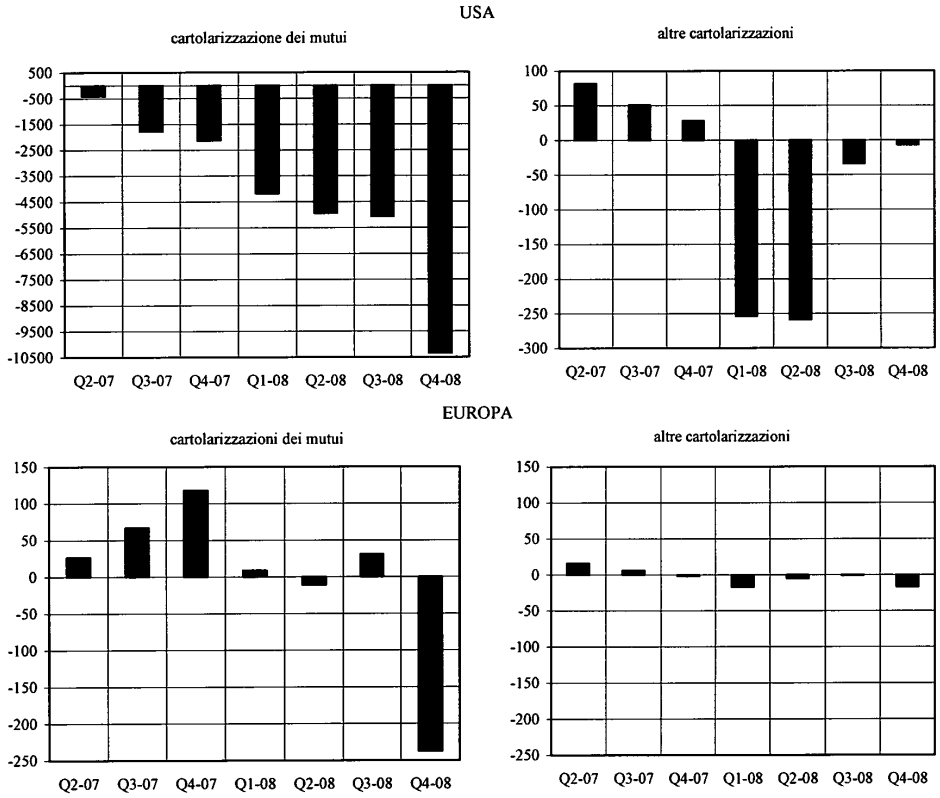
ITALIA



Fonte: Dealogic.

Fig. 43

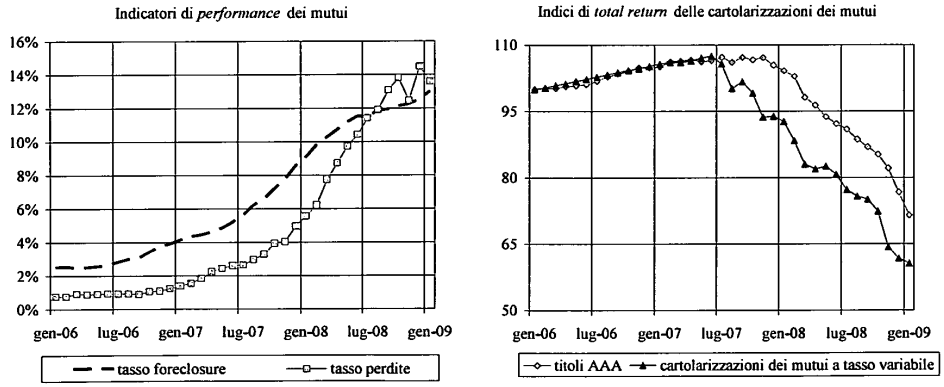
Cambiamenti di *rating* dei prodotti strutturati
(differenza fra numero di *upgrades* e numero di *downgrades*)



Fonte: Moody's.

Fig. 44

Performance dei mutui e delle cartolarizzazioni su mutui negli Usa
(dati mensili)



Fonte: Thomson Financial Datasream, Moody's e Merryll Lynch. Il tasso *foreclosure* indica il tasso di incidenza degli avvii di procedure esecutive (*foreclosure*) sui mutui in essere. Nel grafico di sinistra viene rappresentato anche il rapporto percentuale dell'ammontare delle perdite sui mutui in essere. L'indice di *total return*, posto uguale a 100 il capitale iniziale, è la somma della rivalutazione del capitale e degli incassi delle cedole.

III – GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE

1. I principali gruppi bancari

Nel corso del primo semestre 2008 i bilanci dei principali gruppi bancari italiani hanno iniziato a risentire negativamente degli effetti della crisi finanziaria, sebbene questa si sia pienamente dispiegata solo nel secondo semestre dell'anno. Sebbene il margine di intermediazione sia cresciuto del 7 per cento circa rispetto al primo semestre 2007 il risultato di gestione è rimasto sostanzialmente invariato (essenzialmente per effetto della crescita dei costi operativi) e l'utile netto si è ridotto di oltre il 20 per cento (per effetto, tuttavia, della maggiore incidenza dei ricavi straordinari derivanti da operazioni di riassetto societario realizzate nel primo semestre 2007; Tav. 11).

Tav. 11

Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani
(valori in milioni di euro)

	2004	2005	2006	2007	I sem 2007	I sem 2008	variazione % I sem 2008 / I sem 2007
Margine di interesse (a)[1]	27.745	29.195	38.032	37.214	17.850	21.721	+21,7
Commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)	16.736	19.316	22.800	21.369	10785	10.692	-0,9
di cui:							
da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)	8.589	9.768	11.727	11.258	6.031	5.659	-6,2
negoziazione titoli e valute e raccolta ordini	1.009	1.081	1.659	1.699	900	839	-6,8
gestioni individuali	764	1.005	1.214	1.047	508	488	-3,9
gestioni collettive	4.689	4.869	4.824	4.288	2374	2068	-12,9
banca depositaria	374	370	390	328	174	171	-1,7
custodia titoli	204	179	210	225	96	73	-24,0
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	1.474	2.179	3.277	3.350	1783	1851	+3,8
consulenza	75	84	153	320	198	169	-14,6
da servizi bancari (b.2)[2]	7.061	8.171	10.406	9.421	4.061	4.319	+6,4
altre commissioni nette (b.3)[3]	1.086	1.377	666	688	693	714	+3,0
Profitti da operazioni finanziarie (c)[4]	3.115	3.055	6.215	3.517	2.924	467	-84,0
Altri proventi netti di gestione (d)	3.854	1.912	1.887	1.566	777	779	+0,3
Risultato della gestione assicurativa (e)	....	626	537	526	304	200	-34,0
Margine di intermediazione (f = a+b+c+d+e)	51.450	54.103	69.470	64.191	32.637	34.647	+6,2
Costi operativi (g)[5]	31.857	31.110	38.675	35.002	16.617	19.153	+15,3
Risultato di gestione (f-g)	19.592	22.993	30.796	29.189	16.020	15.803	-1,4
Utile netto[6]	8.617	11.849	16.524	18.137	11.529	8.974	-22,2

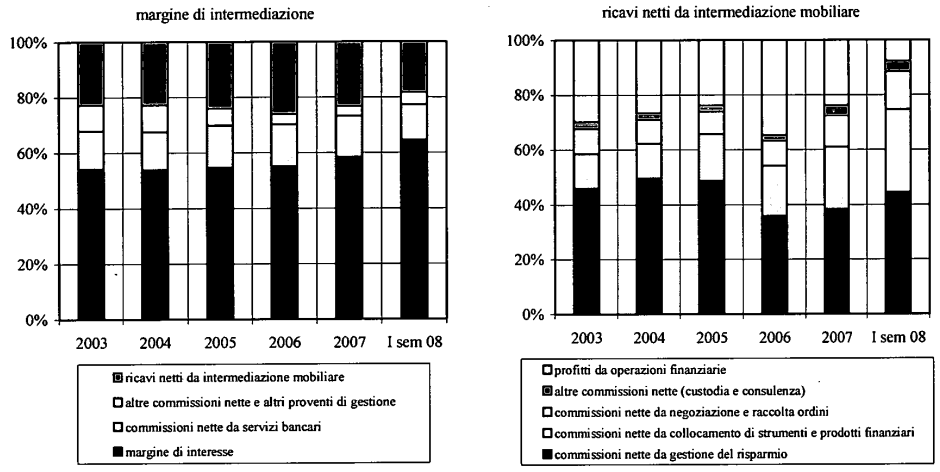
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. [1] Inclusi i dividendi su partecipazioni e gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. [2] Commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, servizi di incasso e pagamento, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e servizi Bancomat. [3] Commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie. [4] Per i bilanci a partire dal 2005, redatti sulla base dei principi contabili Ias/Ifrs, la voce comprende il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie. [5] Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. [6] Incluso l'utile di terzi.

Nel primo semestre del 2008 il peso sul margine di intermediazione dei ricavi da intermediazione mobiliare (intesi come somma delle commissioni nette da servizi di investimento e gestioni collettive e dei profitti da operazioni finanziarie) è diminuito al 18 per cento, (23 per cento nel 2007) mentre è cresciuto il peso del margine di interesse, pari a quasi il 64 per cento dei ricavi totali (Fig. 45).

Sempre preponderante è il peso sui ricavi netti da intermediazione mobiliare delle commissioni da gestione del risparmio (39 per cento), mentre è aumentato il peso delle commissioni da collocamento di prodotti finanziari (29 per cento) e si è ridotto quello dei profitti da operazioni finanziarie (8 per cento).

Fig. 45

Ricavi dei principali gruppi bancari italiani

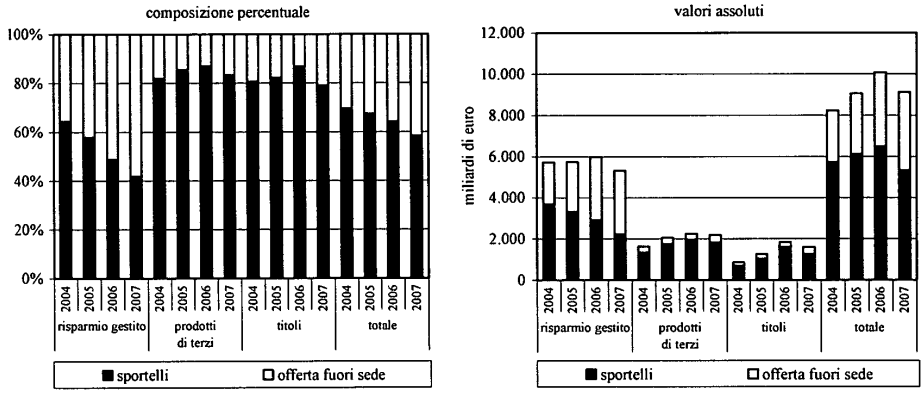


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Considerando le informazioni contenute negli ultimi bilanci annuali pubblici disponibili (bilanci del 2007), nell'ambito delle commissioni attive da servizi di investimento e da collocamento di prodotti finanziari il peso delle commissioni generate dal collocamento fuori sede, ha superato il 40 per cento a scapito del peso delle commissioni generate dagli sportelli bancari. Il peso delle reti di promotori è particolarmente rilevante per il collocamento di prodotti del risparmio gestito, mentre per ciò che riguarda i ricavi da collocamento di titoli e prodotti finanziari di terzi rimane preponderante il peso delle commissioni generate dagli sportelli (Fig. 46).

Fig. 46

Commissioni attive da servizi di investimento e collocamento di prodotti e strumenti finanziari dei principali gruppi bancari italiani per canale distributivo

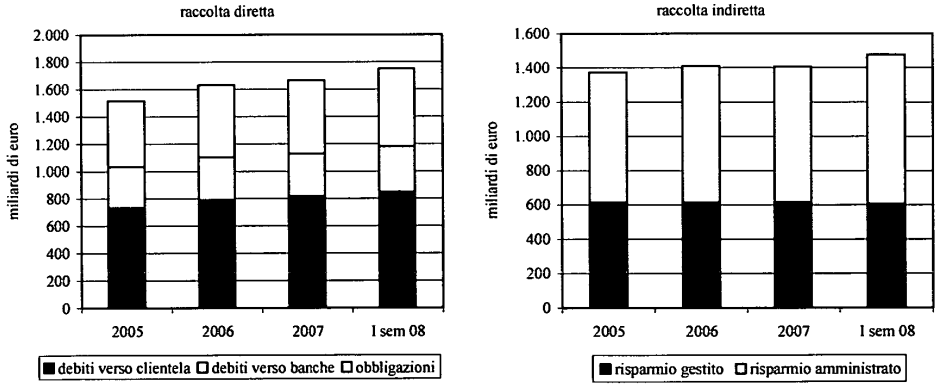


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Nel primo semestre del 2008 la raccolta dei principali gruppi bancari italiani è cresciuta di circa 153 milioni di euro (+5 per cento). In particolare, quella diretta è cresciuta di 83 milioni di euro (+5 per cento) grazie alla crescita della raccolta obbligazionaria (+6 per cento circa) e dei depositi (+7 per cento circa). La raccolta indiretta (risparmio gestito e risparmio amministrato) si è anch'essa incrementa per circa 70 milioni di euro (+5 per cento), ma a fronte di un incremento del risparmio amministrato per circa 80 milioni di euro (+10,1 per cento circa), si è registrata una riduzione del risparmio gestito per circa 10 milioni di euro (-1,7 per cento) (Fig. 47).

Fig. 47

Raccolta dei principali gruppi bancari italiani

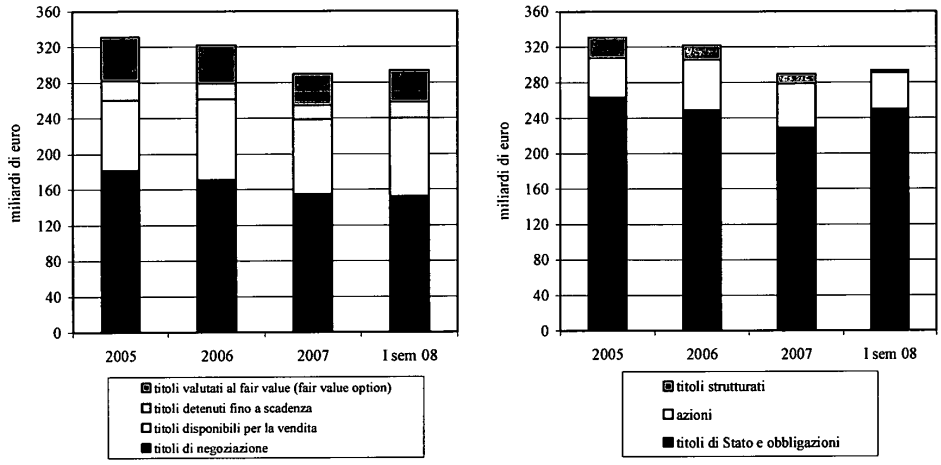


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Il risparmio gestito include le riserve tecniche a fronte di prodotti assicurativi e previdenziali di società del gruppo. Nella raccolta diretta sono escluse le passività subordinate e di negoziazione.

Il valore complessivo dei titoli di proprietà delle banche nel primo semestre del 2008 è leggermente aumentato (+1,4 per cento) rispetto alla fine del 2007. In particolare è cresciuto il controvalore dei titoli disponibili per la vendita (+5,4 per cento) e quello dei titoli detenuti fino a scadenza (+12,9 per cento). Sostanzialmente stabile è invece il controvalore dei titoli valutati al *fair value* (sulla base della cosiddetta *fair value option*) (+1,2 per cento), mentre il controvalore dei titoli di negoziazione si è ridotto di circa l'1,83 per cento. Titoli di stato e obbligazioni rappresentano, alla fine del primo semestre 2008, circa l'85 per cento del totale dei titoli nel portafoglio delle principali banche, mentre il peso dei titoli strutturati dei principali gruppi bancari si è ulteriormente ridotto (pari a circa lo 0,9 per cento; Fig. 48).

Fig. 48

Composizione del portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani

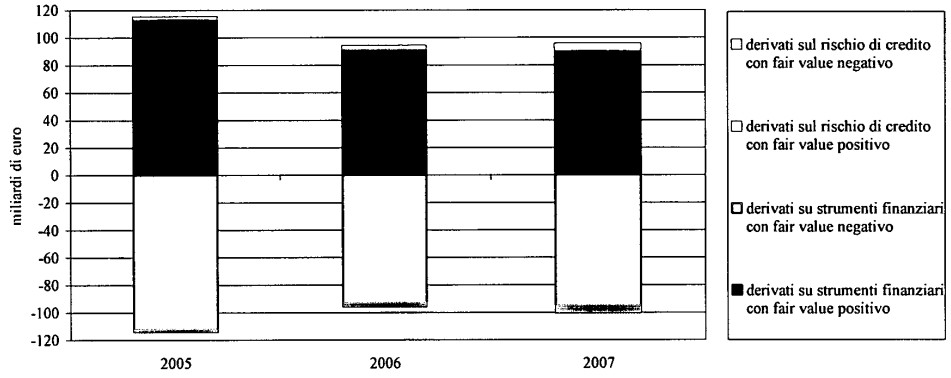


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti) e le attività cedute e non cancellate o deteriorate. Gli Oicr sono ricompresi fra i titoli di Stato e le obbligazioni.

Sulla base dei dati relativi agli ultimi bilanci annuali disponibili il valore netto di mercato dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani è negativo per circa 4 miliardi di euro. Sebbene l'entità del *fair value* netto dei derivati di negoziazione indichi che, complessivamente, i rischi di mercato potrebbero essere contenuti, l'importo del *fair value* lordo (dato dalla somma in valore assoluto dei *fair value* positivi e negativi), pari a circa 196 miliardi di euro, indica un rischio di controparte significativo (Fig. 49).

Fig. 49

Valore di mercato (*fair value*) dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo)



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

L'esposizione complessiva dei principali gruppi bancari derivante da operazioni di cartolarizzazioni è più che raddoppiata dal 2005 al 2007; nel primo semestre del 2008, invece, si è avuta una inversione di tendenza, che ha portato ad una riduzione di circa il 12 per cento dell'esposizione netta complessiva, dovuta principalmente alla riduzione delle esposizioni fuori bilancio anche grazie ad una copertura delle esposizioni lorde (Tav. 12).

Tav. 12

Esposizioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione dei principali gruppi bancari italiani
(valori in milioni di euro)

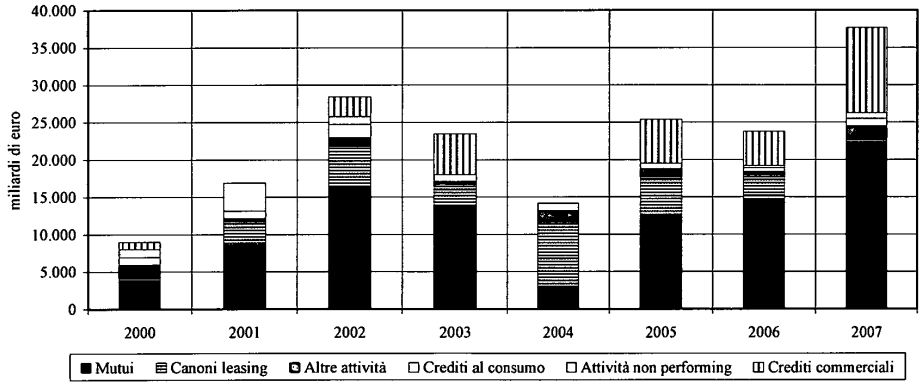
		Proprie				Di terzi				*Totale complessivo*
		Mutui		Altre attività		Mutui		Altre attività		
		deteriorate	non deteriorate	deteriorate	non deteriorate	deteriorate	non deteriorate	deteriorate	non deteriorate	
2005	Cassa	2.574	3.757	864	2.928	--	430	1.126	12.608	24.287
	Fuori bilancio	964	202	4	125	--	--	--	--	1.295
	Totale	3.537	3.959	868	3.054	--	*430*	*1.126*	*12.608*	25.582
2006	Cassa	2.264	3.277	403	4.409	78	9.040	579	20.556	40.606
	Fuori bilancio	1.043	202	50	66	--	--	--	16.438	17.799
	Totale	3.307	3.479	453	4.475	*78*	*9.040*	*579*	*36.995*	58.406
2007	Cassa	1.142	13.987	133	7.836	2	8.763	267	21.912	54.042
	Fuori bilancio	1.114	231	50	33	-	459	-	11.290	13.176
	Totale	2.256	14.218	183	7.869	2	9.222	267	33.202	67.218
2008	Cassa	826	25.583	130	9.082	607	7.483	-	11.818	55.527
	Fuori bilancio	112	499	-	1.054	-	-	10	1.856	3.531
	Totale	938	26.082	130	10.136	607	7.483	10	13.674	59.059

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. I dati includono il gruppo HVB.

Sulla base dei dati degli ultimi bilanci annuali disponibili nel 2007 si è registrata una forte crescita degli attivi cartolarizzati dai principali gruppi bancari italiani, dovuta in prevalenza a operazioni di cessione di mutui e di crediti commerciali (Fig. 50).

Fig. 50

Attivi oggetto di cessione per finalità di cartolarizzazione da parte dei principali gruppi bancari italiani

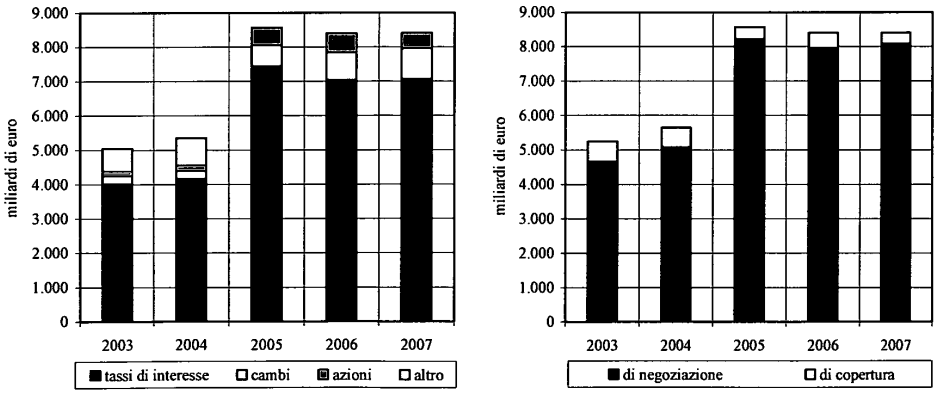


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Nel triennio 2005-2007 il controvalore nozionale degli strumenti derivati detenuti dai principali gruppi bancari italiani è rimasto complessivamente stabile; a fine 2007 esso era pari a circa 8.000 miliardi di euro (Fig. 51).

Fig. 51

Controvalore nozionale degli strumenti derivati dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo)

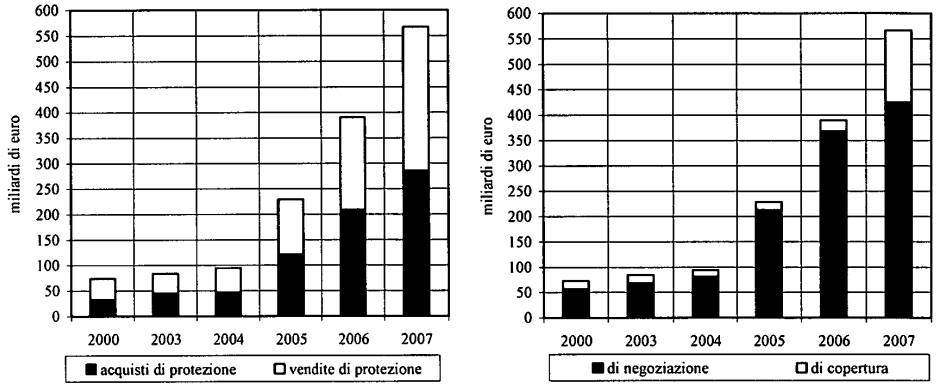


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Le posizioni in derivati creditizi risultano, invece, cresciute significativamente nel triennio 2005-2007, essendo passate da 232 miliardi di euro nel 2005 a circa 567 miliardi di euro nel 2007. L'incremento è stato relativamente più accentuato per le vendite di copertura (da 181 a 281 miliardi di euro), mentre rimangono di gran lunga prevalenti le posizioni detenute per finalità di *trading* (sebbene riconducibili per quote molto significative a un singolo gruppo bancario; Fig. 52).

Fig. 52

Controvalore nozionale dei derivati sul rischio di credito dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo)

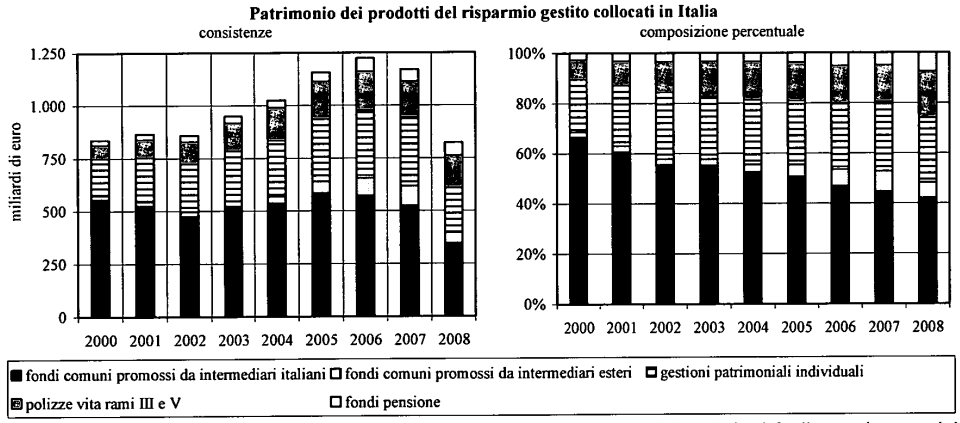


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

2. Gli investitori istituzionali

A fine 2008 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia risultava inferiore di circa il 30,2 per cento rispetto al valore di dicembre 2007 (da 1.171 a 817,5 miliardi di euro circa). Tale riduzione è dovuta principalmente all'andamento dei fondi comuni promossi da intermediari italiani, il cui patrimonio è sceso da 524 a 346 miliardi di euro circa (-34 per cento) e delle gestioni patrimoniali il cui patrimonio si è ridotto da 325 a 212 miliardi di euro (-34,8 per cento); l'ammontare delle riserve tecniche a fronte delle polizze assicurative vita dei rami III e V è diminuito in misura più contenuta (da 170 a 152 miliardi di euro; -11 per cento circa). Per la prima volta dal 2000 si è registrata una riduzione del patrimonio gestito da fondi comuni promossi da intermediari esteri (da 94 a 52 miliardi di euro, -44,8 per cento). Il patrimonio gestito dai fondi pensione si è invece leggermente incrementato (7 per cento circa), passando da 58 a circa 62 miliardi di euro; (Fig. 53).

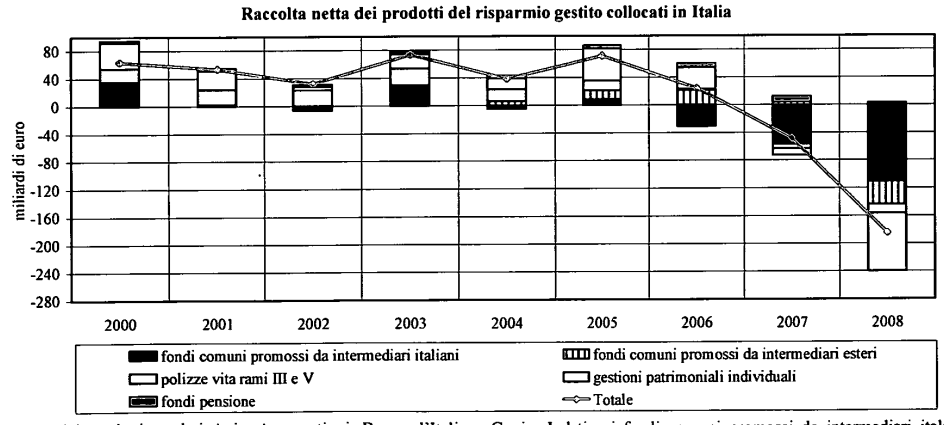
Fig. 53



Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. Dati di fine periodo. I dati sui fondi comuni promossi da intermediari italiani comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. I dati relativi alle gestioni patrimoniali individuali sono al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al "lavoro diretto italiano" (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia).

Complessivamente, nel 2008 la raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia è stata negativa per circa 240 miliardi di euro (Fig. 54), essenzialmente a causa del deflusso di risorse dai fondi comuni gestiti da intermediari italiani (-110 miliardi di euro; -56 miliardi di euro nel 2007) e dalle gestioni patrimoniali italiane (-83 miliardi di euro nel 2008, contro -9,5 miliardi di euro nel 2007). Anche la raccolta delle polizze assicurative vita del ramo V (prodotti a capitalizzazione) e delle polizze assicurative vita del ramo III (polizze *linked*) è stata negativa; tali prodotti hanno subito infatti un deflusso di risorse pari a circa 13 miliardi di euro (12 miliardi di euro nel 2007). La raccolta netta dei fondi pensione di nuova istituzione negoziali e aperti è stata di segno positivo per 2,7 miliardi di euro (contro 3,5 miliardi di euro nel 2007).

Fig. 54

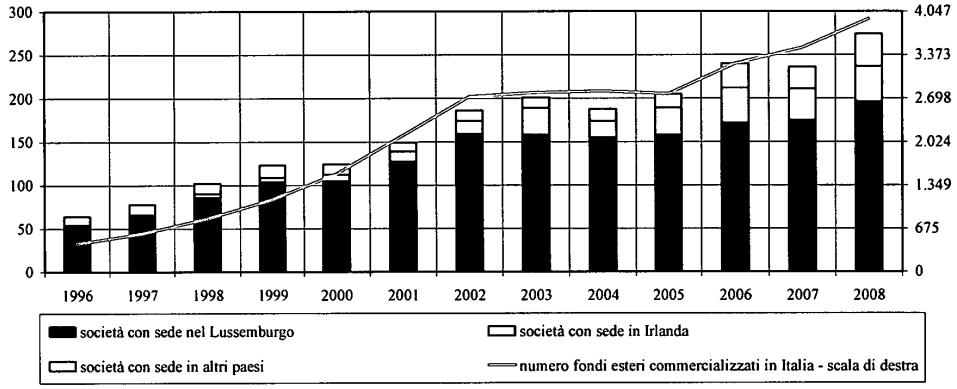


Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. I dati sui fondi comuni promossi da intermediari italiani comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*). I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al "lavoro diretto italiano" (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia). I dati relativi ai fondi pensione non includono i contributi relativi ai fondi pre-esistenti. Il dato totale non tiene conto delle sottoscrizioni nette di fondi comuni da parte delle gestioni patrimoniali individuali.

Nel 2008 la raccolta netta di fondi comuni promossi da intermediari esteri per il primo anno è risultata negativa per circa 33 milioni di euro (nel 2007 era positiva per 4 miliardi di euro circa). È tornato tuttavia ad aumentare il numero di operatori di diritto estero (quasi tutti con sede legale nel Lussemburgo e in Irlanda) autorizzati alla commercializzazione di fondi e comparti di sicav (da 236 a 274; Fig. 55) e continua a crescere anche il numero di fondi esteri commercializzati in Italia (da 3.488 a 3935; +12,8 per cento).

Fig. 55

Numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia e numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi per sede legale

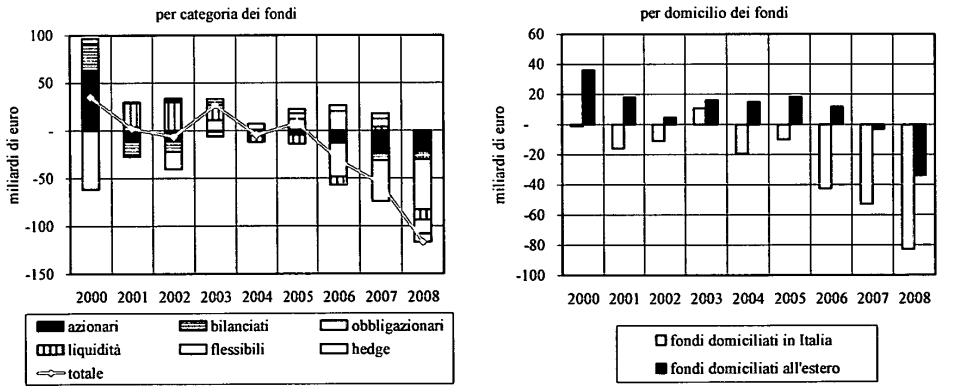


Fonte: prospetti informativi.

I fondi comuni promossi da intermediari italiani hanno subito un forte deflusso di risorse (116,8 miliardi di euro circa), che ha interessato non solo i fondi comuni domiciliati in Italia (82,9 miliardi di euro circa nel 2007; Fig. 56), ma anche i fondi comuni domiciliati all'estero gestiti da intermediari italiani, cosiddetti fondi *roundtrip* (33,9 miliardi di euro).

Fig. 56

Raccolta netta dei fondi comuni promossi da intermediari italiani



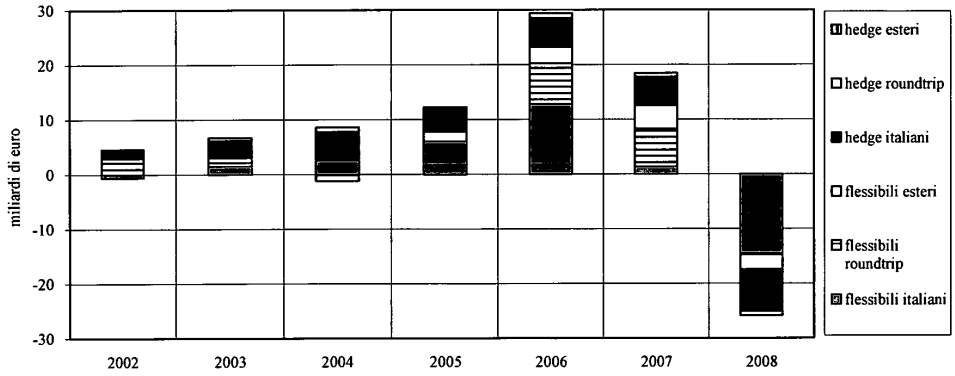
Fonte: Assogestioni. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono alla sola raccolta presso sottoscrittori italiani fino al 2004; per gli anni successivi includono anche la raccolta presso sottoscrittori esteri.

La raccolta netta è stata negativa per tutte le tipologie di fondi in particolare per quelli obbligazionari (-52,6 miliardi di euro circa) e per quelli azionari (-22,4 miliardi di euro).

Anche i fondi che in passato avevano sempre fatto registrare una raccolta netta positiva, quali i fondi flessibili e i fondi hedge, *nel 2008 hanno fatto registrare forti deflussi di risorse; (Fig. 57).*

Fig. 57

Raccolta netta dei fondi *hedge* e flessibili per domicilio del fondo



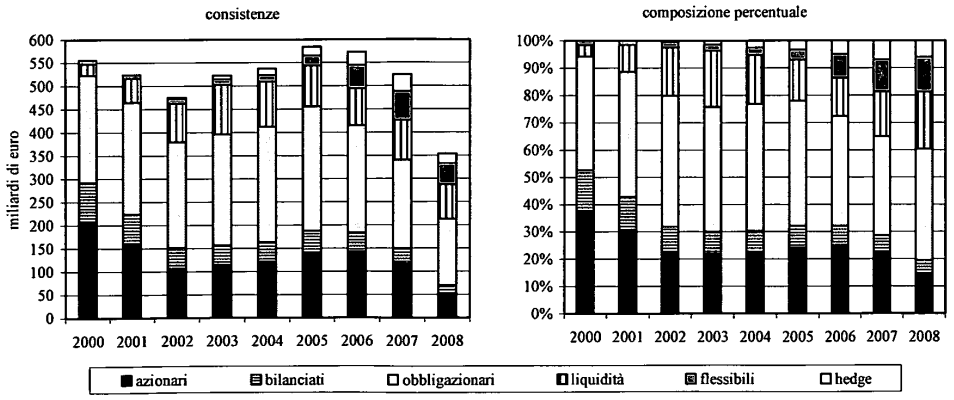
Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni.

Il patrimonio dei fondi comuni promossi da intermediari italiani si è ridotto del 32,5 per cento (Fig. 58); tale riduzione ha colpito in ugual misura sia le risorse gestite tramite fondi comuni di diritto italiano che quelle gestite tramite fondi *roundtrip*.

Il peso dei fondi azionari sul totale del patrimonio gestito dai fondi promossi da intermediari italiani è sceso dal 22 al 14,9 per cento (Fig. 58), quello dei fondi bilanciati dal 6,1 al 4,7 per cento e dei fondi hedge *dal 7 al 6 per cento. Si è avuto invece un aumentato del peso delle risorse gestite da fondi obbligazionari (dal 36,4 al 40,8 per cento), liquidità (dal 16,5 al 21 per cento)e flessibili (dal 11,7 al 12,7 per cento).*

Fig. 58

Patrimonio netto dei fondi comuni promossi da intermediari italiani

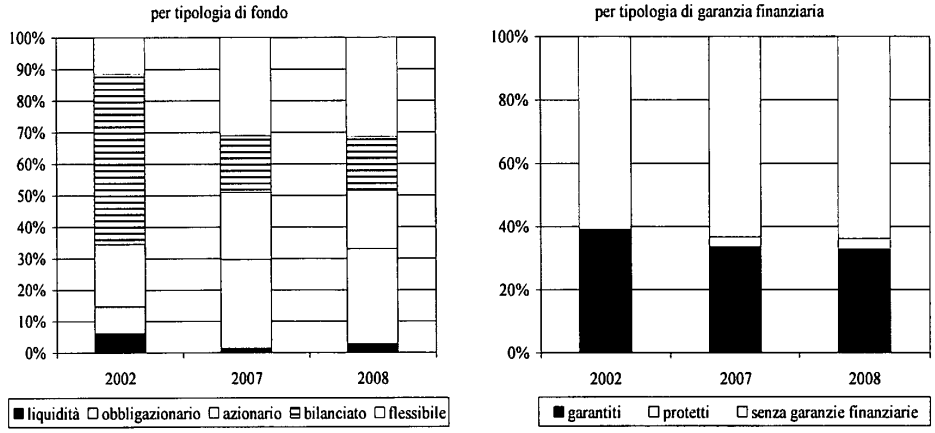


Fonte: Assogestioni. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono al patrimonio complessivo.

L'evoluzione della composizione del patrimonio gestito dei fondi interni collegati alle polizze unit linked *è stata in parte differente rispetto a quella rilevata per i fondi comuni di investimento italiani. Rispetto al 2007, diversamente da quanto avvenuto per i fondi comuni italiani, la percentuale dei fondi interni di tipo flessibile si è mantenuta costante e il peso dei fondi azionari si è ridotto solo marginalmente (Fig. 59).*

Fig. 59

Composizione del patrimonio gestito dei fondi collegati alle polizze *unit linked*

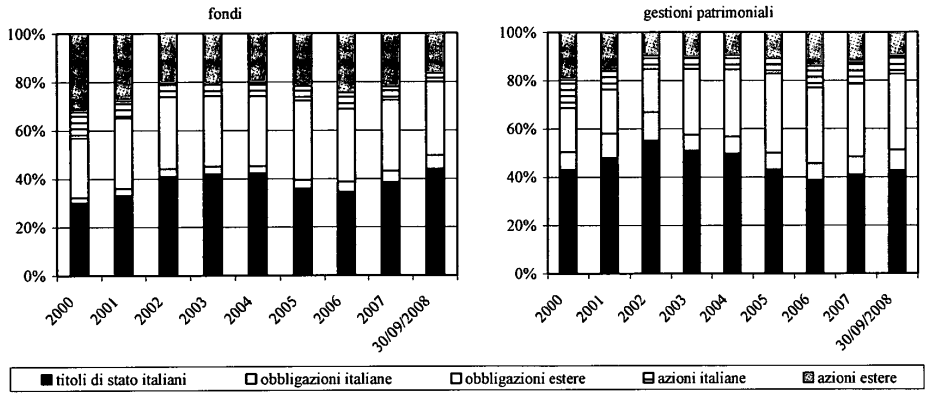


Fonte: elaborazioni su dati Ania.

Nel 2008 le modifiche delle scelte di asset allocation *dei fondi di diritto italiano, influenzate dal negativo andamento dei mercati azionari, hanno portato a una riduzione del peso, sul totale del portafoglio, delle azioni italiane (dal 5,6 al 3,5 per cento) ed estere (dal 22 al 16,5 per cento), mentre è aumentato il peso dei titoli di Stato e delle obbligazioni italiane (dal 43,1 al 49,5 per cento) ed estere (Fig. 60). Le scelte di investimento delle gestioni patrimoniali individuali non sono immediatamente confrontabili con quelle dei fondi comuni, poiché circa il 28 per cento del loro portafoglio è investito a sua volta in fondi comuni; tuttavia, ripartendo la quota investita in fondi secondo la composizione media del loro portafoglio, le gestioni individuali risulterebbero meno esposte al mercato azionario rispetto ai fondi comuni di investimento (17 contro il 20 per cento dei fondi). La quota delle risorse investita in titoli di Stato e obbligazioni italiane (49,5 per cento), invece, simile a quella rilevata per i fondi comuni italiani. Quasi i tre quarti del patrimonio delle gestioni patrimoniali individuali italiane viene gestito dalle Sgr italiane, mentre le altre tipologie di soggetti gestiscono la restante parte dei patrimoni (banche 23,1 per cento, Sim 2,4 per cento).*

Fig. 60

Composizione del portafoglio dei fondi comuni aperti di diritto italiano e delle gestioni patrimoniali individuali

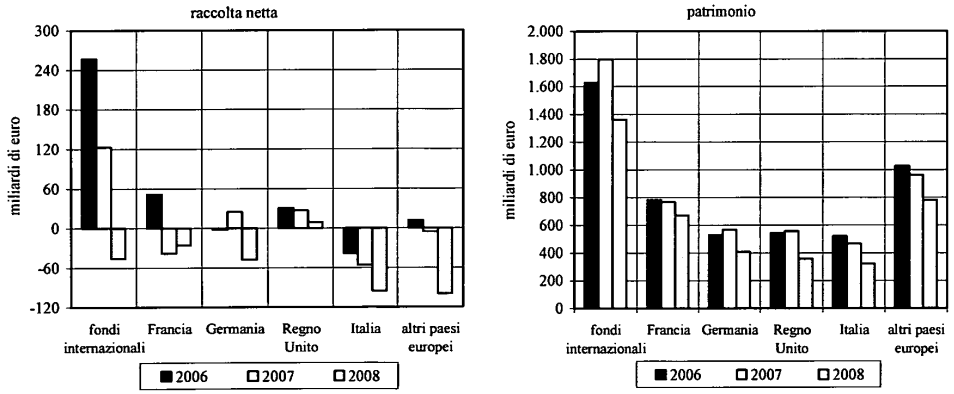


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. La quota investita in Oicr dalle gestioni individuali è stata allocata alle altre attività finanziarie sulla base della composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano nell'anno di riferimento. I dato delle obbligazioni estere includono i titoli pubblici esteri ed i dati delle azioni includono quelli degli OICR.

Nel panorama europeo l'Italia non è l'unico paese caratterizzato da un forte deflusso di risorse dai fondi comuni di investimento italiani. Nel 2008 la raccolta netta è stata largamente negativa anche in Francia (-26 miliardi di euro) e in Spagna (-46,9 miliardi di euro). Anche, la raccolta netta dei fondi domiciliati in Lussemburgo e Irlanda e venduti su base *cross-border* in più paesi europei è risultata negativa per circa 46 miliardi di euro (Fig. 61). Escludendo i fondi internazionali, il mercato italiano rimane comunque al quarto posto in Europa per patrimonio gestito (dopo Francia, Germania e Regno Unito).

Fig. 61

Patrimonio e raccolta netta dei fondi comuni in Europa



Fonte: Lipper FMI. I fondi sono classificati sulla base del paese dal quale derivano la quota preponderante del patrimonio; tale criterio di classificazione può essere diverso sia da quello del paese di domicilio del fondo, come accade per i fondi cosiddetti *roundtrip*, sia da quello del paese di residenza dell'intermediario promotore. I "fondi internazionali" sono quelli domiciliati in Irlanda e Lussemburgo per i quali non è possibile identificare un singolo paese che concorre per almeno l'80 per cento al patrimonio complessivo (cosiddetti "puri *cross border*"). Gli "altri paesi europei" sono Svizzera, Spagna, Belgio, Svezia, Austria, Olanda, Danimarca, Finlandia, Norvegia, Portogallo, Grecia, Romania, Slovenia, Ucraina, Lettonia, Lituania, Bulgaria, Liechtenstein, Estonia, Russia, Slovacchia, Repubblica Ceca, Croazia, Ungheria, Turchia e Polonia. Sono esclusi i fondi di fondi.

Sul fronte dei costi, i dati relativi ai rendiconti dei fondi comuni aperti di diritto italiano indicano che le commissioni medie rispetto alla massa gestita, cresciute dall'1,44 per cento del 2005 all'1,54 per cento del 2006, nel 2007 si sono invece ridotte all'1,22 per cento (Tav. 13). Tali variazioni sono dovute principalmente alla riduzione delle commissioni di gestione e di incentivo, diminuite in particolare sui fondi liquidità, sui flessibili e, in misura più contenuta, sugli azionari.

Tav. 13

Costi a carico dei fondi aperti di diritto italiano
(valori percentuali)

	Peso sulla massa gestita media[1]						Ripartizione percentuale[2]					
	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale
2005												
Liquidità	0,10	0,73	..	..	..	0,83	12,0	87,8	..	..	0,1	100,0
Azionari	0,14	2,01	0,04	0,33	0,05	2,57	5,3	78,2	1,7	13,0	1,9	100,0
Obbligazionari	0,09	0,99	..	0,02	..	1,10	8,6	89,5	0,1	1,5	0,3	100,0
Bilanciati	0,11	1,51	0,03	0,06	0,02	1,72	6,3	87,5	1,7	3,3	1,2	100,0
Flessibili	0,10	1,35	0,18	0,14	0,01	1,79	5,8	75,4	10,3	7,9	0,6	100,0
Totale	*0,11*	*1,21*	*0,02*	*0,09*	*0,01*	*1,44*	*7,3*	*84,2*	*1,5*	*6,0*	*1,0*	*100,0*
2006												
Liquidità	0,10	0,67	..	..	..	0,77	12,5	87,3	..	..	0,2	100,0
Azionari	0,13	1,98	..	0,28	0,24	2,63	5,1	75,3	..	10,5	9,1	100,0
Obbligazionari	0,10	1,01	..	0,02	0,01	1,14	8,5	88,5	..	1,8	1,2	100,0
Bilanciati	0,10	1,51	..	0,05	0,05	1,71	6,1	88,3	..	2,8	2,8	100,0
Flessibili	0,09	1,32	..	0,26	0,08	1,74	4,9	76,0	..	14,7	4,3	100,0
Totale	*0,10*	*1,26*	..	*0,10*	*0,07*	*1,54*	*6,9*	*82,1*	..	*6,4*	*4,6*	*100,0*
2007												
Liquidità	0,06	0,43	..	–	..	0,48	11,76	88,08		0,16	11,76	100,0
Azionari	0,11	1,94	..	0,07	0,21	2,33	4,61	83,22	3,07	9,09	4,61	100,0
Obbligazionari	0,07	0,83	..	0,00	0,01	0,92	7,88	90,55	0,35	1,22	7,88	100,0
Bilanciati	0,07	1,07	..	0,01	0,06	1,21	5,95	88,43	0,76	4,86	5,95	100,0
Flessibili	0,09	1,28	..	0,06	0,05	1,47	5,79	87,04	3,86	3,31	5,79	100,0
Totale	0,1	1,06	..	0,02	0,06	1,22	6,40	86,72	1,99	4,89	6,4	*100,0*

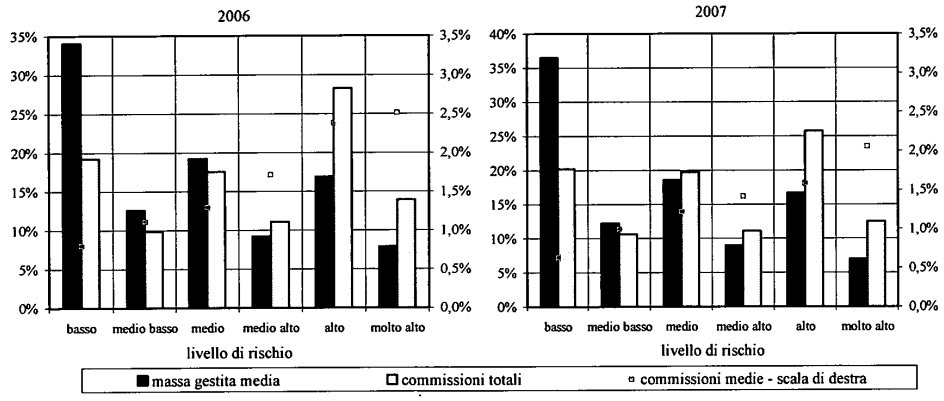
Fonte: elaborazioni Consob su dati di rendiconto. [1] La massa gestita è calcolata come media dei dati di fine mese. [2] L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Le commissioni attive totali sui fondi aperti di diritto italiano nel 2007 sono state generate per circa il 38,3 per cento dai fondi che riportano nel prospetto informativo un livello di rischio "alto" o "molto alto", fondi ai quali è imputabile solo il 24 per cento circa della massa gestita nell'anno. I fondi con livello di rischio "basso" o "medio basso" hanno assorbito, invece, il 49 per cento circa della massa gestita media nell'anno e hanno

generato il 31 per cento circa delle commissioni totali (Fig. 62). Le commissioni medie sui prodotti con rischio "alto" e "molto alto" sono state pari al 2,5 per cento circa della massa gestita, mentre per quelli con rischio "basso" le commissioni sono state pari in media all'1 per cento circa della massa gestita.

Fig. 62

Ripartizione delle massa gestita e delle commissioni sui fondi comuni aperti di diritto italiano per livello di rischio



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e archivio Consob sui prospetti informativi dei fondi comuni.

Nel 2007 si è registrata una diminuzione delle commissioni medie su fondi a rischio "alto" e "molto alto"; le commissioni attive totali generate da tali fondi si sono ridotte a circa il 40 per cento del totale, mentre l'incidenza della massa gestita imputabile a tali fondi è rimasta costante.

Nel primo semestre del 2008 il settore dei fondi immobiliari italiani ha presentato un andamento in controtendenza rispetto al settore dei fondi mobiliari aperti italiani, sebbene abbia registrato un rallentamento del tasso di crescita del patrimonio e del totale attivo gestito (Tav. 14).

Tav. 14

Struttura del mercato italiano dei fondi immobiliari chiusi[1]
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società di gestione	Numero fondi operativi	Patrimonio netto (A)	Totale attivo (B)	Indebitamento ((B-A)/B)%	Composizione percentuale attività			
						immobili e diritti reali immobiliari	strumenti finanziari	valori mobiliari e liquidità	altre attività
2003	11	19	4.434	5.160	14,1	74,7	8,7	10,2	6,4
2004	16	32	8.101	12.326	34,3	86,1	6,1	3,6	4,2
2005	27	64	12.026	18.576	35,3	83,7	8,5	4,8	3,1
2006	34	118	16.291	26.924	39,5	82,0	6,8	6,1	5,1
2007	47	171	21.563	35.866	39,9	85,3	4,7	4,4	5,6
Giugno 2008	46	192	22.247	38.509	42,2	85,4	5,7	4,6	4,3

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. [1] L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

L'indebitamento rilevato nel giugno 2008 è aumentato (42,2 per cento) rispetto a quello fatto rilevare nel 2007 (39,9 per cento), anche a causa della minore liquidità del settore immobiliare, mentre la composizione dell'attivo è sostanzialmente invariata rispetto a quella del 2007.

Fra il 2003 e il 2007 il mercato dei fondi speculativi di diritto italiano è cresciuto a ritmi sostenuti in termini sia di numero (da 80 a 241) che di massa gestita (totale attivo) (da 6,4 a 32,6 miliardi di euro; Tav. 15), mentre nei primi 9 mesi del 2008 si è registrata una contrazione del mercato (il totale attivo è diminuito di circa il 18 per cento, il patrimonio netto del 17 per cento).

Tav. 15

Dati di sintesi sul comparto dei fondi speculativi di diritto italiano

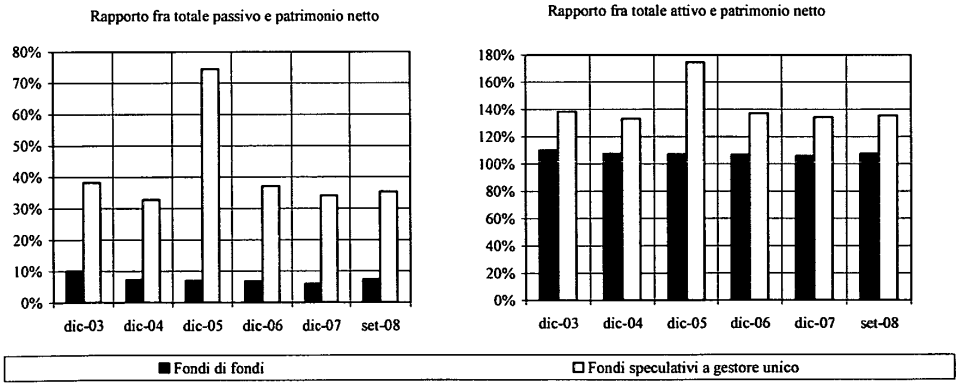
	Numero fondi	Totale attivo (milioni di euro)	*Di cui fondi di fondi (peso percentuale sul totale attivo)*	Patrimonio netto (milioni di euro)	Numero Sgr
Dic-2003	80	6.417	*95*	5.768	25
Dic-2004	135	12.682	*96*	11.728	27
Dic-2005	160	18.465	*95*	16.957	30
Dic-2006	200	25.529	*94*	23.588	35
Dic-2007	241	32.630	*94*	30.385	37
Set-2008	260	27.168	*92*	24.918	39

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)

L'industria dei fondi speculativi italiani è caratterizzata da uno scarso ricorso alla leva finanziaria essendo prevalente il numero dei fondi di fondi, per i quali il ricorso all'indebitamento è solitamente poco frequente. Per i fondi speculativi "puri" (o "a gestore unico") si riscontra, invece, una leva finanziaria più elevata ma complessivamente contenuta; (le passività superano di poco il 30 per cento del patrimonio netto e il totale attivo è pari a circa 1,4 volte il patrimonio netto; Fig. 63).

Fig. 63

Indicatori di leva finanziaria dei fondi speculativi di diritto italiano

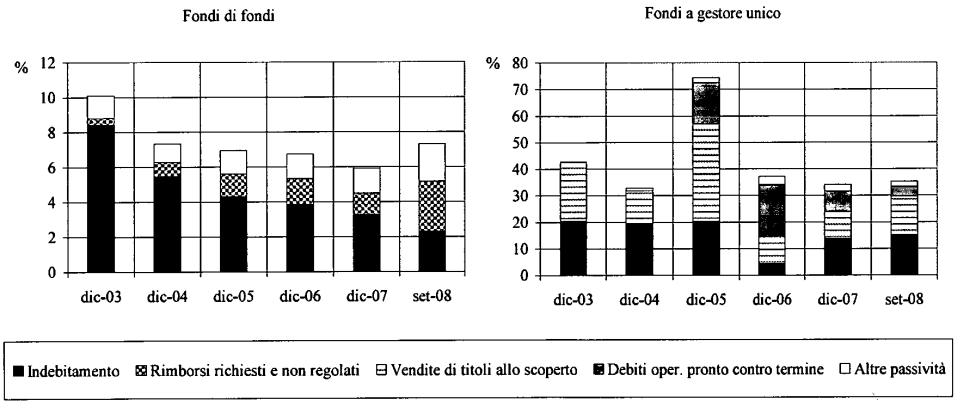


Fonte: elaborazioni sulle segnalazioni statistiche di vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio raccolte dalla Banca d'Italia (*data-base* Prisma Banca d'Italia).

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)



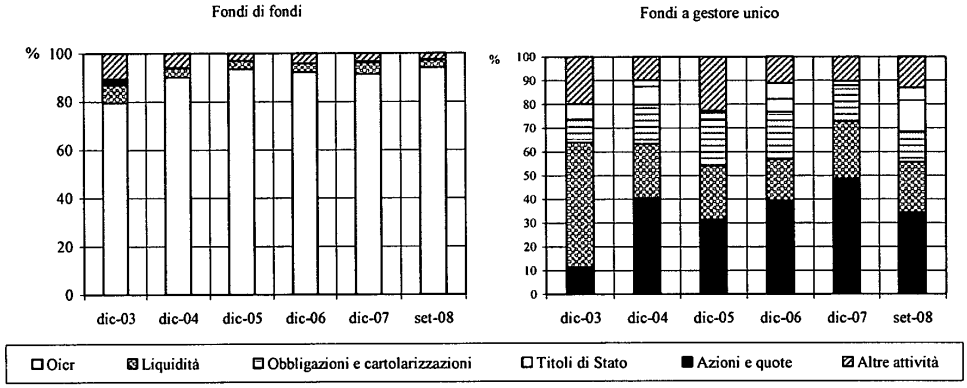
Fonte: elaborazioni sulle segnalazioni statistiche di vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio raccolte dalla Banca d'Italia (*data-base* Prisma Banca d'Italia). *Nota*: la voce "Altre passività" include provvigioni e oneri maturati e non liquidati, proventi da distribuire,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

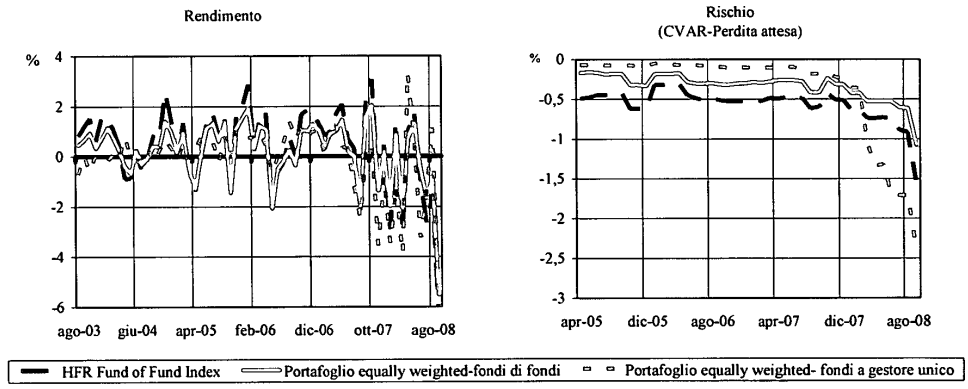
Composizione dell'attivo dei fondi speculativi di diritto italiano
(valori in percentuale dell'attivo)



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

Rendimento e rischio dei fondi speculativi di diritto italiano
(dati mensili da agosto 2003 a settembre 2008)



Nota: l' "HFR fund of fund index" é l'indice *Hedge Fund Research* (HFR) dei fondi di fondi speculativi. Il *conditional value at risk* (CVAR) é 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 e 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

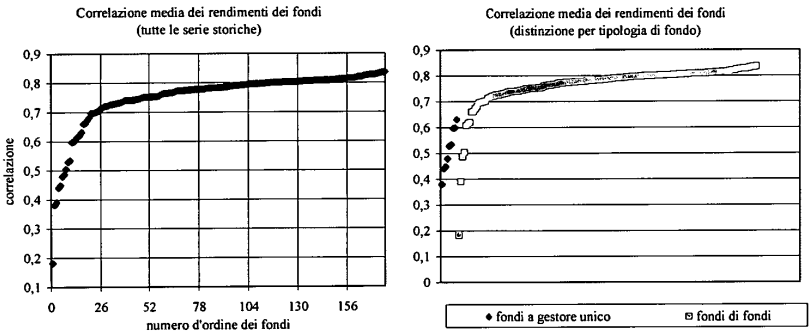
Gli stili di gestione dei fondi speculativi di diritto italiano

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).

Correlazione dei rendimenti dei fondi speculativi aperti italiani



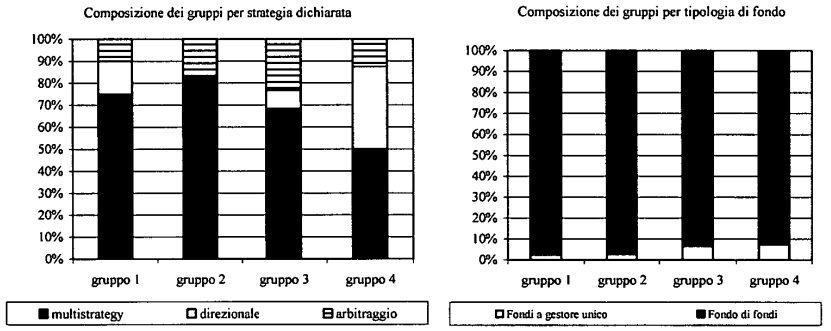
Nota: l'elaborazione è stata effettuata sulle serie storiche dei rendimenti mensili dei fondi speculativi da settembre 2006 a settembre 2008. Le serie storiche dei rendimenti sono state preliminarmente standardizzate applicando il modello di eteroschedasticità condizionata univariato E-GARCH(1,1). Sul grafico di sinistra viene rappresentata la correlazione media di ciascun fondo con tutti gli altri fondi presenti nel campione. I fondi sono stati ordinati sulla base del livello medio di correlazione con gli altri fondi.

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.

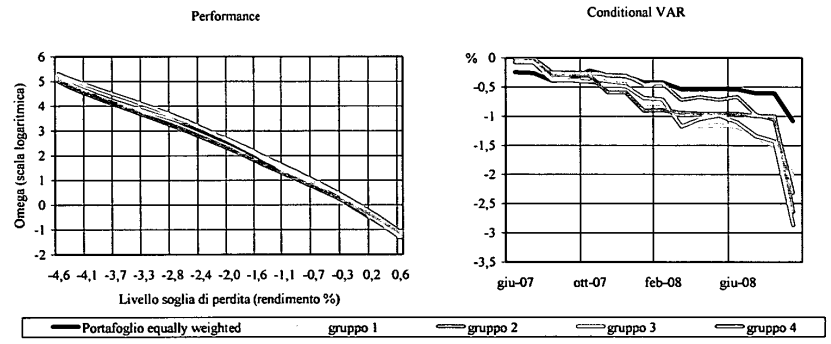
In conclusione, dall'analisi condotta emerge che i fondi speculativi italiani sono molto "simili" tra di loro in termini di *performance* e profilo rischio-rendimento e non sempre vi è una chiara corrispondenza fra la strategia di investimento dichiarata a priori nei regolamenti dei fondi e le *performance* 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) é 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 sottscritto (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

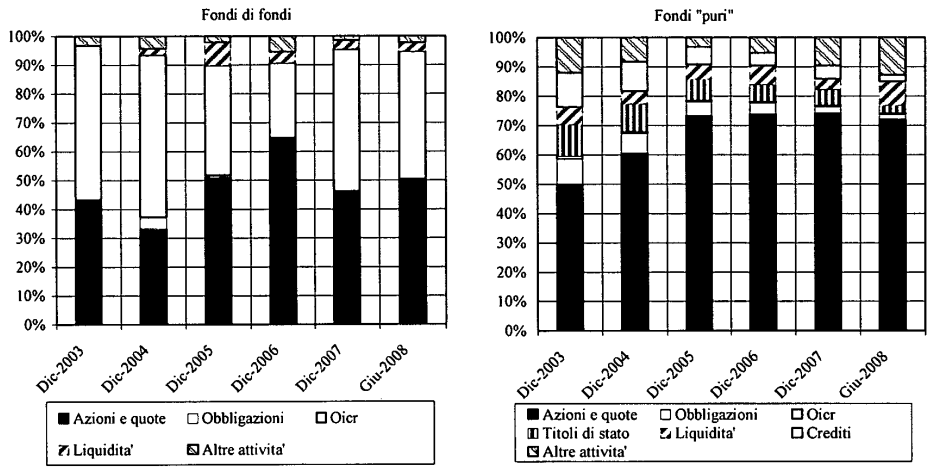
Fonte: elaborazioni sulle segnalazioni statistiche di vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio raccolte dalla Banca d'Italia (*data-base* Prisma Banca d'Italia).

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 crescete nel tempo la quota sull'attivo dei crediti di imposta (classificati sotto la voce "altre attività") su perdite e minusvalenze (Fig. 67).

Fig. 67

Composizione dell'attivo dei fondi di *private equity* italiani

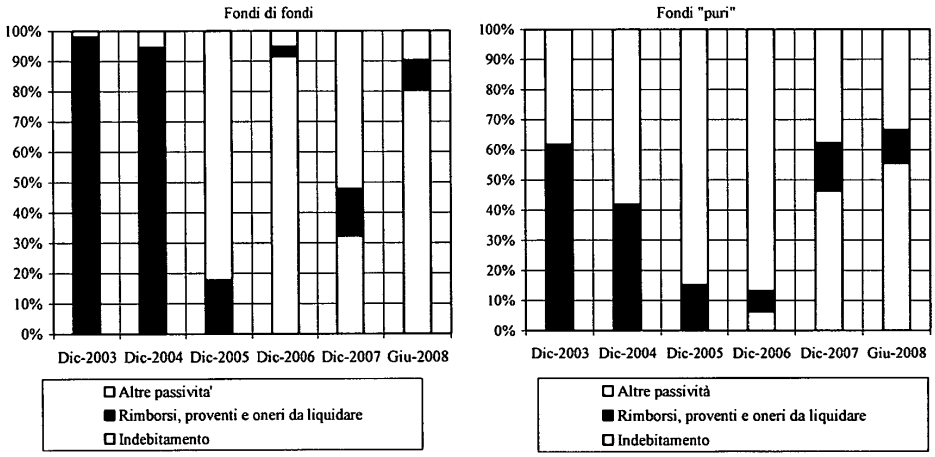


Fonte: elaborazioni sulle segnalazioni statistiche di vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio raccolte dalla Banca d'Italia (*data-base* Prisma Banca d'Italia).

I 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

Composizione delle passività dei fondi di *private equity* italiani.

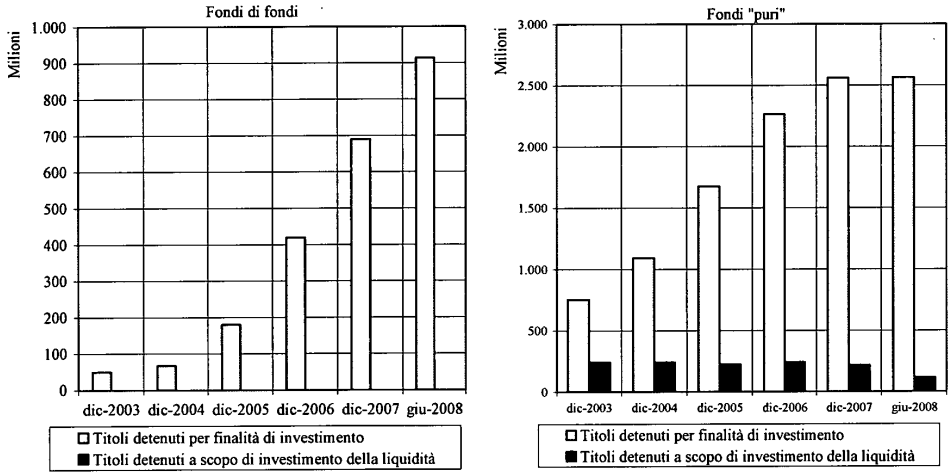


Fonte: elaborazioni sulle segnalazioni statistiche di vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio raccolte dalla Banca d'Italia (*data-base* Prisma Banca d'Italia).

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

Composizione del portafoglio titoli nei fondi di *private equity* italiani

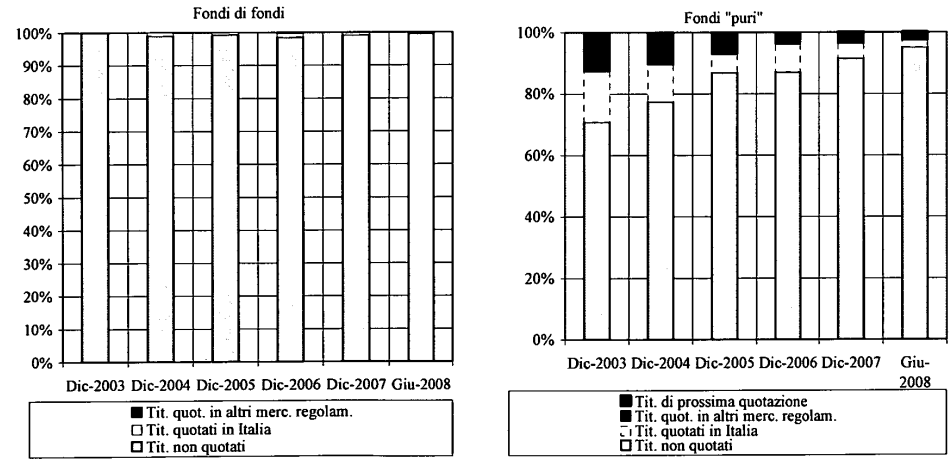


Fonte: elaborazioni sulle segnalazioni statistiche di vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio raccolte dalla Banca d'Italia (*data-base* Prisma Banca d'Italia).

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

Composizione del portafoglio titoli dei fondi di *private equity* italiani per mercato di quotazione

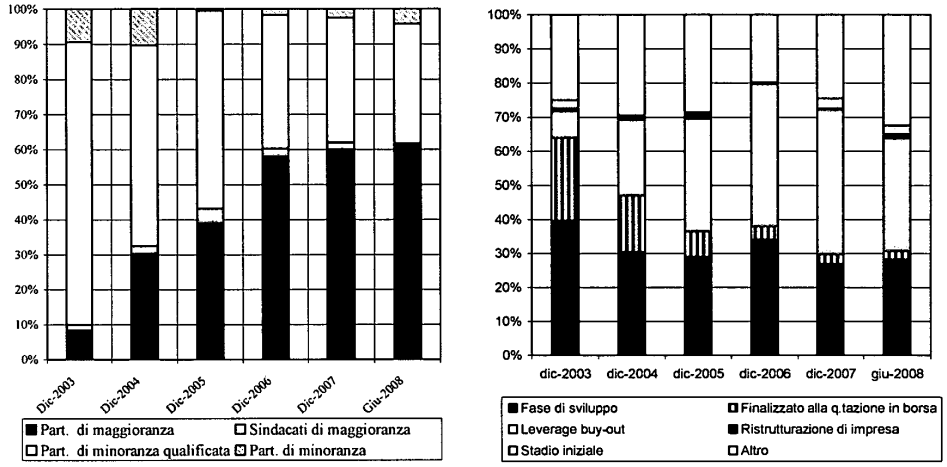


Fonte: elaborazioni sulle segnalazioni statistiche di vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio raccolte dalla Banca d'Italia.

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

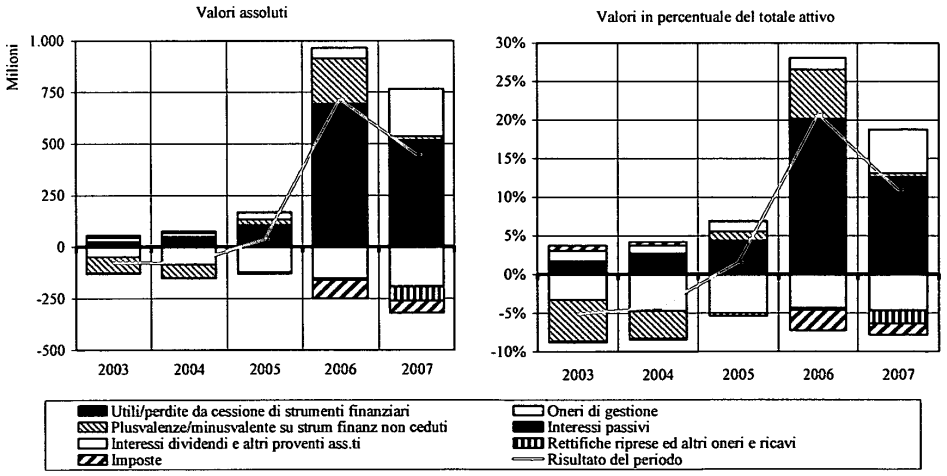
Tipologia di partecipazione azionaria e finalità di investimento da parte dei fondi italiani di *private equity*.



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

Rendiconti economici dei fondi di *private equity* italiani

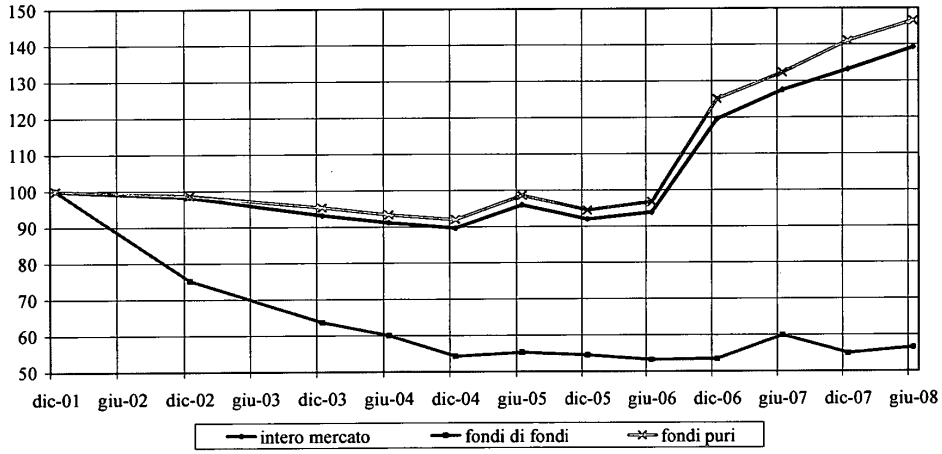


Si evidenzia l'incremento degli utili realizzati e delle plusvalenze da valorizzazione nel corso del biennio 2006-2007 (nel 2007 il risultato di periodo è stato circa il 10,9 per cento del totale attivo). Gli oneri di gestione dei fondi si aggirano mediamente intorno al 5 per cento e rappresentano un 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 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.

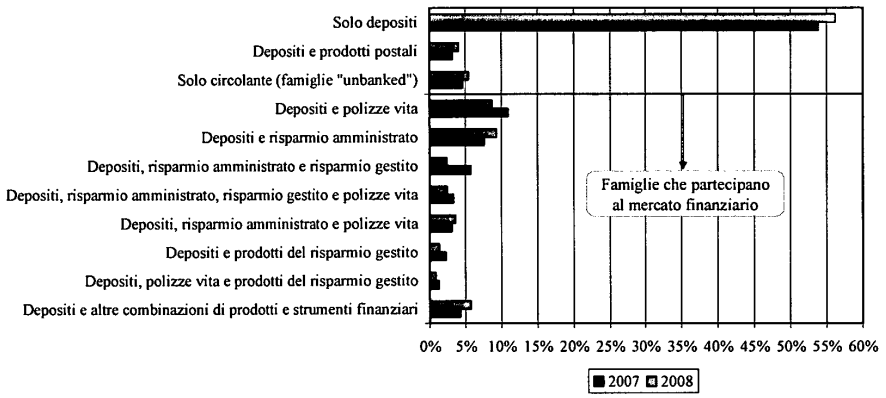
3. Le famiglie

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).

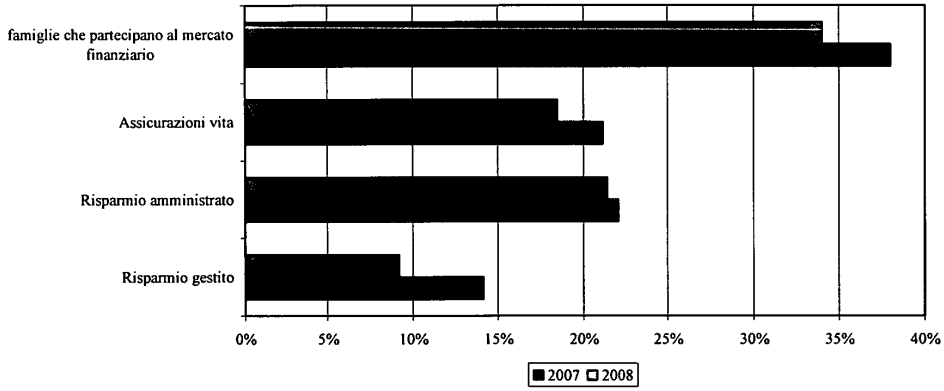
Fig. 74

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

DATI ANALITICI



DATI DI SINTESI



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.

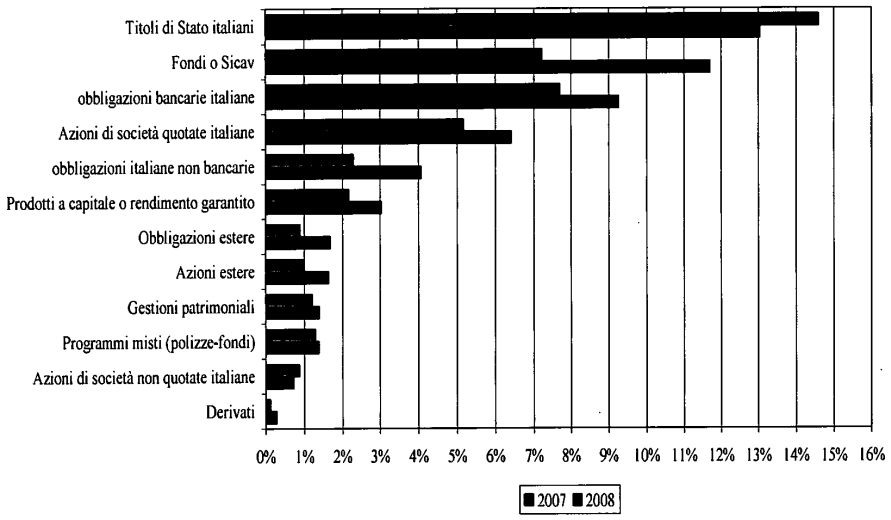
È significativamente diminuita la quota delle famiglie che detiene prodotti del risparmio gestito (scesa dal 14 al 9 per cento) in linea con la dinamica della raccolta netta rappresentata nel precedente paragrafo. Subisce solo una lieve contrazione (da 22 a 21 per cento circa), invece, la percentuale 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

Diffusione dei prodotti e strumenti finanziari fra le famiglie italiane
(percentuale di famiglie che detiene lo strumento o prodotto finanziario)

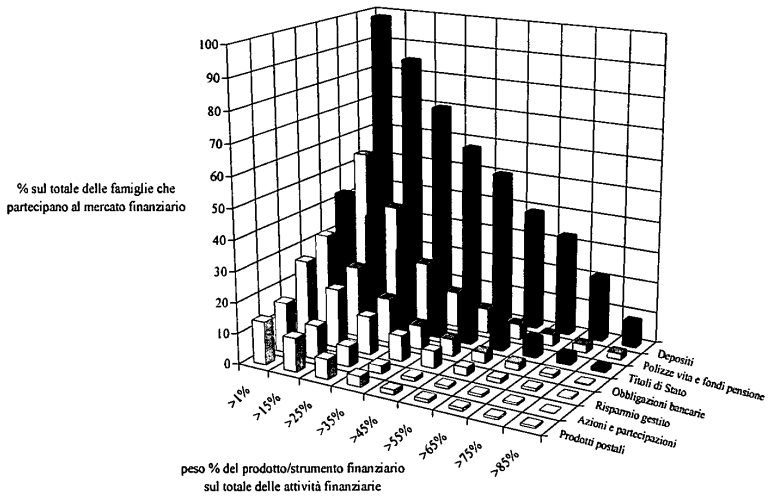


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market 2008. Confronta Note metodologiche.

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.

C 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						
Assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate	*82*	*51*	*90*	*36*	*59*	*132*
Richieste di dati e informazioni	*317*	*43*	*213*	*201*	*151*	*392*
Richieste di conferma di partecipazioni rilevanti	*49*	*21*	*77*	*30*	*44*	*30*
Richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione	*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						
Integrazioni di notizie da fornire in assemblea	*18*	*15*	*6*	*11*	*5*	*11*
Integrazioni a documenti contabili periodici	--	*14*	--	*6*	*1*	*21*
Informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)	*46*	*82*	*69*	*129*	*100*	*90*
Informazioni periodiche mensili	*6*	*8*	*2*	*2*	*1*	*8*
Integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie	*1*	*1*	--	*4*	*3*	*8*
Integrazioni di documenti Opa	*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						
iniziati	4	2	2	2	4	*5*
conclusi	4	2	2	2	1	*5*
Accertamenti ispettivi nei confronti di società di revisione						
iniziati	7	5	4	3	5	*5*
conclusi	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

sono resi necessari al fine di ripristinare sul mercato condizioni di parità informativa, in presenza di indiscrezioni sul contenuto degli studi stessi e di contestuale sensibile variazione delle quotazioni di mercato degli strumenti finanziari oggetto delle raccomandazioni.

Nel corso del 2008, inoltre, sono state inviate agli emittenti quotati e ai soggetti controllanti numerose richieste informali di diffusione al pubblico di dati e notizie in relazione a indiscrezioni di stampa e andamenti anomali delle quotazioni. Tale modalità di intervento si è resa necessaria al fine di acquisire e far divulgare tempestivamente al pubblico le informazioni rilevanti.

Nel corso del 2008, sono state avviate ispezioni nei confronti di 5 società quotate.

*Con riguardo a una società quotata operante nel settore delle telecomunicazioni e dell'*information technology, *l'attività ispettiva è stata volta ad acquisire la documentazione e ogni ulteriore elemento informativo utile ai fini della valutazione della correttezza dell'informativa resa al mercato e dell'attività di vigilanza svolta dal collegio sindacale. Particolare attenzione è stata posta alle attività connesse ai piani industriali approvati dal Consiglio di amministrazione della società, nonché alle attività aventi ad oggetto l'operatività con parti correlate e al sistema di controllo di gestione inerente al ciclo dei ricavi.*

Nei confronti di un'altra società operante nel comparto della progettazione, realizzazione e gestione di servizi in outsourcing *alle imprese, l'attività ispettiva è stata mirata ad acquisire la documentazione e ogni ulteriore elemento informativo utile ai fini della valutazione della correttezza dell'informativa resa al mercato relativamente al sistema di controllo di gestione (anche con riferimento alla predisposizione dei piani industriali propedeutici all'ammissione alla quotazione nonché del successivo piano industriale triennale), nonché all'effettuazione di operazioni di carattere straordinario nell'arco dell'ultimo biennio.*

Meritano inoltre di essere segnalate le ispezioni svolte nei confronti di una società quotata e della sua controllante, al fine di avere chiarezza in ordine a notizie e rumours *ripresi anche dalla stampa nazionale. In particolare, sono stati svolti accertamenti* on-site *presso le predette società per acquisire ogni utile elemento informativo in ordine a contatti, incontri, trattative formali e/o informali riguardanti la possibile cessione da parte della controllante della partecipazione nella società quotata, ovvero offerte o manifestazioni di interesse ricevute dalla stessa controllante per la cessione della propria partecipazione nella controllata quotata.*

Nel 2008 è stato avviata la vigilanza su base campionaria che, coerentemente con i principi emanati dal Cesr, prevede la selezione con cadenza annuale di un campione di società da sottoporre ad analisi più approfondita per i profili concernenti l'informazione finanziaria resa al pubblico (Riquadro 2).

La vigilanza su base campionaria non esclude che la Consob possa attivarsi anche nei confronti di società non appartenenti al campione, qualora lo reputi necessario. A partire dal mese di settembre, la Commissione ha infatti avviato l'esame di tutte le società quotate del settore immobiliare, a fronte del razionamento delle risorse destinabili al finanziamento delle opere in corso e della contrazione della domanda accompagnata, almeno in alcune aree geografiche, dalla riduzione dei prezzi.

Riquadro 2

La vigilanza su base campionaria

In tema di vigilanza sull'informativa societaria, nel 2008 si è data attuazione per la prima volta all'art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti. Tali disposizioni sono state introdotte sulla base delle previsioni dell'art. 118-*bis* del Tuf, secondo il quale "*La Consob stabilisce con regolamento, tenuto conto dei principi internazionali in materia di vigilanza sull'informazione societaria, le modalità e i termini per il controllo dalla stessa effettuato sulle informazioni comunicate al pubblico ai sensi di legge, comprese le informazioni contenute nei documenti contabili, dagli emittenti quotati*".

La finalità dell'art. 118-*bis* del Tuf, esplicitata nella Relazione accompagnatoria alla legge, è quella di "*assicurare che l'informazione fornita al mercato sia sempre, nel suo complesso, regolarmente aggiornata e corrispondente all'attuale situazione della società, senza pregiudizio per gli obblighi di informazione e di comunicazione, specificatamente imposti dall'articolo 114 del Testo Unico*".

L'attività di vigilanza può articolarsi tuttavia in azioni complesse che richiedono tempi di analisi e reazione non brevi. In applicazione dell'approccio di analisi costi-benefici, in ambito comunitario si è ritenuto pertanto che i controlli debbano essere effettuati su base campionaria, tenendo conto delle valutazioni del rischio di violazione delle regole.

Il Regolamento Emittenti precisa che almeno un quinto delle società quotate da sottoporre a vigilanza viene definito annualmente sulla base di un approccio *risk-based*; si applicano invece modelli di selezione casuale per l'estrazione di un campione pari ad almeno un quinto degli emittenti per i quali non esistono rischi significativi.

Ai fini dell'estrazione del campione di società da sottoporre a vigilanza secondo l'approccio *risk-based*, la Commissione ha individuato i parametri che possono segnalare situazioni di potenziale criticità, quali: i) dati economico-patrimoniali e finanziari; ii) attività sui titoli; iii) segnalazioni ricevute dall'organo di controllo e dal revisore dell'emittente; iv) informazioni significative ricevute da altre amministrazioni o soggetti interessati; v) informazioni finanziarie di particolare rilievo desumibili da fenomeni di mercato come, ad esempio, l'andamento dei *Credit default swap* (Cds), i giudizi degli analisti, il rating; vi) elementi *di corporate governance*, afferenti al rispetto dei diritti delle minoranze, al presidio delle operazioni con parti correlate, al corretto funzionamento del sistema di controllo di gestione.

Coerentemente alle raccomandazioni del *Financial Stability Forum* e alle indicazioni dell'*International Accounting Standards Board* (Iasb), particolare attenzione viene prestata, inoltre, a taluni aspetti critici della rendicontazione contabile, tra i quali l'adeguatezza e completezza delle norme sulla valutazione degli strumenti finanziari, nonché l'informazione fornita in merito ai rischi collegati agli strumenti finanziari posseduti.

La documentazione di tutte le società inserite nel campione viene sottoposta a una ricognizione completa ai fini della verifica del rispetto della normativa vigente in tema di trasparenza finanziaria e correttezza contabile. Sono, tuttavia, esclusi dal controllo a campione i documenti soggetti ad autorizzazione da parte della Consob (come i prospetti e i documenti di offerta), per i quali il controllo dell'Autorità di vigilanza si esplica in tempi e forme diversi, e i comunicati *price sensitive*, che assolvono alla finalità di fornire con immediatezza tutti gli elementi necessari a colmare eventuali asimmetrie informative.

Nell'ambito dell'esame dell'informazione diffusa da emittenti quotati inclusi nel campione, la Consob si avvale degli strumenti già rinvenibili nel Tuf.

Gli interventi della Commissione, compiuti ai sensi degli articoli 114 e 115 del Tuf, pur nel rispetto delle peculiarità di ciascuna situazione, hanno riguardato principalmente la complessiva situazione finanziaria delle società interessate, con particolare riferimento all'indebitamento e a eventuali trattative con i finanziatori per la rinegoziazione del debito; la descrizione dei principali progetti di sviluppo del patrimonio immobiliare; lo stato di avanzamento di eventuali cessioni rilevanti o processi di dismissione degli asset *immobiliari; la prevedibile evoluzione della gestione; la classificazione e valutazione degli immobili nel bilancio e i tempi di definizione dei piani industriali.*

Un altro intervento ha riguardato una società in stato di tensione economico-finanziaria, dovuto anche alla crisi in cui versano taluni settori produttivi collegati.

Nel dicembre 2008 la Consob ha richiesto a Pininfarina Spa di diffondere, con apposito comunicato stampa da diramarsi a seguito della riunione del Cda, alcune informazioni relative, fra l'altro, allo stato di evoluzione delle trattative con le banche per la ristrutturazione dei debiti finanziari e ai contenuti del nuovo Piano industriale e finanziario.

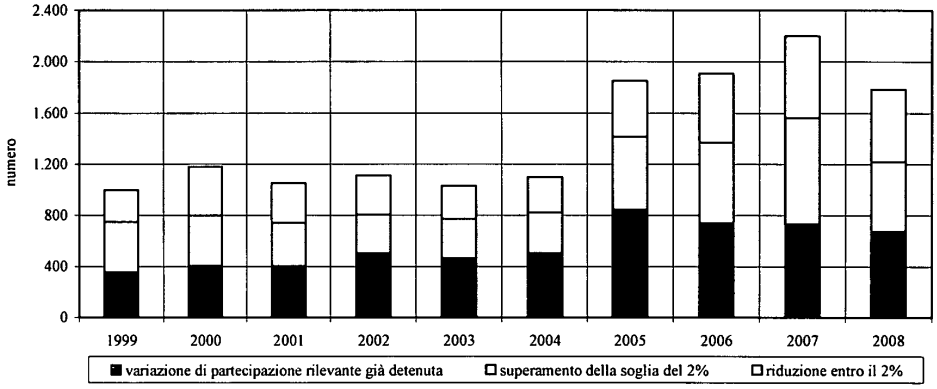
La società ha chiesto, tuttavia, di prorogare la scadenza di tale obbligo informativo alla fine del mese, poiché la diffusione anticipata di notizie nel corso di delicate trattative con le banche avrebbe potuto comprometterne il perfezionamento. A seguito dell'audizione del rappresentante legale della società, la Commissione ha accolto la richiesta di posticipare la comunicazione.

Nell'ottobre 2008, a seguito delle forti turbolenze intervenute sui mercati finanziari e dell'eventualità che agli andamenti negativi dei principali titoli avesse contribuito lo smobilizzo di partecipazioni rilevanti, la Consob, attivando i poteri di cui all'art. 115 del Tuf, ha richiesto informazioni a tutti gli azionisti con partecipazioni azionarie superiori al due per cento del capitale delle società facenti parte dell'indice S&P/Mib.

Tali richieste hanno riguardato, oltre all'aggiornamento della partecipazione detenuta (Fig. 77), anche informazioni circa l'eventuale titolarità di altri strumenti finanziari o contratti che attribuiscono il diritto di acquistare o vendere azioni. È stato inoltre chiesto agli azionisti di comunicare le variazioni dello 0,5 per cento delle partecipazioni, nonché ogni modifica intervenuta in relazione ad altri elementi informativi.

Fig. 77

Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane



Analoga richiesta è stata formulata anche agli azionisti che, pur detenendo singolarmente una partecipazione inferiore al due per cento del capitale della società interessata, partecipavano a un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 del Tuf avente ad oggetto azioni di società inserite nell'indice S&P/Mib.

Le richieste hanno riguardato complessivamente circa 130 soggetti, di cui quasi la metà di diritto estero (Regno Unito, Stati Uniti e Lussemburgo). Dalle comunicazioni pervenute, non sono emersi tuttavia elementi di particolare rilievo; gli obblighi informativi sono stati pertanto revocati a partire dal 31 gennaio 2009.

Nel 2008, significativa attenzione è stata dedicata all'esame dei documenti informativi (pari a 17) e dei comunicati stampa (pari a 13) diffusi in occasione del compimento di operazioni con parti correlate (Tav. 18 e Tav. 19).

I documenti informativi hanno riguardato prevalentemente conferimenti di rami d'azienda, cessioni di partecipazioni azionarie, stipula di contratti e aumenti di capitale.

Tav. 18

Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2008 da società quotate - documenti informativi

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Maffei	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società controllata da società quotata e società controllante società quotata
Uniland	Aumento di capitale riservato con esclusione del diritto di opzione	Fra società quotata e società controllante
Mediolanum	Cessione di una partecipazione	Fra società quotata e società controllata
IWBank	Aumento di capitale della società controllata	Fra società quotata e società controllata
Pramac	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società quotata e società controllata
Poligrafici Editoriale	Cessione di immobile	Fra società quotata e società controllata
Mariella Burani-Antichi Pellettieri	Contratto di finanziamento	Fra società quotata e società controllata quotata
Enia	Acquisizione di partecipazione totalitaria	Fra società quotata e socio rilevante
Gemina	Contratto di finanziamento per cassa	Fra società quotata e soci rilevante
IWBank	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società entrambe soggette a comune controllo di società quotata
Carraro	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società quotata e società controllata
Exprivia	Acquisizione di partecipazione totalitaria	Fra società quotata e società sottoposta a comune controllo
Yorkville	Sottoscrizione di contratti	Fra società quotata, società sottoposta a comune controllo e società azionista rilevante
Ratti	Cessione di immobile	Fra società quotata e società sottoposta a comune controllo
Marcolin	Contratti di licenza	Fra società quotata e società i cui amministratori e soci rilevanti sono amministratori della società quotata
Omnia Network	Aumento di capitale della controllata	Fra società quotata e società controllata
Enia	Cessione di partecipazione	Fra società quotata e socio rilevante

Con riferimento ai comunicati stampa diffusi immediatamente dopo la conclusione delle operazioni, la Commissione ha richiesto la pubblicazione di ulteriori dati e notizie in 7 casi, concernenti rispettivamente 3 operazioni relative a fusioni per incorporazione, un'offerta pubblica di acquisto finalizzata al *delisting* dei relativi strumenti finanziari e 3 acquisizioni/cessioni di attività di rilievo.

In particolare, sono state richieste informazioni in merito ai rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse delle parti correlate coinvolte, alle ragioni e alla convenienza economica dell'operazione, nonché alle modalità con le quali era stato assicurato il coinvolgimento degli amministratori indipendenti.

Tav. 19

Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2008 da società quotate - comunicati stampa

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
De Longhi	Cessione di alcune partecipazioni	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Exprivia	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Damiani	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Ducati	Fusione per incorporazione a seguito di OPA dell'azionista di controllo	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Milano Assicurazioni	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata da soggetti riconducibili all'azionista di controllo della società quotata
Milano Assicurazioni Fondiaria Sai	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra le società quotate e altra società controllata da soggetti riconducibili all'azionista di controllo della società quotata
Banca Generali	Cessione di una partecipazione	Fra le società quotate e altra società controllata da soggetti riconducibili all'azionista di controllo della società quotata
Datalogic	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Ifi Ifil	Fusione per incorporazione della controllata nella controllante	Fra due scoietà quotate controllate dallo stesso azionista
Alerion	Cessione di partecipazioni	Fra la società quotata e altra società partecipata da soggetti partecipanti al patto di sindacato della società quotata
GreenergyCapital	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Immobiliare Lombarda Fondiaria Sai Milano Assicurazioni	Fusione per incorporazione a seguito di OPA dell'azionista di controllo	Fra società quotate sottoposte al controllo dello stesso azionista
Guala Closures	Fusione per incorporazione a seguito di OPA dell'azionista di controllo	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata

Nel corso dell'anno la Commissione ha proceduto a effettuare due aggiornamenti dell'elenco degli emittenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante (al 1° gennaio e al 1° luglio). Ai primi di luglio, l'elenco includeva 92 emittenti strumenti finanziari diffusi, in prevalenza banche popolari e casse di risparmio (Tav. 20).

*La Consob valuterà il possesso dei requisiti previsti dall'art. 2-*bis *del Regolamento Emittenti per l'inserimento di Alitalia nell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi, sia con riferimento alle azioni che alle obbligazioni, in seguito alla comunicazione inviata da Borsa Italiana il 14 gennaio 2009 di avvio della procedura di revoca dalla quotazione sul mercato Mta delle azioni ordinarie e delle obbligazioni convertibili emesse dalla società. L'eventuale inclusione nell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi comporterà per la società l'applicabilità dei*

poteri della Consob previsti dagli artt. 114 e 115 del Tuf e degli obblighi compatibili con la disciplina dell'amministrazione straordinaria.

Tav. 20

Emittenti con strumenti finanziari diffusi
(situazione al 01.07.2008)

Tipologia di strumenti finanziari	Numero emittenti
Azioni ordinarie	74
Azioni ordinarie e obbligazioni convertibili	9
Azioni di partecipazione cooperativa	1
Azioni ordinarie e privilegiate	2
Azioni ordinarie e di risparmio	1
Azioni privilegiate	1
Obbligazioni convertibili	2
Obbligazioni non convertibili	2
Totale	*92*

2. L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e di finanza straordinaria

Nel corso del 2008 la Commissione ha rilasciato il provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione di 1.571 prospetti informativi, di cui oltre 400 relativi a Oicr; ha, inoltre, esaminato quasi 200 relazioni illustrative relative a modifiche statutarie, acquisti o alienazioni di azioni proprie e aumenti di capitale relativi a emittenti quotati (Tav. 21).

Nel corso dell'anno, sono stati approvati 17 prospetti relativi all'ammissione a quotazione di titoli azionari. A causa della crisi economica e finanziaria in atto, rispetto al 2007 il numero di offerte finalizzate alla quotazione di azioni di nuove società ha registrato una contrazione significativa passando da 34 a 12; l'offerta inoltre non è stata effettuata o non ha avuto esito positivo in 5 casi.

Nel corso del 2008, la Consob ha approvato 23 prospetti relativi a offerte di titoli non quotati di emittenti italiani, di cui 13 relativi a emittenti diffusi, 2 ad azioni di società non quotate né diffuse e 8 a costituende banche.

La Commissione ha autorizzato la pubblicazione del prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di vendita di azioni ordinarie emesse da Immit (Immobili Italiani Spa) finalizzata all'ammissione alle negoziazioni sull'Mta. L'operazione assumeva particolare rilevanza in quanto la società intendeva acquisire lo status di quotata al fine di beneficiare della speciale disciplina prevista per le Siiq (Società di Investimento Immobiliare Quotate).

Tav. 21

Vigilanza in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria

Tipologia	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Numero di prospetti informativi relativi a:						
Ammissione a quotazione di titoli azionari[1]	14	8	19	36	38	17
di cui tramite offerta	*4*	*8*	*15*	*26*	*27*	*9*
Prestiti obbligazionari	28	4	18	711	1.163	986
di cui: prospetti base	—	—	—	*535*	*870*	*639*
prospetti informativi	—	—	—	*143*	*115*	*45*
documenti di registrazione e supplementi	—	—	—	*33*	*178*	*302*
Emissione di covered warrants[3] e certificates	26	17	37	32	109	99
Ammissione a quotazione di warrants	8	--	10	1	3	2
Altre offerte relative a titoli quotati[4]	1	1	2	--	--	--
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani[5]	2	5	7	6	18	23
Offerte ai dipendenti[6]	35	28	26	--	--	--
Offerte in opzione ai soci[7]	10	2	5	23	14	16
Oicr[8]	268	374	374	397	422	428
Totale	*392*	*439*	*498*	*1.205*	*1.767*	*1.571*
Numero di relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria:						
Fusioni	44	34	30	31	15	10
Scissioni	10	5	3	--	1	2
Aumenti di capitale sociale[9]	66	68	47	49	33	29
Acquisto/alienazione azioni proprie	93	90	91	44	41	79
Modifiche statutarie	85	302	79	63	101	69
Conversione azioni	3	4	4	1	2	--
Emissioni obbligazioni	9	7	6	2	2	3
Riduzione capitale sociale	13	14	8	4	3	5
Totale[10]	*323*	*524*	*268*	*194*	*198*	*197*

[1] I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla-osta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. [2] In un caso si è trattato di un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione. [3] Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più "serie" di *covered warrants*. [4] Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione a quotazione. [5] Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. [6] Il dato include anche i piani di *stock options* riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. [7] Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrant* e obbligazioni convertibili). [8] Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero. Per gli anni fino al 2006 il dato comprende anche le offerte di adesione a fondi pensione che dal 2007 non rientrano più negli ambiti di vigilanza della Consob. [9] Il dato si riferisce anche a operazioni di aumento di capitale deliberate ma non effettuate (o effettuate in un momento successivo). [10] Il numero complessivo di relazioni non corrisponde alla somma delle singole fattispecie in quanto alcune relazioni hanno più oggetti.

Nel corso dell'istruttoria, particolare attenzione è stata dedicata all'applicabilità della nuova disciplina giuridica delle Siiq nei confronti di Immit, e in particolare alla ricorrenza degli specifici requisiti (in termini di controllo azionario, flottante, composizione del patrimonio e dei ricavi) necessari per poter beneficiare delle agevolazioni fiscali.

L'offerta di azioni ordinarie emesse da Immit, tuttavia, non ha avuto esito positivo a causa delle difficili condizioni di mercato.

Talune criticità connesse all'applicazione dei principi contabili internazionali sono emerse in occasione di un'operazione di sollecitazione finalizzata alla quotazione di una nuova società sul Mercato Expandi e di un aumento di capitale in opzione di una società già quotata.

Best Union aveva predisposto e approvato il bilancio individuale per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2007 in conformità ai principi contabili italiani. A seguito dell'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni nel mercato Expandi, la società sarebbe stata tenuta alla redazione del bilancio individuale per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008 in conformità ai principi contabili internazionali. L'adozione di tali principi comportava una riduzione del patrimonio netto al 31 dicembre 2008 rispetto al patrimonio netto risultante dal bilancio individuale al 31 dicembre 2007, in considerazione del diverso trattamento contabile a cui sarebbe stata assoggettata un'operazione di acquisizione effettuata in precedenza. La società riteneva tuttavia che, per effetto dell'aumento di capitale collegato all'offerta globale, la riduzione del patrimonio netto potesse essere compensata dal ricavato dell'offerta. Le conseguenze dell'adozione dei principi contabili internazionali e le valutazioni della società in merito sono state pubblicate nel prospetto informativo.

L'aumento di capitale in opzione della società Exprivia ha evidenziato criticità relativamente all'informazione da rendere rispetto al consolidamento di due società effettuato alla data di stipula dei contratti preliminari, ossia nel mese di agosto, pur essendo stata l'acquisiszione perfezionata nel mese di novembre. Tale scelta ha determinato un significativo incremento dei risultati dell'esercizio 2007, soprattutto in termini reddituali. Il principio contabile internazionale (Ias 27) prevede tuttavia che il consolidamento parta dal momento in cui l'acquirente ottiene l'effettivo controllo dell'entità acquisita, ossia il potere di indirizzarne le politiche finanziarie e gestionali al fine di ottenere i benefici dalle sue attività. Si è pertanto richiesto di chiarire su quali basi la società ha ritenuto sussistenti le condizioni previste dal principio contabile e delle stesse si è data adeguata informativa nel prospetto.

*Un'ulteriore criticità ha riguardato l'applicazione dell'*impairment test*, rispetto alla quale è stato richiesto di esplicitare nel prospetto il criterio utilizzato e le principali assunzioni adottate nella determinazione del valore d'uso delle attività oggetto di valutazione.*

Nel corso del 2008 la Commissione ha approvato 1.085 prospetti relativi a offerte pubbliche e/o ad ammissioni alla quotazione di prodotti finanziari, diversi dalle azioni, emessi da enti creditizi. Dette approvazioni sono riconducibili a 986 documenti (prospetti informativi, prospetti di base, documenti di registrazione e supplementi) relativi a prestiti obbligazionari e a 99 prospetti relativi a *covered warrant* e *certificates*.

Con riguardo alle approvazioni relative ai soli prestiti obbligazionari, 639 documenti sono rappresentati da prospetti di base, 45 da prospetti informativi e 302 da documenti di registrazione e supplementi. La maggior parte delle autorizzazioni rilasciate è relativa alla sola attività di sollecitazione (circa il 95 per cento), mentre quelle relative ad ammissione a quotazione e alla sollecitazione e ammissione a quotazione sono state pari rispettivamente all'1 e al 4 per cento.

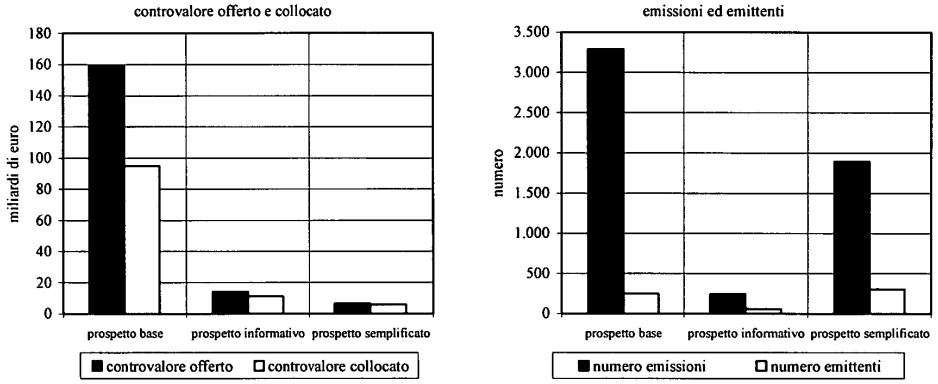
Sono stati inoltre depositati presso la Consob 2.023 prospetti semplificati e circa 750 documenti (prospetti e supplementi) muniti del cosiddetto passaporto europeo.

Con riferimento al comparto delle obbligazioni bancarie, nel 2008 il numero di emissioni complessive si è attestato a circa 5.400 per un controvalore pari a circa 112 miliardi di euro.

In particolare, più di un terzo delle emissioni è stato collocato tramite prospetto semplificato (Fig. 78). In termini di controvalore, tuttavia, la maggior parte delle emissioni è stata collocata utilizzando il prospetto base (circa 95 miliardi di euro), seguono i collocamenti tramite prospetto informativo, cosiddetto stand alone, *e prospetto semplificato (rispettivamente per 11 e 5,7 miliardi di euro).*

Fig. 78

Emissioni di obbligazioni di banche italiane soggette alla disciplina della sollecitazione
(dati relativi al 2008)



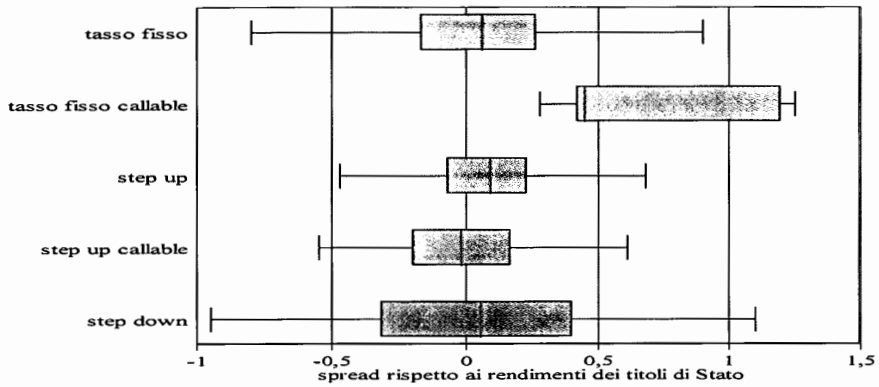
Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

Sulla base dei dati riportati nei prospetti e nelle condizioni definitive, nel 2008 i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono risultati mediamente superiori a quelli dei titoli di Stato con analoga vita residua. Più del 50 per cento delle obbligazioni bancarie a tasso fisso, delle obbligazioni con cedola crescente (cosiddette *step up*) e con cedola decrescente (cosiddette *step down*) emesse nel 2008 presentavano infatti rendimenti a scadenza superiori a quelli del Btp con analoga vita residua (Fig. 79). I rendimenti delle obbligazioni cosiddette *callable* che prevedono la facoltà di rimborso anticipato per la banca emittente risultano in media allineati a quelli dei Btp (nell'ipotesi che la banca non eserciti tale facoltà nel corso della vita del prestito).

Fig. 79

Distribuzione di frequenza dello *spread* fra il rendimento a scadenza di obbligazioni bancarie con cedole predeterminate e il rendimento a scadenza di Btp con vita residua simile

(valori percentuali su base annua)



Fonte: elaborazione su dati riportati nelle condizioni definitive. Il segmento all'interno di ogni *box* individua la mediana dello *spread*, mentre gli estremi del *box* individuano il I° e il III° quartile della distribuzione dello *spread*; i segmenti più estremi individuano i valori di minimo e massimo dello *spread*. I dati si riferiscono a un campione di obbligazioni bancarie emesse nel 2008 presso investitori non professionali composto da 1.061 obbligazioni ordinarie a tasso fisso, 5 obbligazioni a tasso fisso con opzione di rimborso anticipato (tasso fisso *callable*), 148 obbligazioni con cedola crescente (*step up*), 51 obbligazioni con cedola crescente e opzione di rimborso anticipato (*step up callable*) e 52 obbligazioni con cedola decrescente (*step down*). Per le obbligazioni con opzione di rimborso anticipato il rendimento a scadenza è calcolato nell'ipotesi in cui l'opzione non venga esercitata da parte della banca emittente.

Talune operazioni di aumento di capitale sociale di emittenti quotati effettuate nel corso del 2008 hanno sollevato significativi profili di criticità per l'attività di vigilanza informativa.

Tra queste merita di essere menzionata l'operazione posta in essere dalla società I Viaggi del Ventaglio, consistente nella quotazione di azioni rivenienti da un aumento di capitale riservato a un unico investitore. Tale operazione rientra nella tipologia di aumenti di capitale, con esclusione del diritto di opzione, disciplinati dall'art. 2441, commi 4 e 5, c.c., realizzati in base ad accordi complessi denominati Stand-by Equity Distribution Agreement *(Seda) e* Step-up Equità Financing *(Sef). In questa circostanza, dopo aver rilevato carenze informative e profili di criticità peraltro già riscontrati in occasione di operazioni analoghe, la Commissione ha specificato, con una Comunicazione, gli obblighi informativi ai quali devono adempiere gli emittenti e gli investitori che realizzano questa tipologia di operazione (si veda il successivo capitolo V "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali").*

Un'altra operazione significativa ha riguardato l'aumento di capitale in opzione, e la quotazione delle azioni rivenienti dall'aumento, effettuato da Banca Carige Spa. L'operazione era finalizzata a finanziare l'acquisizione di 78 sportelli bancari dal Gruppo Intesa Sanpaolo, per un controvalore di circa un miliardo di euro.

Alla data del prospetto, erano in corso accertamenti da parte di Isvap e Banca d'Italia, dai quali risultavano carenze nell'assetto organizzativo e gestionale della banca e delle controllate assicurative, nelle procedure di gestione del rischio di credito e nell'adeguatezza delle riserve

tecniche a copertura degli impegni delle società assicurative. Con riferimento a tali risultanze, la Commissione ha richiesto informazioni integrative rispetto a quelle riportate nel prospetto.

Nel corso dell'anno, la vigilanza informativa si è esplicata, come di consueto, anche in occasione delle operazioni straordinarie di società quotate.

Un caso di particolare rilievo si riferisce alle operazioni poste in essere dalla società Yorkville, che dal 2004 è assoggettata agli obblighi di informativa mensile relativamente alla situazione gestionale e finanziaria, nonché alle operazioni con parti correlate. Tali operazioni prevedevano l'esecuzione di un contratto Seda con la società controllante, a condizione che l'assemblea straordinaria approvasse un aumento di capitale con emissione di warrant *gratuiti da assegnarsi alla controllante stessa, e la stipula di un contratto di consulenza (con la controllante medesima). Le operazioni presentavano profili di criticità informativa in quanto si trattava di contratti con parti correlate stipulati da una società in condizioni di tensione economico-finanziaria. Al fine di assicurare la più ampia e completa informativa in merito sia ai contenuti dei contratti di consulenza e di finanziamento, sia alle valutazioni degli stessi contratti da parte degli organi di amministrazione e controllo, la Commissione ha richiesto di integrare l'informativa da rendere in assemblea e il documento redatto ai sensi dell'art. 71-*bis, *relativo a operazioni concluse con parti correlate.*

Tra le operazioni straordinarie che hanno interessato il comparto bancario risultano economicamente significative quelle eseguite da Banca Monte dei Paschi di Siena e Unicredit per un controvalore pari, rispettivamente, a 9 e 7 miliardi di euro.

Tali operazioni si caratterizzano entrambe per l'intervento di investitori istituzionali a garanzia del collocamento. In particolare Banca Monte dei Paschi di Siena, che ha effettuato l'operazione nel mese di maggio per finanziare l'acquisizione di Banca Antonveneta, oltre a stipulare un contratto di garanzia con talune banche d'affari ha riservato una quota dell'aumento di capitale (circa un miliardo di euro), con esclusione del diritto di opzione, a un investitore istituzionale. Quest'ultimo ha utilizzato le azioni di nuova emissione a copertura di un prestito obbligazionario convertibile.

Nel caso di Unicredit l'aumento di capitale, realizzato a dicembre come misura di rafforzamento patrimoniale, è stato garantito dall'impegno dei maggiori azionisti a sottoscrivere i titoli di nuova emissione e dalla contestuale sottoscrizione da parte di taluni investitori istituzionali di obbligazioni convertibili nelle azioni oggetto di garanzia.

Con riferimento a tali operazioni, l'attività di vigilanza si è concentrata, tra l'altro, sulla disclosure *delle situazioni economico-patrimoniali degli offerenti e delle caratteristiche delle garanzie che assistevano l'aumento di capitale.*

Nel corso del 2008 la Consob ha formulato 6 giudizi di equivalenza ai sensi dell'art. 57 del Regolamento Emittenti. In questi casi, i documenti pubblicati sulla base delle suddette disposizioni consentono l'esenzione dalla pubblicazione del prospetto di quotazione.

Uno di questi giudizi ha riguardato un'operazione di fusione, in particolare l'ipotesi regolata dal comma 1-*bis* dell'art. 57, riferita al caso in cui l'entità degli attivi della società quotata incorporante, diversi dalle disponibilità liquide e dalle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni, è inferiore al 50 per cento dell'entità dei corrispondenti attivi della società incorporata non quotata.

*L'operazione in esame, oltre a essere la prima rientrante nella tipologia di cui al comma 1-*bis*, presentava taluni aspetti problematici relativi alla situazione di squilibrio patrimoniale, economico e finanziario della società quotata coinvolta, all'assenza di una serie storica significativa dei dati economici e finanziari della società incorporata, alla presenza di criticità nel controllo di gestione. Gli interventi sul documento informativo della fusione e sul documento successivamente pubblicato a integrazione e aggiornamento del primo sono stati finalizzati a fornire la più ampia* disclosure *in tema di operatività del controllo di gestione, determinazione dei criteri con i quali è stato definito il valore delle società interessate dalla fusione, verifiche dello* sponsor *sui risultati previsionali dell'entità risultante dalla fusione.*

Un giudizio di equivalenza è stato pronunciato, per la prima volta, con riferimento a una scissione.

Il disposto dell'art. 57, comma 1, lett. d), *del Regolamento Emittenti fa riferimento soltanto a ipotesi di fusione. La norma, tuttavia, traspone sul punto l'art. 4 della Direttiva 2003/71/CE (cosiddetta direttiva Prospetto), per cui la stessa va interpretata anche alla luce degli orientamenti degli organi preposti al coordinamento dell'attività delle autorità nazionali di regolamentazione e vigilanza sui mercati finanziari. Il Cesr, nell'ambito dell'aggiornamento periodico del documento* "Q and A", "Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by Cesr Members", *ha riconosciuto che l'esenzione prevista dalla direttiva Prospetto può essere concessa a qualsiasi fusione/scissione per la quale l'offerta pubblica è formulata secondo il disposto della direttiva stessa e la normativa italiana richiede un'informativa equivalente.*

Come noto, in occasione di una scissione il codice civile prevede che siano redatti documenti analoghi a quelli previsti in caso di fusione. Con riferimento a fusioni e scissioni, inoltre, l'emittente azioni è tenuto, ai sensi dell'art. 70, comma 4, del Regolamento Emittenti, a mettere a disposizione del pubblico un documento informativo contenente notizie particolareggiate sulla operazione, nonché sulle situazioni patrimoniali e i conti economici pro-forma dei soggetti partecipanti a tale operazione. Pertanto, anche in caso di scissione si rinvengono le stesse condizioni che rendono possibile l'esenzione dal prospetto in occasione di una fusione.

Nel corso del 2008, la Commissione ha approvato 21 documenti di offerta (a fronte dei 29 pubblicati nel 2007) aventi ad oggetto 19 offerte pubbliche d'acquisto e 2 offerte pubbliche di acquisto e scambio (Tav. 22).

Tav. 22

Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio per i quali è stato concesso il nulla-osta alla pubblicazione del documento d'offerta nel 2008

	Su azioni quotate			Su obbligazioni e warrant	Su azioni non quotate	*Totale*
	Ordinarie	Risparmio	Privilegiate			
Volontarie	14			1		*15*
Preventive						
Successive	4					*4*
Residuali	2					*2*
Su azioni proprie						
Totale	*20*			*1*		*21*
Obbligo/Diritto di acquisto[1]	5					*26*

[1]Documenti integrativi finalizzati ad assolvere agli adempimenti informativi connessi all'Obbligo/Diritto di acquisto ex artt. 108 e 111 del Tuf.

Per effetto delle turbolenze che hanno investito i mercati finanziari, nel corso dell'anno la capitalizzazione delle società quotate ha registrato una contrazione significativa. Ciò ha indotto un aumento delle operazioni straordinarie finalizzate alla revoca dalla quotazione.

Ad eccezione di due operazioni, le offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 2008 hanno avuto ad oggetto strumenti finanziari quotati con lo scopo, espressamente dichiarato da parte dell'azionista di maggioranza, di addivenire al delisting *degli stessi anche mediante le modalità previste dall'art. 108, commi 1 e 2, e dall'art. 111, comma 1 del Tuf disciplinanti rispettivamente l'obbligo di acquisto e il diritto di acquisto.*

Tra le motivazioni sottese al delisting, *si citano l'ingresso di soci privati (ad esempio, fondi di* private equity*) nel capitale della società* target, *ovvero la riorganizzazione del gruppo di appartenenza che l'offerente ha ritenuto potesse essere attuata più agevolmente in presenza di un assetto proprietario concentrato e senza dover sostenere i vincoli e i costi connessi alla quotazione.*

Nel corso dell'anno è stata inoltre consentita la pubblicazione di 5 documenti integrativi tramite i quali i soggetti offerenti hanno adempiuto agli obblighi informativi connessi all'obbligo di acquisto, ovvero all'esercizio del diritto di acquisto.

In occasione dall'acquisizione da parte di Veicolo Italiano Investimenti Tecnologici Spa della società quotata Sirti Spa, nelle more dell'emanazione delle disposizioni di attuazione dell'art. 108 del Tuf, la Commissione ha disciplinato: i) le modalità con cui l'offerente deve rendere noto al mercato e agli azionisti di minoranza della target *i termini e le modalità con cui procederà all'attuazione dell'obbligo di acquisto; ii) gli elementi informativi ai quali dare diffusione.*

In particolare, sono state individuate due modalità di adempimento dell'obbligo informativo a seconda che il prezzo al quale deve essere assolto l'obbligo d'acquisto sia pari rispettivamente al corrispettivo fissato per la precedente offerta totalitaria, ovvero al valore determinato dalla Consob.

Nel primo caso, considerando che le informazioni da diffondere si riferiscono ad aspetti già noti agli investitori, in quanto descritti nell'ambito del documento dell'offerta totalitaria, si è ritenuto che tutti gli elementi informativi funzionali per lo svolgimento dell'obbligo di acquisto potessero essere diffusi al mercato a cura dell'offerente, tramite apposito avviso a pagamento da pubblicarsi con le stesse modalità utilizzate per l'avviso sui risultati dell'offerta totalitaria.

Nel secondo caso, ossia qualora il corrispettivo sia quello fissato dalla Consob, si è tenuto conto della circostanza che l'assolvimento dell'obbligo di acquisto non può avvenire subito dopo la chiusura dell'offerta totalitaria, ma soltanto in un momento successivo alla determinazione del prezzo da parte della Consob. Si è pertanto ritenuto opportuna la pubblicazione, sempre a cura dell'offerente, di un documento integrativo, nel quale: i) dare conto degli elementi atti allo svolgimento della procedura; ii) fornire indicazioni circa eventuali fatti nuovi tali da poter influire sulla decisione degli azionisti di cedere i titoli in loro possesso; iii) descrivere la eventuale attuazione (anche parziale) dei programmi futuri indicati nel documento dell'offerta totalitaria.

Sotto il profilo della tempistica, attese le disposizioni di cui agli artt. 108 e 111 del Tuf, si è ritenuto che entro il termine massimo di 90 giorni dalla data di pagamento dell'offerta totalitaria dovesse essere garantito sia il diritto dei piccoli azionisti di richiedere all'offerente l'acquisto delle azioni residuate alla chiusura dell'offerta, sia il corrispondente diritto dell'offerente di esercitare il diritto di acquisto ai sensi del citato art. 111.

Tra le novità introdotte a seguito del recepimento della Direttiva 2004/25/CE merita attenzione il nuovo testo dell'art. 102 del Tuf nella parte in cui, al quarto comma, viene attribuito alla Consob il potere di sospendere i termini dei procedimenti istruttori aventi ad oggetto i documenti di Opa destinati alla pubblicazione qualora si ravvisi la necessità di acquisire informazioni supplementari, necessarie per valutare la completezza del quadro informativo fornito nel documento di offerta, ovvero ulteriori elementi informativi su determinati aspetti dell'operazione.

La Commissione si è avvalsa per la prima volta di tale potere in occasione dell'Opa totalitaria promossa dalla Polimeri Speciali Spa su azioni ordinarie Polynt Spa e dell'Opasc volontaria promossa da Fondiaria-Sai Spa su azioni ordinarie emesse da Immobiliare Lombarda Spa.

*L'acquisizione dell'intero capitale di Immobiliare Lombarda da parte della controllante Fondiaria-Sai assume rilievo in quanto prima offerta di scambio promossa in vigenza del nuovo assetto normativo. In particolare, hanno trovato per la prima volta applicazione le disposizioni di cui all'art. 108, comma 5, secondo il quale il corrispettivo dell'obbligo di acquisto deve assumere la "*stessa forma*" che rivestiva per l'offerta precedente, ferma restando la facoltà per il possessore dei titoli di esigere il corrispettivo in contanti in misura integrale.*

La Commissione ha disposto taluni principi di carattere generale per la determinazione del corrispettivo (delibera n. 16560 del 21 luglio 2008). Si è valutato, in via preliminare, che per

*"*stessa forma*" dovesse intendersi un corrispettivo articolato, fra titoli e contanti, nelle stesse proporzioni previste per il corrispettivo dell'offerta. Si è stabilito, inoltre, che la determinazione del corrispettivo debba essere effettuata definendo prima il valore, in termini monetari, di ciascuna azione della* target *e convertendo, successivamente, tale valore nella stessa forma del corrispettivo dell'offerta. La conversione del valore monetario nella stessa forma del corrispettivo dell'offerta deve essere effettuata sulla base della media dei prezzi ufficiali dei titoli offerti in scambio rilevati sul mercato nel mese precedente la determinazione del corrispettivo per l'obbligo di acquisto. Il valore monetario così determinato è l'importo da riconoscere nel caso in cui il possessore dei titoli esiga il corrispettivo in contanti in misura integrale.*

Nell'ambito dell'offerta di scambio in questione, il Cda di Immobiliare Lombarda ha ritenuto che il corrispettivo stabilito per i destinatari dell'offerta non fosse congruo per gli azionisti della target*. Nell'esprimere tale opinione il Consiglio di amministrazione ha precisato di aver condiviso integralmente le valutazioni espresse dall'*advisor *finanziario incaricato di valutare la congruità del corrispettivo dell'offerta in termini di prezzo offerto e di rapporto di scambio con le azioni della società emittente.*

*La Consob ha pertanto richiesto all'emittente di allegare al comunicato il parere dell'*advisor *finanziario in versione integrale per consentire agli azionisti della* target *di poter formulare un fondato giudizio circa l'opportunità di aderire all'offerta.*

La pubblicazione del parere dell'esperto è divenuta prassi operativa ed è successivamente stata applicata a tutti i casi di Opa, con l'obiettivo di assicurare la miglior tutela dei soggetti interessati e la massima trasparenza al mercato circa la struttura dell'offerta.

3. L'informativa in sede assembleare

Nel corso del 2008 la Commissione è intervenuta in diverse occasioni con richieste di informazioni da rendere in sede assembleare.

A tal proposito si segnala l'intervento nell'assemblea della società Schiapparelli 1824 (ora Kinexia) chiamata ad approvare il bilancio 2007. La società presentava una situazione di rilevante tensione economica patrimoniale e finanziaria, ricorrendo in capo a essa la fattispecie di cui all'articolo 2446 c.c. per effetto delle perdite dell'esercizio 2007 e delle perdite riportate a nuovo. La situazione della società, così come risultante dal bilancio 2007, evidenziava una significativa perdita di fatturato e un peggioramento della redditività del capitale investito, oltre che una rilevante incidenza sul patrimonio netto consolidato di un credito di cui risultava problematica la riscossione.

L'intervento della Consob si è concretizzato innanzitutto in richieste di informazioni da rendere in assemblea, ai sensi dell'art. 114 comma 5 del Tuf, relativamente all'eventuale esistenza di un piano industriale e finanziario, ovvero di un piano di risanamento del gruppo, al piano di incasso del suddetto credito, ai rapporti con gli istituti di credito e/o altri finanziatori, alla situazione patrimoniale e finanziaria più aggiornata, alle motivazioni sottostanti le singole dimissioni di amministratori e sindaci intervenute a partire dal 2007.

Inoltre, al fine di monitorare costantemente l'evolversi della situazione, la società è stata assoggettata a obblighi di aggiornamento con cadenza mensile dell'informativa relativa ad aspetti salienti della situazione gestionale, alla valutazione della sostenibilità del fabbisogno finanziario, all'andamento dei ricavi e dei costi, nonché a notizie sulla posizione finanziaria netta a data aggiornata e sul piano di incasso del credito scaduto.

L'attività di vigilanza sull'informativa in sede assembleare è stata orientata anche dalle tensioni che hanno caratterizzato l'andamento dei mercati finanziari nel corso del 2008. La Commissione, in particolare, ha richiesto alle banche italiane maggiormente esposte ai fattori che hanno determinato la crisi (Unicredit, Intesa Sanpaolo e Monte dei Paschi di Siena) di riportare nel bilancio 2007 informazioni integrative in merito all'operatività svolta attraverso le cosiddette *Special Purpose Entities* (quali, ad esempio, Cdo - *Collateralized debt obligation*, Siv - *Structured investment vehicle* e *Conduit*) e alla negoziazione di strumenti finanziari derivati con la clientela.

A seguito dell'analisi delle informazioni fornite dalle banche interessate, è stato inoltre richiesto di integrare le relazioni finanziarie semestrali 2008 con specifiche informazioni in ordine agli investimenti in Special Purpose Entities *consolidate, ai prodotti strutturati, agli strumenti finanziari derivati negoziati con la clientela, nonché al* fair value *degli strumenti finanziari.*

4. L'informativa contabile

Con riferimento all'attività di vigilanza in materia di informativa contabile svolta nel 2008, la Commissione è intervenuta più volte con la richiesta di chiarimenti circa alcune poste valutative di bilancio agli amministratori, ai revisori e al Collegio sindacale di società quotata, nonché di diffusione di informazioni al mercato.

Nell'ambito della periodica attività di controllo sulla correttezza contabile dei bilanci delle società quotate, la Commissione ha attivato il potere di impugnativa, ai sensi dell'articolo 157, comma 2 del Tuf, nei confronti di 2 emittenti.

In un caso, l'attivazione da parte della Consob del potere di impugnativa ha riguardato il bilancio consolidato del gruppo Aicon al 31 agosto 2007 e ha trovato fondamento nel riscontro di violazioni dei principi contabili internazionali relativi alla contabilizzazione e valutazione dei lavori in corso e delle attività immateriali, nonché nell'incompletezza dell'informativa resa relativamente all'operatività con parti correlate. Con riferimento alle tematiche di natura contabile, sono state riscontrate carenze nel sistema dei controlli interni e nel sistema di rilevazione dei costi tali da mettere in discussione l'affidabilità complessiva dei dati e delle informazioni fornite. Le violazioni riscontrate attengono allo Ias 11 "Commesse a lungo termine", allo Ias 38 "Attività immateriali" e allo Ias 24 "Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate", nonché alla comunicazione DEM/6064293 del 28 luglio 2006 con la quale è stato prescritto agli emittenti quotati di fornire, in aggiunta alle informazioni richieste dallo Ias 24, ulteriori informazioni relative all'operatività con parti correlate.

Nel secondo caso, la Commissione ha ritenuto che i bilanci di esercizio e consolidato di Eutelia al 31 dicembre 2007 non fossero redatti in conformità alla normativa vigente per la valutazione delle attività immateriali e delle imposte anticipate. Per entrambe le poste contabili gli amministratori dell'emittente hanno effettuato le proprie valutazioni in merito alla recuperabilità del valore delle voci iscritte in bilancio basandosi sul contenuto di un piano industriale che presentava numerose criticità attinenti alla attendibilità e all'attualità dei dati in esso contenuti. La rilevanza degli errori riscontrati in merito alla valutazione delle immobilizzazioni immateriali e delle imposte differite attive ha, inoltre, indotto la Commissione a contestare la violazione dei requisiti di attendibilità, prudenza e completezza dei bilanci 2007 di Eutelia. Le violazioni riscontrate attengono, quindi, allo Ias 36 "Riduzione durevole di valore delle attività", allo Ias 38 "Attività immateriali", allo Ias 12 "Imposte sul reddito", nonché allo Ias 1 "Presentazione del bilancio".

Nel 2008 è proseguita l'attività di vigilanza nei confronti delle società che versano in stato di crisi e per le quali si ritiene opportuno l'applicazione di obblighi di comunicazione mensili.

Tali obblighi sono prescritti nei confronti di emittenti che ricadono nella previsione degli artt. 2446 e 2447 c.c. (ossia, che hanno subito perdite tali da ridurre il capitale sociale di oltre un terzo o al di sotto del minimo legale), ovvero nei confronti dei quali i revisori hanno espresso, in sede di controllo dei conti annuali o semestrali, un giudizio negativo o sono stati impossibilitati a esprimere un giudizio.

Nel corso dell'anno la Commissione ha respinto le istanze di revoca degli obblighi di comunicazione mensile formulate da alcune società, in quanto la situazione di crisi non risultava stabilmente superata. La Commissione ha altresì imposto tali obblighi a 2 emittenti portando così a 17 il numero di società quotate tenute a effettuare comunicazioni su base mensile.

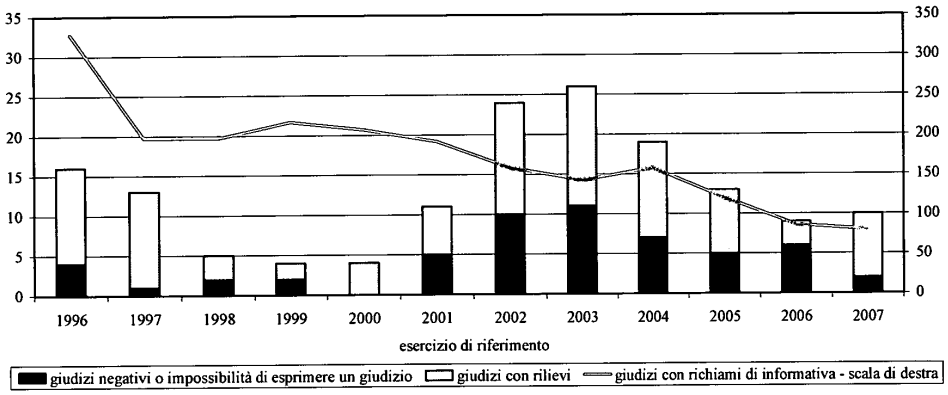
5. La vigilanza sulle società di revisione e sugli organi di controllo interno degli emittenti

Nel corso del 2008, le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale tenuto dalla Consob hanno esaminato 294 bilanci d'esercizio e 273 bilanci consolidati relativi all'esercizio 2007 di emittenti quotati su mercati regolamentati italiani.

In nessun caso il revisore ha espresso un giudizio negativo, mentre in 2 casi si è dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio; inoltre, in 8 casi è stato espresso un giudizio con rilievi (Fig. 80). Risulta sostanzialmente stabile il numero di giudizi con richiami di informativa, tra i quali figurano 5 casi in cui il revisore, pur in presenza di situazioni in cui il presupposto della continuità aziendale risulta soddisfatto, richiama l'attenzione sull'esistenza di incertezze rilevanti che possono far sorgere dubbi significativi sulla continuità aziendale della società.

Fig. 80

Giudizi delle società di revisione sui bilanci delle società quotate in mercati regolamentati italiani



Fonte: relazioni delle società di revisione. I dati riguardano diverse tipologie di giudizi o rilievi che possono essere riferiti anche a uno stesso emittente. Confronta Note metodologiche.

Le società di revisione hanno dichiarato l'impossibilità di esprimere un giudizio con riguardo a Ipi e Fullsix, a causa di molteplici e significative incertezze sulla continuità aziendale, relative soprattutto alla capacità delle società di reperire nel breve periodo risorse adeguate a garantire la continuità operativa.

Nel caso di Ipi, le incertezze derivano principalmente dalla situazione di strutturale tensione finanziaria e disequilibrio economico di alcune delle principali controllate, che tra l'altro rende dubbia la possibilità per Ipi di incassare nel breve periodo i crediti vantati verso le stesse. Altre incertezze sono connesse al realizzarsi del progetto di finanziamento di una iniziativa immobiliare e alla possibilità di addivenire ad accordi con le banche per il rinnovo di debiti in scadenza e l'ottenimento di nuovi finanziamenti.

Nel caso di Fullsix, le incertezze riguardano: i) l'esito dell'aumento di capitale, ritenuto dagli amministratori necessario ai fini della sussistenza del presupposto della continuità aziendale (sebbene già deliberato, alla data di rilascio della relazione di revisione l'iter per l'esecuzione dell'aumento di capitale non risultava ancora completato); ii) la capacità della controllata francese e delle sue controllate di restituire un finanziamento, contratto con un istituto di credito francese, divenuto anticipatamente e immediatamente esigibile; iii) il valore in bilancio della partecipazione nella suddetta controllata francese. Per quanto riguarda il bilancio consolidato, alle incertezze che precedono si aggiunge quella relativa alla mancanza di informazioni sullo stato di liquidazione della controllata inglese, da cui potrebbe derivare passività residue in capo al gruppo.

In altri casi le società di revisione hanno espresso rilievi per dissensi rispetto alla valutazione di determinate poste contabili o per limitazioni al processo di revisione. Tali casi hanno riguardato Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni, Everel Group, Kaitech (ora K.R. Energy), I Viaggi del Ventaglio, Richard Ginori, Sadi Servizi Industriali, Società Sportiva Lazio e Socotherm.

Nel caso di Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni, il rilievo attiene all'impossibilità per il revisore di acquisire sufficienti elementi probativi per verificare la correttezza della valutazione in bilancio delle azioni IPI, a sua volta causata dell'impossibilità per il revisore di quest'ultima di esprimere un giudizio sul bilancio della società.

Per Everel Group i rilievi riguardano, tra l'altro, lo stanziamento di un fondo per rischi contrattuali per garanzie prestate a favore di una controllata in liquidazione a fronte di crediti da questa vantati nei confronti di una società estera, non facente parte del gruppo, assoggettata a procedura concorsuale.

Con riferimento alla Kaitech (ora K.R. Energy) i rilievi sono riconducibili a limitazioni connesse alla verifica della correttezza del valore in bilancio di partecipazioni.

Con riguardo a I Viaggi del Ventaglio, i rilievi attengono: i) all'adeguatezza dello stanziamento nel bilancio di una controllata di un fondo a copertura dei rischi connessi a un contenzioso vertente sulla risoluzione di un contratto d'affitto di alcune strutture alberghiere, per cui I Viaggi del Ventaglio era garante; ii) alle incertezze in merito all'esito delle azioni di ristrutturazione intraprese e che dovranno essere intraprese per risanare il deficit patrimoniale di una controllata indiretta di diritto lussemburghese; iii) alle incertezze circa il recupero delle perdite accumulate dalla controllata indiretta di diritto capoverdiano; iv) alla congruità del fondo stanziato in bilancio a copertura degli oneri derivanti dall'accertamento di maggiori imposte, oltre interessi e sanzioni, a seguito di verifica fiscale; v) alle possibili conseguenze del contenzioso (che comunque non dovrebbero essere significative) instauratosi a seguito dell'impugnativa Consob del bilancio 2006.

Nel caso di Richard Ginori, il rilievo attiene a dissensi sull'applicazione di principi contabili. In particolare, le svalutazioni di partecipazioni e crediti verso controllate, in parte riferibili all'esercizio precedente, sono state imputate integralmente al conto economico 2007, anziché in parte al patrimonio netto iniziale, con un effetto non quantificabile sulla perdita 2007, ma senza alcun effetto sul patrimonio netto.

Il rilievo formulato con riguardo a Sadi Servizi Industriali attiene alla recuperabilità di un credito verso una controllata inglese.

Con riguardo alla Società Sportiva Lazio, il rilievo si riferisce a dissensi sull'applicazione di principi contabili. Infatti, la Lazio ha contabilizzato in un unico esercizio, anziché differirlo, il corrispettivo per la cessione, al cessionario dei diritti televisivi e di sponsorizzazione per le stagioni 2007/2008 e 2008/2009, della facoltà di estendere lo sfruttamento dei diritti televisivi e di sponsorizzazione anche per la stagione 2009/2010, con la conseguenza che per il 2007 il patrimonio netto risulta sovrastimato e il risultato d'esercizio sottostimato.

Nel caso di Socotherm, i rilievi sono riconducibili a limitazioni connesse alla verifica della correttezza del valore in bilancio di una partecipazione soggetta a controllo congiunto e di una società controllata, revisionate da altro revisore, alla valutazione della correttezza del valore di iscrizione in bilancio di alcune controllate e a carenze di informativa in bilancio riguardo alcuni aspetti di un finanziamento erogato da una banca.

Nel corso del 2008, la vigilanza sulle società di revisione è stata realizzata tramite l'emanazione di principi di revisione, in accordo con le associazioni professionali, e

mediante due tipologie di interventi: preventivi-sistematici (cosiddetti controlli di qualità) e successivi-specifici (cosiddetto *enforcement*).

Nel corso dell'anno, si sono conclusi i controlli di qualità su 3 società di revisione iscritte nell'Albo Consob, selezionate in quanto appartenenti alle tre diverse fasce dimensionali (grande, media e piccola) a cui è possibile ricondurre le società iscritte all'Albo. Le verifiche hanno avuto, in particolare, l'obiettivo di valutare l'adeguatezza e la corretta applicazione nelle società in esame delle procedure di controllo della qualità previste dal Documento n. 220, raccomandato dalla Consob, avente ad oggetto "*Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile*". Le stesse regole tecniche di riferimento, dettate dalla professione internazionale e nazionale, prevedono infatti la creazione di un sistema procedurale che copra tutte le aree di maggior rilievo ai fini della qualità dell'attività di *audit*.

Si è proceduto, pertanto, a valutare la struttura organizzativa e il sistema delle procedure per il controllo della qualità delle società selezionate, al fine di verificarne l'adeguatezza, l'efficacia e l'effettiva applicazione. I controlli sono stati incentrati, inoltre, sui rapporti delle società con i rispettivi network *internazionali di appartenenza, anche al fine di ricostruire il processo di recepimento, a livello locale, delle linee guida e degli standard emanati dai* network *a livello globale.*

In esito all'attività svolta, sono state formulate alle 3 società specifiche raccomandazioni che riportano gli interventi da effettuare per superare le carenze riscontrate e la relativa tempistica di attuazione.

Nel corso del 2008, è proseguita l'attività di *enforcement* sulle modalità di svolgimento di alcuni incarichi di revisione, conferiti ai sensi delle disposizioni del Tuf. Alla luce delle prime esperienze maturate nello svolgimento dei controlli di qualità, è stato inoltre avviato nella seconda metà dell'anno un primo intervento di vigilanza finalizzato a sviluppare sinergie tra i controlli di qualità svolti su una società di revisione e l'*enforcement* avviato su uno specifico incarico svolto dalla stessa. Ciò è stato realizzato attraverso la verifica delle modalità di applicazione delle procedure di controllo interno nello svolgimento dello specifico incarico e ha comportato la raccomandazione di interventi correttivi con riguardo, tra l'altro, alla composizione quali-quantitativa del *team* e ai presidi di controllo interni sull'incarico.

A ciò si è aggiunto l'usuale svolgimento di approfondimenti degli specifici profili tecnici del lavoro svolto dal revisore, per accertare l'eventuale presenza di irregolarità significative e la necessità di specifici interventi sanzionatori, analogamente ad accertamenti avviati in passato e attualmente in corso.

Permangono le incertezze derivanti dal mancato recepimento a livello nazionale della Direttiva 2006/23/CE in materia di revisione contabile (cosiddetta VIII Direttiva) che, tenuto conto della nuova delega di attuazione, dovrebbe intervenire entro giugno 2009.

Al 31 dicembre 2008 risultano iscritte nell'Albo Speciale 22 società di revisione. Nel gennaio 2008 è stata trasmessa una nuova istanza di iscrizione (Uniaudit Spa), la cui istruttoria si è peraltro conclusa con il ritiro della domanda da parte della società richiedente.

Con delibera Consob n. 16503 del 4 giugno 2008, la Commissione ha confermato per l'anno 2008 l'ammontare delle garanzie assicurative delle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale, al netto di eventuali franchigie, a copertura dei rischi derivanti dall'esercizio dell'attività di revisione contabile, già fissati per il 2007. La decisione di non modificare gli importi delle garanzie assicurative, strutturate secondo nove classi progressive di volumi d'affari, discende dall'assenza di comportamenti di mercato indicativi di una valutazione del rischio diversa rispetto a quella in base alla quale furono stabiliti l'ammontare delle garanzie per il 2007.

*Con riferimento agli incarichi di revisione contabile svolti per l'*audit *2007, dall'esame dei dati raccolti dalle società iscritte nell'Albo Speciale, si è evidenziata una lieve diminuzione del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione contabile ai sensi del Tuf, che è passato dai 2.008 dell'audit 2006 a 1.961, mentre è rimasta sostanzialmente immutata la distribuzione degli incarichi tra le società di revisione. Le prime quattro società in ordine di fatturato (PricewaterhouseCoopers Spa, Reconta Ernst & Young Spa, Deloitte & Touche Spa e Kpmg Spa) detengono infatti complessivamente il 95 per cento del mercato nazionale della revisione, a fronte del 94 per cento circa dello scorso anno.*

Per quanto concerne la vigilanza sugli organi di controllo interno delle società, la Legge sul risparmio ha attribuito alla Consob il potere/dovere di vigilare sul comportamento degli organi di controllo degli emittenti, ancorché, a differenza di quanto previsto per la vigilanza sulle società di revisione, non siano fissati modelli di vigilanza preventiva attraverso l'obbligo di effettuazione di controlli periodici.

Nonostante non sia stato attribuito alla Consob il potere di dettare regole tecniche di comportamento, si ritiene opportuno proseguire la collaborazione avviata nella seconda metà del 2008 con le Associazioni di categoria per la redazione di principi di comportamento che, da un lato, possano più concretamente indirizzare il comportamento di tali organi e, dall'altro, rappresentino adeguati e puntuali riferimenti per l'attività di vigilanza della Commissione, nell'ottica di un innalzamento della qualità dell'attività di controllo di competenza di tali organi sociali(si veda il successivo capitolo V "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali").

Nel corso del 2008 è entrato in vigore il regolamento in materia di limiti al cumulo degli incarichi dei componenti degli organi di controllo degli emittenti quotati e con strumenti diffusi, dando attuazione al disposto dell'art. 148-*bis* del Tuf, la cui introduzione rispondeva a uno specifico interesse del legislatore: garantire la disponibilità da parte dei professionisti incaricati di un tempo adeguato per lo svolgimento degli incarichi di controllo presso gli emittenti e così contribuire a un generale innalzamento della qualità dell'attività svolta da tali organi societari.

Ai fini della gestione degli obblighi informativi introdotti dal suddetto regolamento, nei primi mesi dell'anno è stato sviluppato il sistema informativo denominato Saivic (Sistema Automatico Integrato Vigilanza Incarichi di Controllo e Amministrazione), con il quale i componenti degli organi di controllo comunicano alla Consob gli incarichi di amministrazione e controllo detenuti presso le società di capitali, trasmettendo on line *i relativi dati, e verificano la propria posizione in funzione del limite previsto dalla norma regolamentare. Tale sistema consente altresì alla Consob di svolgere l'attività di vigilanza sul rispetto del limite regolamentare da parte dei soggetti obbligati (si veda il successivo capitolo VIII "La gestione interna e le relazioni con l'esterno").*

Il sistema Saivic è stato avviato nel mese di settembre 2008, con l'invio da parte di 1.052 professionisti delle dichiarazioni relative agli incarichi detenuti alla data del 31 agosto 2008.

Dalle prime comunicazioni ricevute, si rileva una diminuzione del numero medio di incarichi cumulati in capo ai singoli componenti degli organi di controllo.

II – LA VIGILANZA SUI MERCATI

1. Gli abusi di mercato

Nel corso del 2008 la Commissione ha concluso 10 indagini su anomalie riscontrate nell'attività di controllo dei mercati (Tav. 23). La sussistenza di un illecito è stata ipotizzata in 6 casi, per i quali si è provveduto all'invio di una relazione all'Autorità Giudiziaria. Tali casi hanno riguardato, rispettivamente, 2 ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, 3 di manipolazione operativa e una di manipolazione informativa.

I rimanenti 4 accertamenti conclusi nel 2008 (2 relativi a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, uno a ipotesi di manipolazione del mercato e uno a entrambe le fattispecie) non hanno condotto a formulare ipotesi di reato.

Tav. 23

Risultanze delle indagini in materia di abusi di mercato

	Segnalazione di ipotesi di reato[1]		Accertamenti senza segnalazioni di ipotesi di reato[2]	*Totale*
		di cui per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate		
1997	19	16	33	*52*
1998	21	17	15[3]	*36*
1999	30	22	8	*38*
2000	21	17	5	*26*
2001	18	14	10	*28*
2002	16	7	9	*25*
2003	16	13	10	*26*
2004	11	4	8	*19*
2005	4	2	4	*8*
2006	7	2	6	*13*
2007	10	3	3	*13*
2008	6	2	4	*10*

[1] Per le relazioni del 1997 e per 10 relazioni del 1998, si fa riferimento a relazioni motivate di cui all'art. 8, comma 3, della legge 157/1991, abrogato dal Tuf. [2] Con riferimento agli anni 1997, 1998 e 1999 il dato include le risultanze relative, rispettivamente, a 18, 3 e 1 indagine che si sono concluse senza l'invio di relazione motivata al Pubblico Ministero. A partire dall'entrata in vigore del Tuf e fino al maggio 2005 la Consob era tenuta, in ogni caso, a trasmettere al Pubblico Ministero una relazione su indagini e accertamenti effettuati. A partire dal maggio 2005 la Consob non è tenuta a trasmettere le relazioni per le quali non vengono formulate ipotesi di reato. [3] Di cui 9 relative ad attività di accertamento che si sono concluse prima dell'entrata in vigore del Tuf.

Le ipotesi di abuso di informazioni privilegiate hanno riguardato, rispettivamente, il passaggio del controllo di una società quotata e la diffusione di una ricerca prodotta da un analista finanziario (cosiddetto *front running* su ricerche) (Tav. 24).

Tav. 24

Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di abuso di informazioni privilegiate

	Mutamento del controllo - Opa	Risultati economici. Situazione patrimoniale e finanziaria	Operazioni sul capitale. Fusioni - Scissioni	Altre		*Totale*
					di cui per ipotesi di front running	
1997	7	4	2	3	--	*16*
1998	13	1	3	--	--	*17*
1999	13	4	3	2	--	*22*
2000	6	1	3	7	1	*17*
2001	9	--	2	3	2	*14*
2002	1	1	2	3	1	*7*
2003	5	2	1	5	2	*13*
2004	2	1	--	1	--	*4*
2005	--	1	--	1	1	*2*
2006	--	--	--	2	--	*2*
2007	1	1	1	--	--	*3*
2008	1	--	--	1	1	*2*

Nel primo caso, un dipendente di una società in procinto di lanciare un'offerta pubblica di acquisto ha conseguito un profitto di circa 40 mila euro, utilizzando l'informazione privilegiata di cui era a conoscenza in ragione dello svolgimento delle proprie funzioni. Nel secondo caso, alcuni soggetti hanno operato su un titolo azionario utilizzando l'informazione, ricevuta da alcuni dipendenti dell'intermediario di cui erano clienti, relativa alla diffusione di una ricerca che individuava un target price *molto elevato rispetto al prezzo di mercato (in particolare, acquisti e vendite sono stati realizzati, rispettivamente, prima e immediatamente dopo la pubblicazione della ricerca).*

Le ipotesi di manipolazione del mercato di tipo operativo hanno riguardato l'operatività di alcuni *day trader*, che accedevano al mercato tramite interconnessione da una sala allestita con postazioni dotate di strumenti informativi (cosiddetta *trading room*) e di una piattaforma operativa di tipo professionale (cosiddetto *trading on site*).

Nel primo caso sono stati individuati movimenti anomali dei prezzi riconducibili a uno schema manipolativo così strutturato: i) esecuzione di acquisti a prezzi crescenti; ii) realizzazione di operazioni incrociate tramite l'inserimento pressoché simultaneo di una proposta di negoziazione in acquisto e di una in vendita per pari quantità e prezzo (cosiddette wash trades *o "operazioni fittizie"); iii) chiusura della posizione a prezzi mediamente superiori rispetto a quelli di acquisto. L'intera strategia si svolgeva in un arco temporale breve, generalmente inferiore ai 20 minuti, ed è stata ripetuta più volte in ciascuna seduta.*

Nel secondo caso un day trader, *utilizzando un conto personale presso un intermediario e una delega a operare su un conto presso un secondo intermediario, ha effettuato alcune centinaia di operazioni incrociate su circa 30 titoli azionari nel corso di circa due mesi. Tali operazioni*

hanno costituito una quota rilevante sul totale degli scambi e hanno generato forti variazioni dei prezzi.

In un terzo caso sono state rilevate circa 30 operazioni incrociate poste in essere su circa 10 titoli nell'arco di due giorni. In particolare, un day trader *ha acquistato titoli azionari, avendo come controparte di mercato una società riconducibile allo stesso* day trader *e attiva tramite i servizi di* trading on line *offerti da un diverso intermediario, e ha in seguito venduto i titoli per i medesimi quantitativi a prezzi leggermente superiori. L'operatività non determinava il trasferimento dei titoli, ma solo perdite in capo alla società, con corrispondenti utili in capo alla persona fisica. Le operazioni incrociate hanno rappresentato una quota percentuale rilevante, pari in media al 60 per cento dei quantitativi complessivamente scambiati su ciascun titolo.*

Le persone fisiche segnalate all'Autorità Giudiziaria sono state 8, 3 per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e 5 per ipotesi di manipolazione del mercato (Tav. 25).

Tav. 25

Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato segnalate all'Autorità Giudiziaria

	Intermediari autorizzati[1]	Insiders istituzionali[2]	Altri soggetti[3]	Operatori esteri	*Totale*
Abuso di informazioni privilegiate					
1997	11	12	41	17	*81*
1998	17	31	34	32	*114*
1999	21	26	56	48	*151*
2000	24	11	149	34	*218*
2001	20	6	53	30	*109*
2002	14	1	69	21	*105*
2003	2	12	35	20	*69*
2004	--	8	7	4	*19*
2005	--	1	2	--	*3*
2006	--	7	--	--	*7*
2007	--	11	1	--	*12*
2008	--	2	1	--	*3*
Manipolazione di mercato					
1997	3	21	--	--	*24*
1998	7	2	--	2	*11*
1999	10	5	34	2	*51*
2000	1	2	1	1	*5*
2001	4	1	1	2	*8*
2002	18	2	--	4	*24*
2003	6	--	1	--	*7*
2004	4	2	6	1	*13*
2005	--	1	7	--	*8*
2006	--	6	2	--	*8*
2007	1	4	2	--	*7*
2008	--	--	5	--	*5*

[1] Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. [2] Soci, amministratori e dirigenti di società quotate. [3] *Insiders* secondari e i cosiddetti *tippees* (art. 180, comma 2, del Tuf).

Nei confronti di 6 degli 8 soggetti segnalati, la Consob ha anche avviato procedimenti amministrativi, essendo i fatti loro imputati accaduti dopo l'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato. Tali procedimenti sono tuttora in corso.

Con riferimento a uno dei casi di abuso di informazioni privilegiate, la Commissione ha avviato procedimenti amministrativi nei confronti di ulteriori 19 persone fisiche, in quanto insiders *secondari, cosiddetti* tippees*, il cui comportamento non è più sanzionato penalmente, e di 12 società per responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (art. 187-*quinquies *del Tuf). Sempre ai sensi di quest'ultima disciplina, la Consob ha avviato un procedimento amministrativo nei confronti di un ente nell'ambito di un caso di manipolazione del mercato di tipo informativo.*

Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità di vigilanza estere, nel 2008, è stato complessivamente pari a 288 (Tav. 26). Le richieste finalizzate ad assistere le Autorità di vigilanza estere impegnate in indagini su casi di presunti abusi di mercato sono state 43, in flessione rispetto all'anno precedente.

Tav. 26

Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato

	Soggetti destinatari delle richieste							
	Intermediari autorizzati[1]	Società quotate e loro controllanti o controllate	Soggetti privati		Pubbliche amministrazioni	Autorità estere	*Totale*	
				di cui audizioni				*di cui per conto di Autorità estere*
1997	220	37	49	--	22	11	*339*	—
1998	324	14	50	--	10	17	*415*	—
1999	416	22	48	10	--	21	*507*	—
2000	492	33	11	--	4	30	*570*	—
2001	247	30	93	7	10	33	*413*	*156*
2002	154	28	52	19	1	24	*259*	*36*
2003	185	15	55	29	3	27	*285*	*38*
2004	146	13	23	7	2	11	*195*	*101*
2005	140	9	47	42	--	23	*219*	*63*
2006	161	11	44	31	4	7	*227*	*38*
2007	176	12	93	51	5	16	*302*	*70*
2008	115	57	66	38	15	35	*288*	*43*

[1] Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio.

Nel corso del 2008, la Consob si è costituita parte civile in 7 nuovi procedimenti penali, di cui 2 per *insider trading*, 3 per manipolazione del mercato, 2 per ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza. Nella maggior parte di detti procedimenti, la Consob aveva provveduto a inviare alla competente autorità giudiziaria apposite segnalazioni, all'esito dell'attività di controllo svolta. Nei capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio, i fatti

ascritti agli imputati sono stati descritti in termini sostanzialmente analoghi agli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob (Tav. 27).

Tav. 27

Costituzioni di parte civile dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e aggiotaggio su strumenti finanziari (manipolazione del mercato)

Anno	Costituzioni	Reato[1]	Esito al 31 dicembre 2008
2004	2	Aggiotaggio	2 sentenze di patteggiamento 1 sentenza di condanna
2005	7	Insider trading e aggiotaggio	5 sentenze di condanna[2] 2 sentenze di patteggiamento 3 sentenze di non luogo a procedere
2006	10	Insider trading, manipolazione del mercato	5 sentenze di condanna[3] 6 sentenze di patteggiamento 2 sentenze di assoluzione[4] 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2007	12[5]	Insider trading, manipolazione del mercato	2 sentenze di condanna 5 sentenze di patteggiamento[12] 2 sentenze di proscioglimento per prescrizione 1 sentenza di non luogo a procedere[13] 1 sentenza di assoluzione
2008	5	Insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna 1 sentenza di patteggiamento 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione

[1] *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; aggiotaggio: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del c.c., ora art. 185 del Tuf. [2] Due sentenze di condanna sono state confermate in appello. La Corte di Cassazione ha annullato una delle sentenze della competente Corte d'Appello per intervenuta prescrizione, mentre agli effetti civili ha respinto il ricorso proposto dall'imputato. [3] Una sentenza di condanna è stata confermata in appello. La Corte di Cassazione ha respinto il ricorso prensentato dall'imputata avverso la sentenza emessa dalla competente Corte d'Appello. Una sentenza di condanna è stata emessa all'esito di giudizio abbreviato. [4] In un caso il Giudice ha altresì disposto la trasmissione degli atti ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie ex art.187–*bis* del Tuf. In un altro, la sentenza è stata emessa con la formula dubitativa ai sensi dell'art. 530, comma 2, c.p.p.. [5] In un caso, a seguito della regressione alla fase delle indagini preliminari, il procedimento è stato archiviato nel corso del 2008. [6] Con la sentenza in questione il Giudice ha disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale contestazione della violazione amministrativa prevista dall'art. 187–bis del Tuf. Il procedimento è tuttora in corso nei confronti di altri imputati.

Tra le costituzioni di parte civile si segnala quella concernente la vicenda Fiat. In data 9 luglio 2008 ha preso avvio l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 3 persone fisiche (esponenti aziendali, tra l'altro, di Ifil Investments Spa e di Giovanni Agnelli & C Sapa, imputati del reato di manipolazione del mercato, e 2 persone giuridiche responsabili ex legge 231/2001) ove la Consob si è costituita parte civile. In data 7 novembre 2008 il Giudice per l'udienza preliminare ha emesso decreto che dispone il giudizio nei confronti degli imputati.

La Consob, inoltre, si è costituita parte civile nel procedimento penale pendente innanzi al Tribunale di Milano per la vicenda Bnl/Unipol, in relazione all'ipotesi di reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza, all'udienza preliminare del 30 ottobre 2008.

In data 28 ottobre 2008 ha preso avvio la fase dibattimentale del procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche, oltre a 8 persone giuridiche responsabili ex legge 231/2001, imputate, a vario titolo, di diversi reati tra cui l'aggiotaggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza nell'ambito della vicenda riguardante l'acquisizione del controllo sulla Banca Antoniana Popolare Veneta Spa (contesa, nel primo semestre del 2005, tra il gruppo bancario olandese ABN Amro Bank e la Banca Popolare di Lodi Scarl, ora Banca

Popolare Italiana Sc), in cui la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel corso del 2007.

Nel 2008 sono stati anche definiti in primo grado 8 procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali la Consob si era costituita parte civile, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob.

Nell'ambito delle decisioni che hanno definito tali giudizi si ricorda la sentenza n. 5805 pronunciata dal Tribunale di Milano in data 14 maggio 2008, che ha disposto la condanna degli imputati per aggiotaggio su strumenti finanziari, liquidando 30 mila euro per danno non patrimoniale subito dalla Consob. Nella decisione è stato ritenuto che «gli 'altri artifizi' rappresentino una formula di chiusura della fattispecie e non siano una *'species'* del *'genus'* operazioni simulate, né debbano concretizzarsi in attività di per sé illecite. La capacità decettiva di tali comportamenti può essere desunta nelle diverse situazioni concrete dalle modalità di realizzazione dei medesimi in rapporto al contesto di fatto in cui si collocano». Inoltre, circa l'elemento costitutivo della cosiddetta *price sensitivity*, si è sostenuto: «il fatto che (...) non sia stata mai determinata nella norma, pur oggetto di vari interventi legislativi, né in termini assoluti né in termini percentuali, implica che volutamente questa valutazione sia lasciata al giudice, che potrà effettuarla sulla base dei dati disponibili concernenti la fattispecie concreta. Fra l'altro si osserva che tale scelta legislativa è condivisa anche dalla migliore dottrina, la quale sottolinea che una predeterminazione di tale parametro, anche se eventualmente in termini solo percentuali, costituirebbe un'eccessiva semplificazione, tale da rendere inidonea la norma ad adeguarsi alle infinite variabili delle contingenze di mercato e quindi inefficace rispetto alle finalità preventiva e repressiva perseguite dal legislatore». Quanto, poi, alla legittimazione della Consob alla costituzione di parte civile, sulla scorta di consolidata giurisprudenza, è stato evidenziato: «L'art. 187-*undecies* comma 2 Tuf, introdotto dalla legge 62/2005, ha esplicitamente disciplinato la possibilità di costituzione di parte civile da parte di Consob, (...) detta norma non ha in realtà attribuito alcuna nuova facoltà alla Consob, che già in precedenza, e quindi anche all'epoca dei fatti per cui è processo, in ragione del ruolo istituzionale e della normativa codicistica circa l'esercizio dei diritti e delle facoltà attribuiti agli enti ed alle associazioni rappresentativi degli interessi lesi dal reato poteva costituirsi parte civile secondo le regole generali. La norma in questione, quale *'ius superveniens'*, è comunque utile parametro di riferimento per l'individuazione di quale sia il danno risarcibile e per i criteri della sua quantificazione».

Inoltre, con sentenza n. 1446948 del 24 novembre 2008, il Tribunale di Milano, riconosciuta la responsabilità penale di un imputato per *insider trading*, ha liquidato all'Istituto, oltre al danno non patrimoniale derivante dalla lesione dell'integrità del mercato, i «danni patrimoniali patiti (...) corrispondenti al costo sostenuto dalla parte civile per l'attività di vigilanza svolta dai propri funzionari (...)», nonché il «danno morale subito dalla Consob per lesione della sua immagine».

Tra i procedimenti penali definiti in primo grado va anche ricordato quello nei confronti di 8 persone fisiche, ex esponenti aziendali di Finmatica Spa, imputate dei reati di aggiotaggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza;il procedimento è stato concluso con sentenza di condanna nei confronti di uno degli imputati, pronunciata dal Tribunale di Brescia in data 16 dicembre 2008, all'esito del giudizio abbreviato, e con sentenza di patteggiamento pronunciata in pari data nei confronti degli altri.

Di particolare rilievo è anche la sentenza di condanna di uno degli imputati dei reati di aggiotaggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza nella vicenda Parmalat, emessa dal Tribunale di Milano in data 18 dicembre 2008. Nel medesimo procedimento penale, il Tribunale di Milano ha pronunciato sentenza di patteggiamento nei confronti della maggioranza degli altri imputati.

Sempre in materia di abusi di mercato, nel corso del 2008 la Corte di Cassazione ha respinto con due sentenze i ricorsi proposti avverso due sentenze emesse dalla Corte d'Appello di Milano nel 2007, che avevano confermato le sentenze di primo grado ove, ritenuta la responsabilità penale degli imputati, questi ultimi erano stati condannati al risarcimento dei danni nei confronti della Consob.

Con la prima sentenza (n. 48005/08, emessa il 7 novembre 2008) la Corte di Cassazione, ha rigettato il ricorso proposto dall'imputata avverso la sentenza n. 1457 resa della Corte d'Appello di Milano il 29 novembre 2007. La Suprema Corte, nella motivazione della sentenza, si è particolarmente soffermata su due temi specifici: la continuità normativa nel tipo di illecito e la nozione di pubblicità della notizia; sul profilo della continuità, la Corte ha osservato, tra l'altro, che: «tra la fattispecie prevista dal testo originario dell'art. 180 del d.lg.vo n. 58/98 e quella prevista dall'art. 184 dello stesso decreto, nella formulazione conseguente alla modifica di cui alla l. n. 62 del 2005, vi è un rapporto di specialità, di specificazione con riferimento ai soggetti attivi, ora qualificati di un ruolo determinato, e per aggiunta per quanto riguarda le condotte che ora risultano più dettagliatamente descritte. Peraltro, prevalente rispetto agli elementi aggiuntivi introdotti con la nuova normativa, è, con riguardo alle condotte, il significato lesivo dell'elemento comune e tipico in entrambe le fattispecie, cioè l'abuso di informazioni privilegiate, 'abuso' che rappresenta il nucleo di disvalore del fatto e che è rimasto immutato, sicché vi è continuità nel tipo di illecito (...)». Con riguardo al secondo aspetto, la Corte ha sostenuto che «per 'pubblico' deve intendersi solo quello dei potenziali investitori sul mercato telematico, che non può certo coincidere con i soggetti (...) i quali, nella loro qualità di collaboratori dell'intermediario, vengano a conoscenza delle informazioni privilegiate, concernenti gli ordini da eseguire, a causa dell'esercizio della loro attività professionale, dal momento che questi ultimi di certo non sono obbligati, tra di loro, a tenere riservate le notizie apprese, essendo tale obbligo riferibile solo nei confronti dei terzi, come è agevole rilevare dal tenore del vigente art. 184, comma 1, lett. b) Tuf, che punisce la comunicazione a terzi di tali informazioni 'al di fuori del normale esercizio del

lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio', così come dalla precedente normativa di cui all'art. 180, comma 1, lett. b) (...)».

Con la seconda sentenza (n. 2063/09, emessa il 2 ottobre 2008) la Corte di Cassazione ha annullato per intervenuta prescrizione la sentenza n. 1364 del 12 aprile 2007 della Corte d'Appello di Milano; mentre, agli effetti civili, ha rigettato il ricorso proposto dall'imputato. La Suprema Corte, nella motivazione della sentenza, ha analizzato il concetto di «altri artifici», su cui è stato argomentato che «per qualificare come artificioso un mezzo, in sé non illecito, non è sufficiente che esso sia diretto al fine di turbare il mercato, occorrendo che sia anche obiettivamente artificioso, cioè posto in essere artificiosamente con modalità dell'azione tali, per ragioni di modo, tempo e luogo, da alterare il giuoco normale tra domanda e offerta (...)».

2. I provvedimenti Consob in materia di vendite allo scoperto

Fra settembre e ottobre 2008, in concomitanza dell'acuirsi della crisi finanziaria, la Commissione ha adottato una serie di provvedimenti in materia di vendite allo scoperto (cosiddette *short sales*).

In particolare, la Consob, il 19 settembre 2008, ha emesso un comunicato con il quale ha richiamato gli operatori al pieno rispetto delle regole di negoziazione e di consegna dei titoli nei tempi stabiliti dalle disposizioni normative e regolamentari vigenti, in considerazione dell'impatto che l'operatività di vendita allo scoperto può avere sull'ordinato svolgimento degli scambi e sull'integrità dei mercati. L'Istituto è intervenuto successivamente a più riprese per introdurre varie restrizioni alle vendite allo scoperto.

Il 22 settembre 2008, la Commissione ha disposto che la vendita di azioni di banche e imprese di assicurazioni, quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate, fosse assistita dalla disponibilità dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione.

Il 1° ottobre 2008, perdurando una situazione critica sul mercato azionario italiano, la Consob ha introdotto ulteriori restrizioni prevedendo che la vendita di azioni di banche e imprese di assicurazioni, quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate, fosse assistita, oltre che dalla disponibilità, anche dalla proprietà dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolazione dell'operazione. Il successivo 10 ottobre, la Commissione ha esteso tali restrizioni a tutte le azioni quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate. Tale provvedimento, la cui scadenza era inizialmente fissata al 31 ottobre, è stato prorogato fino al 31 dicembre 2008.

3. La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Nel corso del 2008 la Commissione ha approvato, a più riprese, le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e alle relative Istruzioni, ai sensi dell'art. 63, comma 2 del Tuf.

Nel mese di giugno 2008, la Consob ha approvato alcune modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, deliberate dall'assemblea della società di gestione del 21 aprile 2008, e ha rilasciato l'assenso alle modifiche delle relative Istruzioni. Le principali modifiche hanno riguardato il ruolo dello sponsor, *le disposizioni attuative della legge sul risparmio in materia di società controllanti società estere extra UE, il recepimento della direttiva Opa in materia di revoca dalla quotazione e modalità di realizzazione del* sell-out, *le relazioni trimestrali e i resoconti intermedi di gestione, la periodicità con cui è svolta la verifica del mantenimento dei requisiti di* governance *per il segmento Star, la definizione dei parametri di controllo e di quantità nell'ambito della vigilanza sui mercati e la negoziazione delle azioni delle* investment companies.

Nel settembre 2008, la Commissione ha approvato ulteriori modifiche che hanno riguardato tre principali aree. La prima concerne gli interventi regolamentari determinati dalla migrazione verso la nuova piattaforma di negoziazione "TradElect", con la conseguente adozione di una nuova microstruttura dei mercati Mta e Expandi. Ulteriori modifiche al regolamento si riferiscono, in linea con quanto consentito dalla direttiva MiFID, all'allargamento dei soggetti ammissibili alle negoziazioni, nonché agli interventi volti a rendere maggiormente omogeneo il processo di cross-membership *tra il mercato gestito dal London Stock Exchange e quelli gestiti da Borsa Italiana. La terza area di revisione è costituita dalle materie del* listing on line *e delle attestazioni dello* sponsor *ovvero del* listing partner *nell'ambito della procedura di ammissione a quotazione.*

In tale occasione, al fine di procedere a una semplificazione normativa e in linea con l'approccio adottato dal London Stock Exchange, Borsa Italiana ha ritenuto di convogliare le disposizioni di natura tecnica e molto specifica in documenti che affiancano il Regolamento dei mercati. In particolare, è stato previsto un Manuale del servizio di negoziazione che rappresenta il documento nel quale trova spazio una descrizione delle caratteristiche generali del sistema di negoziazione "TradElect" unitamente alle disposizioni di dettaglio inerenti alla struttura del mercato e dei partecipanti e al funzionamento del mercato (fasi e periodi di mercato, controllo automatico dei prezzi e asta di volatilità, tipologie di ordini e modalità di esecuzione, definizione dei prezzi di mercato, orari di negoziazione, tipologie di indici). Al Manuale del servizio di negoziazione si aggiunge inoltre la Guida ai parametri, che fornisce una disciplina relativa ai limiti di variazione dei prezzi (parametri di controllo), nonché ai parametri di quantità delle proposte di negoziazione (parametri di quantità) relativi a ciascun mercato regolamentato, organizzato e gestito da Borsa Italiana.

Con le decisioni di giugno e dicembre 2008, la Commissione ha approvato le modifiche alle Istruzioni al Regolamento della Borsa Italiana riguardanti, rispettivamente, la negoziazione delle opzioni sull'indice S&P/Mib (con specifico riferimento all'introduzione delle long term option*) e la definizione del dividendo straordinario ai fini della rettifica dei contratti derivati in caso di stacco dei dividendi, gli obblighi di quotazione dei* market maker *sui contratti di opzione sull'indice*

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.

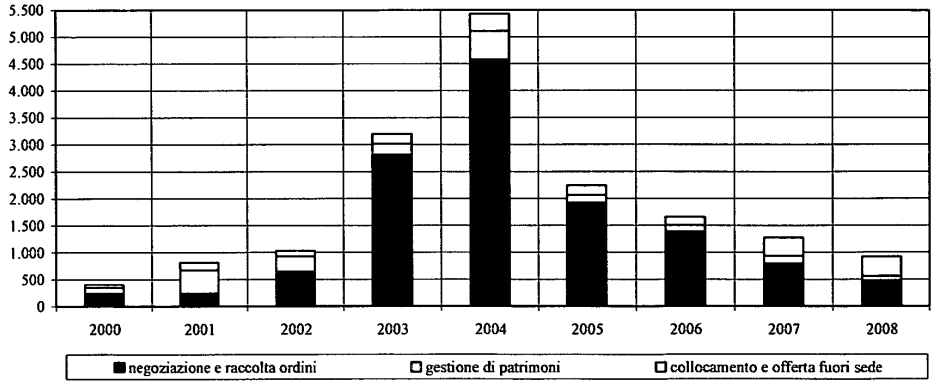
Coerentemente a un approccio di vigilanza *risk based*, l'attività di orientamento ha avuto come destinatari i principali gruppi bancari e assicurativi operanti in Italia, ai quali è ascrivibile oltre l'80 per cento dei ricavi del settore dell'intermediazione mobiliare.

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[1]	Banche	Sgr\Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Sim[1]	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	--

[1] 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[1]		
	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
Totale insolvenze	*16*	*9*	*25*
di cui con avvenuto deposito dello stato passivo	*16*	*8*	*24*
Numero creditori ammessi	2.190	888	*3.078*
Importo crediti ammessi[2]	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. [1] Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. [2] Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali.

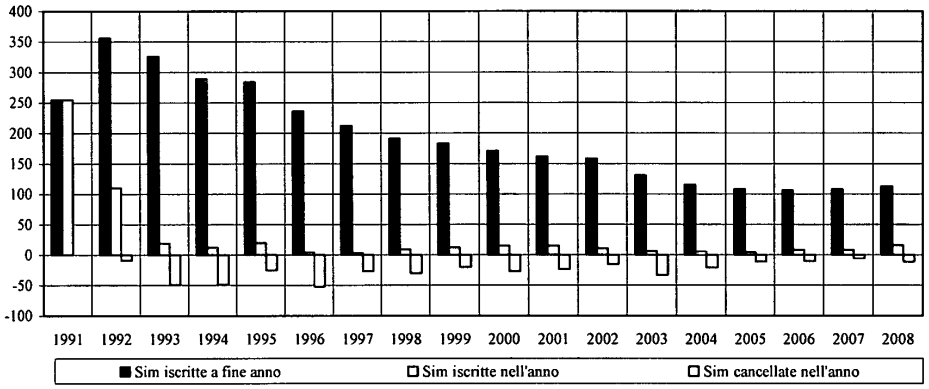
Il numero delle Sim iscritte nell'Albo tenuto dalla Consob è passato da 108 a fine 2007 a 113 (Fig. 82). Tale incremento è legato alle nuove previsioni MiFID in materia di servizi di investimento; sono state infatti autorizzate 11 Sim all'attività di consulenza e 2 Sim alla gestione di sistemi multilaterali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

Dinamica dell'Albo delle Sim



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[1]

	Motivazioni								
	Crisi dell'intermediario[2]	Fusioni e scissioni	Liquidazione volontaria – Variazione dell'attività	Trasformazione in banca	Trasformazione in Sgr	Trasformazione da fiduciaria a sim	Non operativa[6]	Mancato esercizio servizi autorizzati	*Totale*
1992-1997	37	29	100	5	—	2	38	--	*211*
1998	2	7	16	4	--	--	—	1	*30*
1999	1	9[3]	4	--	4	2	—	--	*20*
2000	1	3	11	3	7	1	—	1	*27*
2001	1	3	6	10[4]	3[5]	--	—	--	*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. [1] 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. [2] Sono inclusi i decreti del Ministero dell'economia e delle finanze, i provvedimenti Consob, i fallimenti e le liquidazioni coatte amministrative. [3] È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d'azienda a una società del gruppo. [4] In 3 casi si tratta di operazioni di fusione per incorporazione in banche. [5] Si tratta di 3 operazioni di fusione per incorporazione in Sgr. [6] 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

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

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*.

L'esame della struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e della presenza dei requisiti di indipendenza degli amministratori è proseguito anche nel 2008. In particolare, è stata analizzata la composizione dei consigli di amministrazione delle prime 17 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito al 31 dicembre 2008 (le quali, con un patrimonio complessivo di 154 miliardi di euro, rappresentavano l'89 per cento del totale del patrimonio gestito dei fondi armonizzati di diritto italiano (Tav. 32).

Tav. 32

Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo
(numero di consiglieri)

		Cariche ricoperte nelle Sgr							
		Amministratore Delegato	Consigliere	Consigliere esecutivo	Consigliere indipendente	Presidente	Presidente consigliere esecutivo	Presidente consigliere indipendente	*Totale*
					2007				
Cariche ricoperte nella capogruppo	Presidente		2						*2*
	Vice Presidente		1					1	*2*
	Amministratore Delegato		2						*2*
	Consigliere		7	1	2	2			*12*
	Consigliere esecutivo		3			1			*4*
	Consigliere indipendente								--
	Direttore Generale		4				1		*5*
	Vice Direttore Generale	1	2	1					*4*
	Dirigente	1	12			2			*15*
Cariche in altre società del gruppo		10	44	9	14	6	3		*86*
Senza cariche nelle società del gruppo		1	25	3	14	1		3	*47*
	Totale complessivo	*13*	*102*	*14*	*30*	*12*	*4*	*4*	*179*
					2008				
Cariche ricoperte nella capogruppo	Presidente		1						*1*
	Vice Presidente								--
	Amministratore Delegato								--
	Consigliere		3	3	1	3			*10*
	Consigliere esecutivo		1						*1*
	Consigliere indipendente								--
	Direttore Generale		3			1			*4*
	Vice Direttore Generale	1	2						*3*
	Dirigente		7	1		1			*9*
Cariche in altre società del gruppo		7	42	5	12	6			*72*
Senza cariche nelle società del gruppo		3	30	6	11			4	*54*
	Totale complessivo	*11*	*89*	*15*	*24*	*11*	--	*4*	*154*

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi alle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito. Dati di fine periodo.

Dall'analisi si evince che nel 2008 il numero complessivo dei consiglieri è diminuito di 25 unità rispetto all'anno precedente, passando da 179 a 154.

Si registra inoltre un lieve miglioramento con riguardo a: i) una maggiore snellezza dei consigli, che deriva dalla riduzione del numero di consiglieri senza particolari incarichi (né esecutivi, né indipendenti); ii) una maggiore efficacia dei consigli, misurata dal maggior peso dei consiglieri esecutivi; iii) una minore sovrapposizione tra i consiglieri della Sgr e i consiglieri della capogruppo e/o del gruppo nel suo complesso (essendo passati da 130 a 100 i consiglieri che ricoprono contestualmente più incarichi).

In particolare la presenza nei consigli di amministrazione di amministratori che non rivestono incarichi specifici (né esecutivi, né indipendenti) si è ridotta di 13 unità, riflettendo una tendenza al ridimensionamento dei consigli. Il peso dei consiglieri esecutivi è pertanto aumentato, con un rapporto medio di un consigliere esecutivo ogni 12,8 consiglieri nel 2007 e di 1 a 10 nel 2008.

Si rileva, invece, un peggioramento in relazione al grado di indipendenza dei consiglieri, misurato sia in assoluto che relativamente all'anno precedente. Se confrontato con il rapporto ideale suggerito dai Codici di Autodisciplina per le società quotate, il numero dei consiglieri indipendenti è basso, con una media di 1,5 consiglieri indipendenti ogni 10 nel 2008. L'anno precedente tale rapporto era di un consigliere indipendente ogni 6 consiglieri.

3. I promotori finanziari

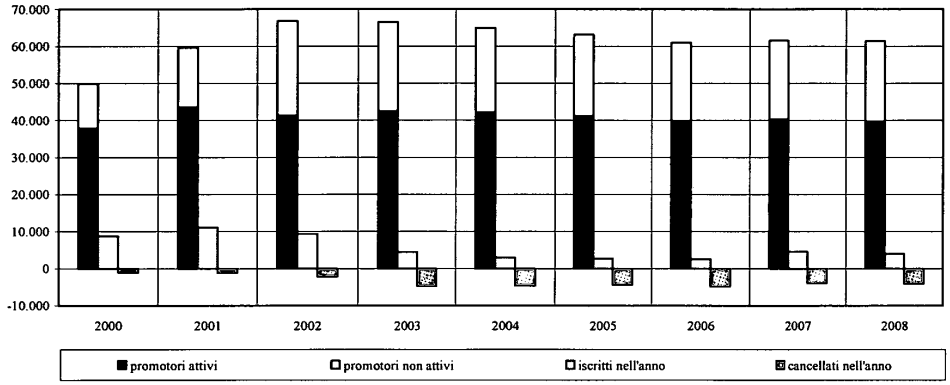
L'azione di vigilanza sui promotori finanziari ha tratto impulso dagli esposti degli investitori (circa 102 nel 2008) e dalle verifiche ispettive condotte presso gli intermediari, oltre che dalle comunicazioni dell'Autorità Giudiziaria e dalle segnalazioni degli stessi intermediari e delle commissioni regionali.

Nel 2008 la Consob ha adottato nei confronti dei promotori finanziari numerosi provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività e ha trasmesso 42 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria relative a ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore finanziario (si veda il successivo capitolo IV "I provvedimenti sanzionatori e cautelari"). Inoltre, nel 2008 sono state effettuate, per finalità di vigilanza sui promotori, 546 richieste di dati e notizie.

Con riferimento alla dinamica dell'Albo dei promotori finanziari, che dal 1° gennaio 2009 è tenuto dall'Organismo per la tenuta dell'Albo Promotori Finanziari, nel 2008 si è registrata una lieve flessione di soggetti iscritti (-0,2 per cento) e, in misura più rilevante (-1,6 per cento), del numero di promotori attivi (Fig. 83).

Fig. 83

Dinamica dell'Albo dei promotori finanziari



IV – I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

1. L'attività sanzionatoria

Nel 2008 la Commissione ha adottato 136 provvedimenti sanzionatori (200 nel 2007) a fronte di 156 procedimenti (227 nel 2007) per accertate violazioni delle disposizioni del Tuf e dei relativi regolamenti attuativi.

L'ammontare complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a 6,5 milioni di euro, a fronte di circa 43,7 milioni di euro nel 2007; inoltre, a seguito di accertate fattispecie di insider trading, *sono stati sequestrati, e successivamente confiscati, beni per un controvalore complessivo pari a 5,5 milioni di euro (39,9 milioni di euro nel 2007). Nei confronti degli autori di violazioni concretanti abuso di informazioni privilegiate sono state anche comminate sanzioni interdittive accessorie (perdita dei requisiti di onorabilità e incapacità ad assumere incarichi di direzione, amministrazione e controllo in società quotate) per complessivi 18 mesi (117 nel 2007).*

La riduzione del controvalore economico delle sanzioni pecuniarie complessivamente applicate è essenzialmente effetto della circostanza che nel corso del 2007 avevano trovato conclusione procedimenti sanzionatori relativi a vicende societarie particolarmente rilevanti in materia di abusi di mercato, in esito alle quali erano state applicate sanzioni per un ammontare complessivo pari a 35,6 milioni di euro.

2. I provvedimenti in materia di abusi di mercato

Nel 2008 i provvedimenti sanzionatori assunti dalla Commissione per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato, sono stati in totale 5 (11 nel 2007), concernenti tutti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate (Tav. 33).

Tav. 33

Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato
(valori monetari in migliaia di euro)

	numero casi		numero soggetti interessati		importo sanzioni		importo confische		numero soggetti interessati da pene accessorie		pene accessorie (mesi)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Insider trading[1]	8	5	8	6	5.358	2.052	39.893	5.478	8	6	63	18
Manipolazione[2]	3	--	9	--	30.207	--	--	--	5	--	54	--
Totale	*11*	*5*	*17*	*6*	*35.565*	*2.052*	*39.893*	*5.478*	*13*	*6*	*117*	*18*

[1] Illecito sanzionato ai sensi dell'art. 187-*bis* Tuf. [2] Illecito sanzionato ai sensi dell'art. 187-*ter* Tuf.

Le sanzioni pecuniarie comminate, complessivamente pari a poco più di 2 milioni di euro, hanno riguardato in tutto 6 soggetti, di cui 5 persone fisiche e 1 persona giuridica, quest'ultima sanzionata ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (responsabilità dell'ente).

Nei confronti delle stesse persone fisiche sanzionate è stata anche applicata la sanzione interdittiva accessoria obbligatoria di cui all'art. 187-*quater* del Tuf (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate) per complessivi 18 mesi; inoltre, nei confronti dei medesimi soggetti è stata disposta la confisca, parimenti obbligatoria ai sensi dell'art. 187-*sexies* del Tuf, di beni appartenenti agli autori delle violazioni per un valore complessivo pari a circa 5,5 milioni di euro.

Le violazioni del divieto di abuso di informazioni privilegiate accertate dalla Commissione hanno riguardato tutti casi di *secondary insiders*, ovverosia di soggetti che venuti in possesso dell'informazione privilegiata da un *primary insider* hanno posto in essere condotte vietate ai sensi dell'art. 187-*bis* del Tuf.

Tra i procedimenti conclusi si segnala quello che ha portato all'adozione di provvedimenti sanzionatori in relazione a operazioni di vendita di azioni della società Fidia Spa effettuate in concomitanza con la realizzazione di iniziative nell'ambito di un progetto di fusione tra la stessa Fidia Spa e Prima Industrie Spa, comunicato al mercato il 7 giugno 2005.

In particolare, gli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob hanno evidenziato che la società, per mezzo del Direttore Generale, aveva effettuato operazioni di vendita di azioni proprie detenute dalla stessa società, tra il 24 e il 30 agosto 2005, sfruttando l'informazione non comunicata al mercato, circa una importante contrazione del fatturato della società stessa, che si discostava significativamente dai risultati previsti da Fidia nel proprio business plan *2005-2007. Ne conseguiva, pertanto, la consapevolezza, da parte dei vertici di Fidia, delle ripercussioni negative che tale notizia avrebbe potuto avere sull'esito del progetto di fusione* in fieri, *poi effettivamente venuto meno a causa della rinuncia allo stesso da parte di Prima Industrie proprio a seguito della diffusione della notizia circa il trend negativo dei dati contabili di Fidia. Le indagini hanno, altresì, dimostrato che la medesima condotta abusiva andava ascritta anche al socio controllante nonché Presidente di Fidia.*

*Quanto sopra ha sostanziato violazione dell'art. 187-*bis *del Tuf (abuso di informazioni privilegiate), con conseguente applicazione di sanzioni pecuniarie nei confronti delle due persone fisiche responsabili delle violazioni, nonché della stessa Fidia Spa nel cui interesse erano state compiute le vendite di azioni proprie detenute dalla società medesima. A carico delle stesse persone fisiche è stata, altresì, applicata la sanzione interdittiva accessoria obbligatoria della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e dell'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo. Nei confronti dei soggetti che avevano tratto vantaggio dalla descritta operatività (Fidia Spa e socio controllante), è stata inoltre applicata la sanzione della confisca dei beni per un totale di 1,8 milioni di euro.*

Un altro caso di abuso di informazioni privilegiate è stato accertato in relazione ad acquisti di azioni Interbanca Spa, riconducibili a un componente del patto di sindacato che governava Banca Popolare Antoniana Veneta all'epoca dei fatti oggetto del procedimento.

Tale soggetto aveva effettuato detti acquisti abusando dell'informazione privilegiata (acquisita in ragione della sua appartenenza a una delle componenti del patto di sindacato) relativa al progetto della Banca Popolare Antoniana Veneta di lanciare un'Opa sulla totalità delle azioni Interbanca.

*Gli accertamenti svolti hanno evidenziato che il profitto effettivo conseguito dall'*insider *sulla posizione in azioni Interbanca, determinato utilizzando il prezzo medio ponderato di cessione, è stato pari a 723.200 Euro.*

L'autore della violazione è stato oggetto prima di procedimento penale e, successivamente, di procedimento sanzionatorio amministrativo (per effetto dell'intervenuta depenalizzazione delle fattispecie di insider *secondario); da tale procedimento è conseguita l'applicazione di una sanzione pecuniaria di 1,4 milioni di euro e della sanzione interdittiva accessoria, ai sensi dell'art. 187-*quater, *comma 1, del Tuf per complessivi quattro mesi, nonché della confisca di beni per un valore di circa 3,3 milioni di euro.*

Nel corso del 2008 sono giunti a conclusione i primi 9 procedimenti concernenti violazioni della disciplina delle operazioni di *internal dealing* (art. 114, comma 7, del Tuf e artt. 152-*sexies* e ss. del Regolamento Consob 11971/999).

Al fine di prevenire fattispecie di market abuse, *tali disposizioni pongono a carico dei cosiddetti "soggetti rilevanti" (ossia i soggetti che ricoprono incarichi direttivi/amministrativi in un emittente quotato nonché i partecipanti al capitale dell'emittente medesimo in misura almeno pari al 10 per cento e i soggetti a questi strettamente legati specificamente indicati nel comma 7 dell'art. 114 del Tuf) obblighi di comunicazione delle operazioni, aventi ad oggetto azioni emesse dall'emittente o altri strumenti finanziari a esse collegati, da loro effettuate, anche per interposta persona.*

In relazione a tali violazioni, sono state applicate sanzioni pecuniarie complessivamente pari a circa 400 mila euro, nei confronti di 7 persone fisiche e 2 persone giuridiche.

3. I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

I procedimenti concernenti violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare, conclusi nel 2008 con l'adozione di provvedimenti sanzionatori, sono stati in totale 7 (16 nel 2007) e hanno riguardato 5 banche, una Sim e una Sgr (Tav. 34, Fig. 84).

Le relative sanzioni pecuniarie, pari a circa 2,9 milioni di euro (2,7 milioni nel 2007), sono state comminate nei confronti di 103 esponenti aziendali (196 nel 2007). Le violazioni riscontrate a seguito delle iniziative di vigilanza, anche ispettive, hanno avuto ad oggetto inadempienze di tipo sia procedurale che comportamentale.

Tav. 34

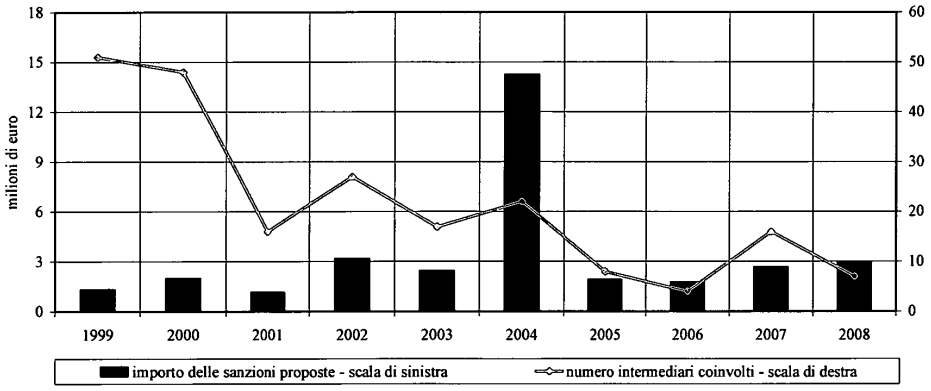
Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari[1]
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero intermediari coinvolti					Numero esponenti sanzionati					Importo delle sanzioni[2]				
	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	*Totale*	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	*Totale*	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	*Totale*
1999	23	25	3	--	*51*	71	71	3	--	*145*	647	566	120	--	*1.333*
2000	13	21	14	--	*48*	71	88	14	--	*48*	986	901	100	--	*1.987*
2001	5	10	1	--	*16*	31	52	1	--	*84*	252	860	39	--	*1.151*
2002	5	12	5	5	*27*	90	161	6	61	*318*	557	1.319	136	1.147	*3.159*
2003	7	3	1	6	*17*	114	25	3	73	*215*	1.847	172	54	369	*2.441*
2004	18	3	1	--	*22*	504	11	1	--	*516*	14.087	108	55	--	*14.250*
2005	7	1	--	--	*8*	126	11	--	--	*137*	1.849	61	--	--	*1.910*
2006	1	1	--	2	*4*	32	16	--	48	*96*	680	296	--	787	*1.763*
2007	6	7	--	3	*16*	79	62	--	55	*196*	1.035	814	--	809	*2.659*
2008	5	1	--	1	*7*	85	13	--	5	*103*	*2.807*	29	--	109	*2.945*

[1] A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze. [2] L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Fig. 84

Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari[1]



[1] A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Le irregolarità di maggiore rilevanza hanno riguardato: i) il mancato rispetto della disciplina primaria e secondaria (nel testo vigente all'epoca dei fatti oggetto dei procedimenti) che impone agli intermediari di disporre di risorse e procedure interne idonee ad assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi d'investimento e a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi medesimi, nonché ad

assicurare un'adeguata vigilanza interna sulle attività svolte dalle reti di vendita; ii) l'inidoneità delle procedure per la individuazione e gestione dei conflitti d'interesse; iii) la violazione delle disposizioni in materia di preimputazione e registrazione degli ordini; iv) la mancata indicazione all'investitore, ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, di un parametro oggettivo di riferimento coerente con i rischi a essa connessi, in relazione al quale commisurare i risultati della gestione stessa; v) la violazione delle disposizioni in materia di adozione e tenuta del registro dei reclami ricevuti dalla clientela nonché di adozione del registro delle verifiche; vi) la mancata adozione del registro elettronico degli ordini impartiti dalla clientela e delle operazioni eseguite.

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggiore rilevanza assunti nel 2008 per accertate violazioni alla disciplina degli intermediari, si segnala quello adottato nei confronti di esponenti aziendali di Banca Italease Spa in relazione alle carenze procedurali riscontrate nella prestazione del servizio di negoziazione in conto proprio avente ad oggetto derivati *over the counter*.

*Le violazioni accertate hanno riguardato, in particolare, l'assenza di procedure idonee a garantire un'adeguata conoscenza, da parte del cliente, della natura, dei rischi e delle implicazioni delle operazioni stipulate, necessarie affinché l'investitore potesse compiere consapevoli scelte d'investimento o disinvestimento. La violazione è risultata tanto più grave in considerazione delle peculiarità dell'offerta dell'intermediario, orientata, nel periodo oggetto del procedimento, verso strumenti derivati dalla struttura complessa e ad alto grado di rischiosità. Carenze procedurali sono state, inoltre, accertate sia con riguardo alla fase di valutazione dell'effettiva coerenza tra le caratteristiche contrattuali dello strumento derivato e le esigenze finanziarie del cliente, sia con riferimento all'obbligo di acquisire un'effettiva conoscenza della clientela, attraverso l'ottenimento di informazioni in merito all'esperienza in materia di investimenti finanziari, alla situazione finanziaria, agli obiettivi d'investimento e alla propensione al rischio del singolo investitore. Sostanzialmente assenti sono risultate, infine, le procedure necessarie alla valutazione del valore di mercato (*mark to market*) e alla conseguente definizione delle condizioni economiche (*pricing*) applicate alle operazioni in derivati* over the counter *concluse da Banca Italease con la clientela.*

Con riferimento ai promotori finanziari, nell'anno 2008 sono stati adottati complessivamente 93 provvedimenti sanzionatori (116 nel 2007), di cui 44 radiazioni dall'albo, 43 sospensioni a tempo determinato (da minimo un mese a massimo quattro mesi), 2 sanzioni pecuniarie (per un importo di 1.516 euro) e 4 richiami scritti. Sono state, inoltre, effettuate 42 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte (Tav. 35).

Le irregolarità più ricorrenti poste in essere dai promotori finanziari hanno riguardato: i) l'acquisizione di disponibilità di pertinenza degli investitori, associata sovente all'accettazione di mezzi di pagamento difformi da quelli consentiti dalla normativa di settore; ii) la comunicazione o la trasmissione all'investitore di informazioni o documenti non rispondenti al vero (il più delle volte funzionale a celare comportamenti appropriativi); iii) la mancata esecuzione di disposizioni impartite dalla clientela o anche l'effettuazione di operazioni non autorizzate anche unitamente

alla contraffazione delle firme degli investitori; iv) l'omessa verifica dell'identità degli investitori; v) la mancata conservazione della documentazione relativa al rapporto con l'investitore.

Tav. 35

Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari

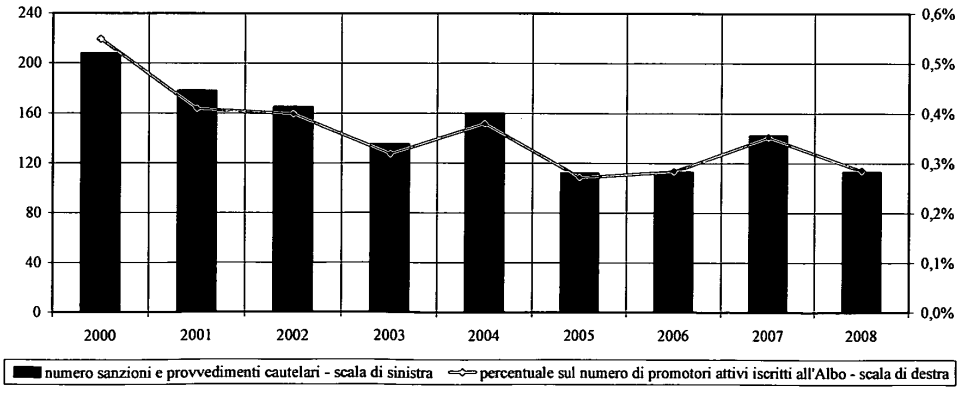
	Tipo di provvedimento						
	Sanzioni					Provvedimenti cautelari	Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
	Richiamo	Radiazione dall'Albo	Sospensione dall'Albo a tempo determinato	Sanzione amministrativa pecuniaria	*Totale*	Sospensione dell'attività a tempo determinato[1]	
1997	8	39	5	--	*52*	64	58
1998	11	86	73	--	*170*	76	137
1999	2	70	51	4	*127*	74	106
2000	21	49	73	26	*169*	39	134
2001	29	36	48	15	*128*	50	72
2002	33	58	37	6	*134*	31	72
2003	1	56	47	5	*109*	26	77
2004	3	68	46	7	*125*	35	78
2005	1	42	41	4	*88*	24	59
2006	6	49	22	5	*82*	31	60
2007	5	64	44	3	*116*	26	51
2008	4	44	43	2	*93*	20	42

[1] Per gli anni 1997 e 1998 il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 45, comma 4, del d.lgs. 415/1996 e, a far tempo dal 1° luglio 1998, ai sensi dell'art. 55 del Tuf.

Il numero di provvedimenti sanzionatori ha registrato un calo rispetto all'anno precedente, in ragione della riduzione del numero di radiazioni dall'Albo; in diminuzione anche il numero dei provvedimenti cautelari (dai 26 del 2007 a 20). I provvedimenti sanzionatori e cautelari riguardano una percentuale ridotta dei promotori operativi (Fig. 85).

Fig. 85

Sanzioni e provvedimenti cautelari adottati nei confronti di promotori finanziari



4. I provvedimenti relativi agli emittenti

I provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina in materia di emittenti assunti dalla Commissione nel 2008 sono stati 30 (54 nel 2007) e hanno riguardato infrazioni alla normativa in materia di offerta pubblica di acquisto (2), informativa societaria (18), partecipazioni rilevanti (9), patti parasociali (1) (Tav. 36).

Tav. 36

Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto[1]
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti sanzionati						Importo delle sanzioni					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	*Totale*	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	*Totale*	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	*Totale*
2001	27	--	6	3	--	*36*	35	--	5	4	--	*943*	545	--	160	238	--	*943*
2002	14	--	12	11	--	*37*	24	--	18	43	--	*2.104*	1.404	--	400	300	--	*2.104*
2003	3	1	5	22	--	*31*	7	5	7	13	--	*1.741*	702	464	216	359	--	*1.741*
2004	4	--	2	1	--	*7*	7	--	2	1	--	*1.090*	1.023	--	57	10	--	*1.090*
2005	5	--	3	2	--	*10*	13	--	9	1	--	*1.192*	1.120	--	52	20	--	*1.192*
2006	2	3	4	4	--	*13*	20	22	14	5	--	*6.328*	2.071	2.995	817	445	--	*6.328*
2007	3	1	11	39	--	*54*	20	2	18	43	--	*5.074*	2.417	40	976	1.641	--	*5.074*
2008	--	2	18	10	--	*30*	--	3	18	10	--	*1.510*	--	179	923	408	--	*1.510*

[1] A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

A fronte dei summenzionati provvedimenti sanzionatori, la Commissione ha applicato sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 1,5 milioni di euro, significativamente inferiore alle sanzioni comminate negli anni 2006 e 2007, quando si sono attestate rispettivamente a 5,1 milioni e a 6,3 milioni. Tale riduzione trova giustificazione nella circostanza che nel corso dei due anni precedenti sono stati conclusi taluni procedimenti di significativa rilevanza anche in ordine alla gravità delle condotte illecite accertate (Tav. 37, Fig. 86).

Tra i casi di violazione accertati, merita di essere segnalato quello relativo all'inadempimento da parte di RCS MediaGroup Spa dell'obbligo, gravante in capo agli emittenti quotati ai sensi dell'art. 66, comma 8, del Regolamento Consob 11971/99, di procedere (in presenza di notizie diffuse tra il pubblico circa la relativa situazione economica, patrimoniale e finanziaria, ovvero concernenti operazioni di finanza straordinaria e, comunque, l'andamento dei loro affari, che abbiano avuto un effetto rilevante sul prezzo degli strumenti finanziari emessi dai medesimi soggetti) alla pubblicazione tempestiva di un comunicato in merito alla veridicità delle

notizie stesse, integrandone o correggendone ove necessario il contenuto, e ciò al fine di ripristinare condizioni di parità informativa sul mercato.

Tav. 37

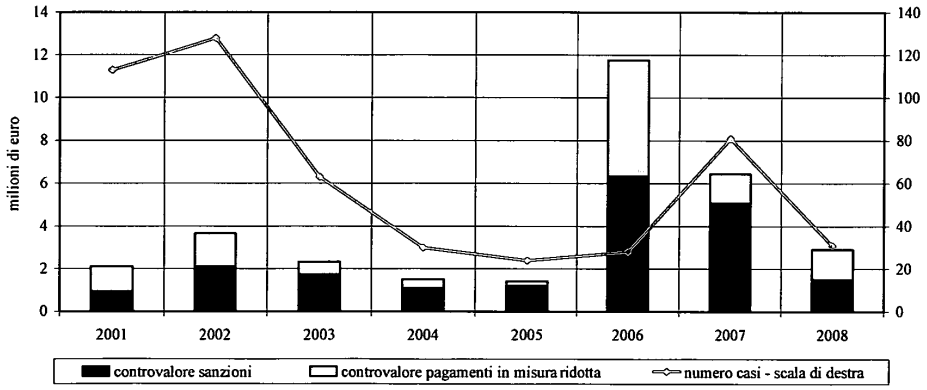
Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni di norme in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti						Importo dei pagamenti effettuati in misura ridotta					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	*Totale*	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	*Totale*	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	*Totale*
2001	13	2	11	51	--	*77*	19	3	20	53	--	*95*	344	31	258	537	--	*1.170*
2002	6	1	6	78	--	*91*	6	1	6	77	--	*90*	207	103	392	845	--	*1.547*
2003	1	3	6	22	--	*32*	8	4	6	29	--	*47*	83	41	155	300	--	*579*
2004	4	6	7	6	--	*23*	31	6	7	6	--	*50*	203	62	72	83	--	*420*
2005	5	1	1	7	--	*14*	9	2	5	7	--	*23*	80	20	52	70	--	*222*
2006	4	4	2	5	--	*15*	6	72	2	16	--	*96*	124	4.714	144	449	--	*5.431*
2007	4	1	1[1]	21	--	*27*	21	4	1	23	--	*49*	217	42	10	1.105	--	*1.374*
2008	3	--	--	14	--	*17*	27	--	--	18	--	*45*	327	--	--	1.081	--	*1.408*

[1] Il dato si riferisce a un pagamento effettuato nel 2007 ma relativo a una violazione accertata nel 2006; per i procedimenti sanzionatori originatisi nel 2007 non è più prevista la formula di pagamento in misura ridotta.

Fig. 86

Sanzioni amministrative in materia di appello al pubblico risparmio e informativa societaria[1]



[1] A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Nel caso di specie, nelle giornate del 22 novembre 2006 e del 25 gennaio 2007, gli organi di stampa avevano diffuso indiscrezioni in merito all'eventualità di un'imminente operazione di

acquisizione del gruppo editoriale spagnolo Recoletos da parte di RCS MediaGroup Spa. Nelle medesime giornate veniva registrato un andamento al rialzo delle quotazioni delle azioni RCS MediaGroup Spa.

A fronte di tali indiscrezioni di stampa, RCS MediaGroup Spa in data 25 gennaio 2007 aveva pubblicato un comunicato stampa nel quale, pur confermando di valutare con interesse le opportunità di ulteriore sviluppo sui mercati internazionali, compreso quello spagnolo, aveva tuttavia smentito l'esistenza di trattative in corso per l'acquisizione del gruppo Recoletos.

Successivamente, in data 7 febbraio 2007, RCS MediaGroup Spa diffondeva al pubblico un altro comunicato stampa con il quale dava notizia dell'avvenuta presentazione dell'offerta per l'acquisizione di Recoletos.

In relazione ai fatti sopra citati e alla relativa tempistica, la Consob ha condotto indagini all'esito dalle quali è risultato che RCS, nel menzionato comunicato, aveva omesso di avere uno specifico interesse per l'acquisizione di Recoletos e di aver conferito, a tal fine, appositi incarichi a consulenti esterni per l'assistenza alla valutazione del progetto e allo studio di una possibile acquisizione del gruppo spagnolo e, infine, di aver già avuto contatti con la controparte.

I fatti accertati hanno, pertanto, evidenziato l'inadempimento di RCS dell'obbligo, sancito dall'art. 66, comma 8, del Regolamento Consob 11971/99, di ripristinare la parità informativa sul mercato ove sia possibile presumere, per effetto della coesistenza di indiscrezioni di stampa e di variazioni di rilievo delle quotazioni dei titoli interessati, la disomogenea disponibilità tra gli operatori e il pubblico degli investitori di informazioni caratterizzate da adeguata precisione; in relazione a tale violazione, RCS MediaGroup Spa è stata sanzionata per 200 mila euro.

Nel corso del 2008 sono stati espletati, inoltre, due procedimenti sanzionatori di particolare rilievo, che hanno tratto origine dalle risultanze dell'attività d'indagine, anche ispettiva, relativa alle due operazioni di offerta pubblica d'acquisto, poste in essere da società del Gruppo Pirelli a metà 2007, aventi ad oggetto le quote dei fondi comuni d'investimento immobiliare chiusi denominati Tecla e Berenice.

Dal complesso degli accertamenti svolti sono emerse plurime violazioni sia della normativa in materia di intermediari che delle disposizioni disciplinanti le operazioni di offerta pubblica d'acquisto.

Sotto il primo profilo, gli illeciti accertati hanno riguardato soprattutto violazioni delle disposizioni in materia di gestione delle situazioni di conflitto d'interesse e del dovere posto in capo alle Sgr di agire in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo; Pirelli RE Sgr non aveva infatti adottato le misure necessarie per prevenire o, per lo meno, ridurre al minimo gli effetti negativi per i titolari delle quote dei due fondi comuni Tecla e Berenice derivanti dalla situazione, concreta e attuale all'epoca dei fatti, di conflitto di interesse in cui versava la predetta Sgr (nella sua qualità di "emittente" delle quote oggetto delle operazioni di offerta) nei rapporti con la controllante Pirelli RE Spa: le due Opa erano state infatti promosse dal "veicolo societario" Gamma RE Bv, a sua volta riconducibile alla stessa Pirelli RE.

Quanto alle violazioni accertate con riguardo alla disciplina in materia di offerte pubbliche d'acquisto, le condotte sanzionate hanno avuto ad oggetto, in particolare, accertate carenze informative riscontrate nei due documenti d'offerta (nella parte relativa alla descrizione delle

motivazioni e dei programmi futuri dell'"emittente" e, limitatamente al documento relativo all'offerta su quote del fondo Berenice, anche con riferimento all'indicazione dei criteri di determinazione del corrispettivo), nonché la violazione delle regole di correttezza in sede di predisposizione e definizione dei contenuti dei comunicati diffusi dallo stesso "emittente", contenenti le valutazioni di competenza in merito alla citate operazioni, stanti le numerose interferenze poste in essere dalla controllante Pirelli RE, favorite e/o avallate dagli esponenti aziendali della controllata Pirelli RE Sgr.

Entrambi i procedimenti sanzionatori sopra richiamati si sono conclusi a inizio 2009 con l'applicazione a carico di esponenti aziendali delle due società del Gruppo Pirelli sopra menzionate di sanzioni pecuniarie pari complessivamente a circa 3,5 milioni di euro.

Sempre con riguardo agli accertamenti svolti dalla Consob in merito alle ipotesi di violazione della normativa sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari, in relazione a due fattispecie, è stata ravvisata l'esigenza di adottare provvedimenti interdittivi (Tav. 38).

Tav. 38

Provvedimenti cautelari e interdettivi relativi a operazioni di appello al pubblico risparmio

	Provvedimenti di sospensione cautelare	Provvedimenti di divieto	Provvedimenti di decadenza	*Totale*
2001	3	3	--	*6*
2002	2	6	--	*8*
2003	9	2	2	*13*
2004	9	7	3	*19*
2005	5	6	--	*11*
2006[1]	2	3	1	*6*
2007	--	1	--	*1*
2008	2	1	--	*3*

[1] Nel corso del 2006 è stato inoltre adottato un provvedimento di sospensione cautelare in seguito revocato. Nel 2008 uno dei casi di sospensione ha poi generato un relativo provvedimento di divieto nel corso dello stesso anno ugualmente registrato nella tabella.

Con riferimento al primo dei suddetti casi, avente ad oggetto l'offerta in sottoscrizione di azioni di una costituenda banca posta in essere dal relativo comitato promotore, è stato adottato un provvedimento cautelare di sospensione cui ha fatto seguito un provvedimento di divieto. In relazione al secondo caso, avente ad oggetto un prodotto finanziario innovativo, è stato adottato, alla fine del 2008, un provvedimento di natura cautelare che, presumibilmente, qualora persistano i presupposti, potrebbe essere confermato con l'adozione di un provvedimento di divieto nei primi mesi del 2009.

Nel corso del 2008, inoltre, la Consob, nell'ambito dell'attività di vigilanza su internet, ha rilevato attività abusive di sollecitazione all'investimento e ha pertanto disposto l'oscuramento di 6 dei 44 spazi web visitati.

V – L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

1. La disciplina degli emittenti

Nel corso del 2008 la Commissione ha proseguito l'intensa attività di regolamentazione avviata sulla base delle deleghe conferite dalla legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262) e del recepimento di talune direttive comunitarie. Tale attività, che ha comportato numerose iniziative di consultazione dei partecipanti al mercato, è stata indirizzata a modifiche regolamentari, ovvero alla emanazione di comunicazioni, raccomandazioni e orientamenti interpretativi.

Nel mese di aprile, l'Istituto ha sottoposto alla consultazione del pubblico una proposta di regolamentazione di attuazione della delega legislativa attribuita dall'art. 2391-*bis* c.c. in materia di operazioni con parti correlate. La proposta di regolamentazione prevede, per tali operazioni, una nuova disciplina organica che comprende sia obblighi di informazione immediata e periodica, sia principi in materia di procedure che le società devono adottare al fine di assicurare le necessarie condizioni di correttezza nell'intero processo di realizzazione delle operazioni con parti correlate.

Con riguardo ai profili di trasparenza nei confronti del mercato, la proposta di regolamentazione prevede un rafforzamento della disciplina attuale, richiedendo l'immediata comunicazione al mercato delle operazioni che superano determinate soglie quantitative o che presentano specifiche caratteristiche qualitative. Con riguardo ai profili di correttezza procedurale, la proposta di regolamentazione attribuisce un ruolo centrale agli amministratori indipendenti nell'assicurare che le operazioni siano realizzate nell'interesse della società.

Dopo un'ampia e articolata consultazione pubblica, la Commissione, con delibera 16840 del 24 marzo 2009, ha adottato le modifiche al regolamento emittenti concernenti le disposizioni in materia di prospetto relativo all'offerta al pubblico o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato, completando a livello nazionale il quadro normativo di recepimento della Direttiva Prospetti (2003/71/CE).

Nell'occasione della trasposizione in norme interne della normativa comunitaria si è inteso anche precisare meglio i contenuti dell'attività istruttoria di competenza della Consob e introdurre semplificazioni nell'*iter* di approvazione dei prospetti.

Al riguardo, occorre segnalare che il legislatore comunitario ha individuato nella verifica della completezza del prospetto, comprendendo in essa la coerenza delle informazioni e loro comprensibilità, le finalità del controllo preordinato all'approvazione del prospetto e ha fissato i tempi entro i quali detta attività deve essere effettuata. Si tratta di una novità in materia, tenuto conto che in passato il Tuf non ha mai definito le caratteristiche del controllo che la Consob deve effettuare sul prospetto, rimettendo tale valutazione alla dottrina e, soprattutto, alla

giurisprudenza. È evidente, infatti, che tale attività definitoria si riflette anche sull'ambito e la portata della responsabilità attribuita alle Autorità competenti, che la Direttiva Prospetti non ha direttamente disciplinato.

In tale materia, nell'ambito della consultazione svolta, sono state sottoposte al mercato talune precisazioni in merito al contenuto e alla portata dei controlli di completezza, coerenza e comprensibilità assegnati alla Consob, anche alla luce di un confronto comparativo con le prassi di altre Autorità dell'Unione europea. Tale comparazione è risultata particolarmente significativa con riferimento a quegli aspetti che non sono compiutamente disciplinati dalla normativa comunitaria (ad esempio, il numero e la tipologia dei documenti da allegare in occasione del deposito della bozza iniziale di prospetto informativo, oppure la natura delle verifiche effettuate con riferimento a eventuali notizie stampa pubblicate).

In vista di una maggiore speditezza dell'esame istruttorio, sono stati altresì introdotti nuovi termini entro i quali gli emittenti o gli offerenti sono tenuti a fornire le informazioni supplementari eventualmente richieste dall'Autorità, il mancato rispetto dei quali comporta la improcedibilità dell'istanza di approvazione del prospetto. Tai termini si aggiungono a quelli previsti per l'approvazione del prospetto da parte della Consob, già fissati nel vigente regolamento in 10 giorni lavorativi nel caso di emittenti già quotati, o che hanno già svolto offerte pubbliche, e in 20 giorni lavorativi negli altri casi.

*Al fine di fornire al mercato certezze circa la durata complessiva dell'*iter *amministrativo di approvazione del prospetto, è stato poi stabilito un termine massimo entro cui la Consob deve esprimersi, in merito alla relativa richiesta (40 ovvero 70 giorni lavorativi a seconda della tipologia dell'offerta). È comunque prevista, in vista di situazioni eccezionali, anche indipendenti dalla volontà dei proponenti l'offerta, la possibilità di una breve proroga di tale termine complessivo.*

Risponde alle finalità di semplificazione anche il venir meno dell'obbligo di sottoscrizione della comunicazione prevista dall'art. 94 del Tuf, posto in capo al responsabile del collocamento; quest'ultimo, inoltre, in base alla nuova disciplina non sarà più tenuto a firmare il prospetto, atteso che la sua responsabilità è espressamente sancita dall'art. 94, comma 9 del Tuf, in base al quale "la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee a influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento (...)". *Si è inoltre proceduto a modificare gli Allegati 1A e 1I del Regolamento Emittenti, riducendo così sensibilmente il novero dei documenti da fornire alla Consob in sede di presentazione della richiesta di approvazione del prospetto.*

Fra le altre modifiche regolamentari di rilievo, si segnala l'istituzione, in attuazione della delega legislativa, di un Registro tenuto dalla Consob per le persone fisiche e le piccolo-medie imprese da considerarsi quali investitori qualificati, che consente a tali soggetti, ove iscritti, di essere esclusi dalla applicazione della disciplina delle offerte pubbliche. In ragione dei tempi necessari per l'organizzazione e l'avvio del Registro, le disposizioni regolamentari che disciplinano la materia sono state assoggettate a un regime transitorio, accogliendo in tal modo talune istanze rappresentate in sede di consultazione.

Le modifiche apportate alla legislazione primaria hanno inoltre offerto l'opportunità di realizzare una diversa articolazione delle norme regolamentari in modo da rendere

autonoma la disciplina relativa agli Oicr e ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione. Si è inoltre ravvisata la necessità di apportare alla struttura degli schemi di prospetto degli Oicr aperti (sia italiani che esteri non armonizzati) e dei prodotti finanziari-assicurativi innovazioni tese ad agevolare la comprensione da parte degli investitori delle caratteristiche dei prodotti e a favorire l'assolvimento degli obblighi di trasparenza informativa da parte degli intermediari nel rapporto con i clienti (si veda il successivo paragrafo 5).

Nell'ambito dei lavori per il recepimento della Direttiva Prospetti sono state sottoposte a pubblica consultazione anche le disposizioni regolamentari relative all'attuazione dell'art. 205 del Tuf. Tali disposizioni individuano le condizioni al ricorrere delle quali le offerte di acquisto e di vendita di strumenti finanziari effettuate negli Mtf o da internalizzatori sistematici non costituiscono offerta al pubblico di prodotti finanziari, né offerta pubblica di acquisto o di scambio.

Le norme, adottate nel novembre 2008, hanno inteso contemperare le esigenze di funzionalità delle nuove sedi di scambi senza peraltro far venir meno, nei casi necessari, gli obblighi informativi indispensabili per una efficiente tutela degli investitori.

In materia di assetti proprietari, il recepimento della Direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti (2004/109/CE, cosiddetta Direttiva *Transparency*) ha rappresentato l'occasione per una rivisitazione complessiva della disciplina italiana già vigente sulla trasparenza proprietaria, al fine di procedere, oltre che agli adeguamenti peraltro minimi imposti dalla direttiva, a una razionalizzazione della stessa, senza con ciò diminuire il livello di trasparenza del mercato assicurato sinora dalle disposizioni nazionali.

In particolare, nel documento di consultazione pubblicato nel mese di luglio, riguardante le modifiche da apportare al Regolamento emittenti, sono state proposte taluni emendamenti tesi a semplificare gli oneri connessi all'acquisizione di partecipazioni rilevanti e a ridurre gli obblighi aggiuntivi rispetto a quelli imposti dalla direttiva non motivati da specifiche esigenze di tutela della trasparenza. Inoltre, si è proceduto alla riduzione del numero delle soglie rilevanti ai fini degli obblighi di notifica, pur mantenendo la soglia minima del 2 per cento, confermata dalle norme del Tuf (art. 120).

In relazione agli adempimenti previsti dall'art. 148-*bis* del Tuf (limiti al cumulo degli incarichi), la Commissione ha apportato, con delibera n. 16515 del 18 giugno 2008, alcune modifiche agli articoli 144-*duodecies* e seg. e all'allegato 5-*bis* del Regolamento Emittenti, che disciplinano, fissando dei limiti, il cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo dei componenti degli organi di controllo delle società quotate e degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante. In particolare, è stato ridotto il peso dell'incarico di amministratore in una società controllata qualora il componente dell'organo di amministrazione ricopra analogo incarico nella società capogruppo.

Lo svolgimento di incarichi di amministrazione nell'ambito dello stesso gruppo consente infatti la realizzazione di sinergie, soprattutto in termini di efficienza operativa, che giustificano una riduzione del peso attribuito per gli incarichi svolti in società controllate (analogamente a quanto già previsto con riferimento all'ipotesi di incarichi in organi di controllo di società appartenenti allo stesso gruppo).

Si è disposto, quindi, che l'incarico di "amministratore di gruppo" benefici di uno "sconto" pari al 40 per cento per gli incarichi in società controllate d'interesse pubblico e in società controllate grandi e del 50 per cento in società controllate medie, sempre nel presupposto che tale soggetto ricopra una carica analoga nella società controllante.

Nel mese di luglio la Commissione, con la Comunicazione n. 8067632, ha fornito un'interpretazione dell'art. 148, co. 3, lett. c), del Tuf in materia di causa di incompatibilità per la carica di componente dell'organo di controllo di un emittente quotato. Tale disposizione fa riferimento alla sussistenza con vari soggetti di rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero "*di altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza*". La stessa situazione di incompatibilità è applicabile ai membri del consiglio di sorveglianza e del comitato per il controllo sulla gestione per effetto del richiamo al co. 3 dell'art. 148 del Tuf, contenuto nei successivi commi 4-*bis* e 4-*ter*.

In tale comunicazione la Commissione ha fornito elementi utili per individuare alcune relazioni rientranti tra gli "altri rapporti di natura professionale", nonché indicazioni circa gli elementi da considerare per valutare l'idoneità di tali rapporti a compromettere l'indipendenza dei componenti dell'organo di controllo. In particolare, con riferimento alla partecipazione alla medesima associazione professionale da parte di membri degli organi di amministrazione e di controllo, al fine di stabilire se il rapporto comprometta l'indipendenza del singolo membro dell'organo di controllo nell'esercizio delle funzioni a esso attribuite, la Commissione ha ritenuto che non si possa prescindere da un esame caso per caso, anche se è possibile individuare indici oggettivi in presenza dei quali una tale minaccia può sussistere.

In linea generale, è stato affermato che sussiste un rapporto di natura professionale tra amministratore e componente dell'organo di controllo, tale da compromettere l'indipendenza del secondo, in tutte le circostanze in cui il rapporto determini un abituale svolgimento in comune della professione o, comunque, una stabile influenza dell'uno sull'altro nello svolgimento dell'attività professionale. Nel particolare caso dell'appartenenza a una associazione professionale assumono, pertanto, rilievo associazioni strutturate in modo da dar luogo a una stabile e continuativa relazione professionale.

La Commissione ha poi individuato alcune ipotesi (affidamento formale e/o sostanziale degli incarichi all'associazione professionale e non ai singoli associati, esistenza di un rapporto di natura gerarchica tra amministratore e membro dell'organo di controllo, condivisione degli utili rivenienti dall'attività svolta dagli associati) che, singolarmente prese, compromettono l'indipendenza, ferma restando la possibilità di configurare altre ipotesi di minaccia di quest'ultima in relazione agli eventuali sviluppi della prassi operativa dell'attività professionale. Tali situazioni assumono inoltre rilievo se le associazioni professionali sono caratterizzate dalla

presenza di clausole di sostanziale esclusività e riguardano tendenzialmente l'intera attività professionale dei soggetti coinvolti e non aspetti marginali della stessa.

Nel corso del 2008 la Consob ha inoltre pubblicato una raccomandazione relativa alle informazioni sul prezzo di offerta di azioni e/o obbligazioni convertibili di emittenti non quotati da riportarsi nel prospetto informativo, qualora tali strumenti finanziari non risultino né negoziati in un mercato regolamentato, né oggetto di domanda di ammissione alle negoziazioni in un tale mercato (Raccomandazione n. 8058754 del 19 giugno).

*L'Allegato III dei vigenti schemi di prospetto informativo disciplinati dal Regolamento n. 809/2004/CE, come interpretati dal Documento "*Q and A*" del Cesr ("*Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by Cesr Members*"), richiede l'indicazione del prezzo a cui saranno offerti gli strumenti finanziari e, "*se il prezzo non è noto, o se non esiste un mercato consolidato e/o liquido per gli strumenti finanziari*", l'indicazione del metodo di determinazione del prezzo stesso. Il documento del Cesr precisa altresì che, anche ove l'emittente fornisca nel prospetto il prezzo definitivo di offerta ovvero il prezzo massimo, vi possono essere circostanze, legate fondamentalmente allo svolgimento di negoziazioni su detti strumenti finanziari al di fuori di un mercato consolidato e/o liquido, che rendono raccomandabile l'inserimento nel prospetto medesimo di ulteriori informazioni circa i criteri di determinazione del prezzo.*

A livello comunitario si richiede la pubblicazione di informazioni accurate, in particolare ove gli strumenti finanziari siano trattati in un mercato che non assicura meccanismi trasparenti per la formazione e pubblicazione dei prezzi in esso registrati. Nella prassi di vigilanza, si è spesso verificato che utili elementi informativi per la valutazione del pricing *degli strumenti finanziari oggetto di offerta potevano essere ricavati dai prezzi cui venivano scambiati tali strumenti all'interno di Sistemi di Scambio Organizzati (ora sostituiti dai Sistemi Multilaterali di Negoziazione e dagli Internalizzatori sistematici).*

A tal proposito, occorre distinguere fra strumenti finanziari negoziati in mercati non regolamentati e strumenti che invece non sono normalmente oggetto di negoziazione. Nel primo caso, si è raccomandato di integrare le indicazioni relative al prezzo di offerta con una serie di elementi informativi relativi alle rilevazioni, anche su base trimestrale, dei volumi scambiati e dei prezzi degli strumenti finanziari negoziati in un periodo di tempo sufficientemente rappresentativo dell'andamento dei titoli, quale, ad esempio, il trimestre più recente e gli ultimi dodici mesi. Fra questi elementi possono essere ricompresi anche i moltiplicatori di prezzo dell'emittente, quali ad esempio il price earning*, calcolati sulla base del prezzo di offerta, nonché dei prezzi minimo, massimo e medio ponderato determinati all'interno dei mercati non regolamentati e, per quanto attiene al denominatore dell'indicatore, dei dati dell'ultimo bilancio d'esercizio ovvero, se redatto, dell'ultimo bilancio consolidato dell'emittente medesimo.*

Per quanto concerne invece gli strumenti finanziari non scambiati normalmente all'interno di mercati non regolamentati, la raccomandazione fa riferimento ai casi, spesso verificatisi nella prassi, in cui gli emittenti non quotati dichiarano di rendersi disponibili ad agevolare la negoziazione di tali strumenti. In tali ipotesi, nel prospetto di offerta andranno inserite indicazioni sui volumi e sui prezzi unitari di tali strumenti finanziari registrati nelle operazioni di collocamento effettuate negli ultimi dodici mesi.

Nei casi di prospetti di offerta di obbligazioni convertibili, si è raccomandato l'inserimento di analoghi elementi informativi con specifico riguardo alle azioni sottostanti, tenendo conto delle particolari caratteristiche dei titoli, nonché delle relative difficoltà di smobilizzo, che andranno opportunamente evidenziate, se del caso, in apposito paragrafo del capitolo "Fattori di Rischio" del prospetto informativo.

2. La disciplina dell'informativa societaria continua

Nel corso del 2008, la Consob ha partecipato all'attività del gruppo di lavoro organizzato dal Cesr per l'emanazione delle misure di esecuzione ("livello 3") della direttiva *Transparency*.

*In particolare, sono stati predisposti: i) diversi documenti contenenti "*posizioni comuni condivise dalle Autorità*" da pubblicare nella forma di domande e risposte inerenti a questioni sottoposte dai membri del gruppo e dagli operatori di mercato; ii) il modulo standard per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti; iii) il protocollo da utilizzare per lo scambio di informazioni relative alle decisioni in materia di equivalenza della legislazione dei paesi terzi rispetto a quella UE; iv) le linee di indirizzo in relazione all'attuazione delle disposizioni della direttiva inerenti allo stoccaggio delle informazioni regolamentate in ciascun paese membro della UE; v) la pianificazione dei lavori in relazione alle misure necessarie a sviluppare il* network *europeo dei meccanismi di stoccaggio nazionali.*

Con riferimento all'accesso del pubblico alle informazioni regolamentate su scala europea, la Commissione ha pubblicato, nel luglio 2008, il documento di consultazione riguardante la disciplina delle fasi di *dissemination*, *storage* e *filing* delle informazioni regolamentate, in attuazione delle deleghe conferite dal nuovo art. 113-*ter* del Tuf (introdotto dal d.lgs. n. 195 del 6 novembre 2007 di recepimento della direttiva *Transparency*). In esito alla consultazione, nel corso della quale sono pervenute osservazioni di sostanziale condivisione della disciplina e utili contributi per il miglioramento del testo proposto, il Regolamento Emittenti è stato opportunamente modificato. Le nuove disposizioni entreranno in vigore dopo un periodo transitorio, in considerazione dei tempi necessari per l'adattamento agli standard previsti dalla nuova disciplina e per l'avvio dei nuovi sistemi di diffusione e stoccaggio delle informazioni regolamentate.

In particolare, con riguardo alla dissemination *sono stati previsti identici requisiti di qualità e sicurezza che devono essere posseduti sia dai soggetti terzi autorizzati all'esercizio del servizio di diffusione, sia dagli emittenti qualora decidano di agire in proprio. Per quanto concerne lo* storage*, è stato contemplato un sistema basato su un numero diversificato di operatori, autorizzati dalla Consob e in possesso di requisiti dalla stessa stabiliti, ognuno dei quali dovrà coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto. Con riferimento al* filing*, si è stabilito che esso venga attuato tramite collegamento della Consob ai meccanismi di stoccaggio autorizzati, ovvero tramite il sistema di Teleraccolta.*

Il documento di consultazione ha altresì esteso gli obblighi di diffusione, stoccaggio e deposito presso la Consob delle informazioni regolamentate anche ai fondi comuni di investimento chiusi e aperti indicizzati quotati in borsa.

Nel corso del 2008, la Commissione ha emanato una Comunicazione in materia di informazioni da pubblicare in occasione di operazioni di aumento di capitale riservate a un unico investitore, quindi con esclusione del diritto d'opzione, e realizzate in base ad accordi di natura complessa denominati solitamente "*Stand-by equity distribution agreement*" (Seda) e "*Step-up equity financing*" (Sef).

*Tali operazioni, effettuate ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e 5 del c.c. consentono alla società di reperire in tempi brevi e da un unico investitore mezzi propri secondo uno schema che prevede l'impegno da parte dell'investitore a sottoscrivere un numero di azioni che saranno emesse in singoli lotti ("*tranche*") in un determinato periodo di tempo; tale impegno è irrevocabile nel caso degli accordi di tipo Seda mentre può essere sospeso nel caso di andamento non soddisfacente delle quotazioni del titolo negli accordi di tipo Sef.*

Tali operazioni sollevano rilevanti criticità sul piano informativo quando mancano elementi tali da far escludere la successiva distribuzione delle azioni agli investitori retail. *In particolare, tra i profili rispetto ai quali si ravvisa la necessità di approntare opportuni presidi informativi si citano la correttezza delle informazioni diffuse in ordine alle caratteristiche dell'operazione, i criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, eventuali condotte configurabili come abusi di mercato e la valutazione dell'eventuale sussistenza dell'obbligo di pubblicazione del prospetto di offerta.*

La Commissione ha pertanto definito le informazioni che l'emittente è tenuto a rendere in corrispondenza della assunzione della delibera di aumento di capitale da parte del competente organo societario, con particolare riferimento alla finalità dell'operazione, le eventuali clausole di lock-up *o di* selling restriction *presenti nell'accordo, i presidi assunti dagli amministratori per assicurare che il prezzo di emissione sia determinato in conformità a quanto prescritto dall'art. 2441, commi 4 e 6, c.c., indicazioni circa l'eventuale conoscenza delle modalità con le quali può avvenire il collocamento sul mercato delle azioni sottoscritte dall'investitore, quando possono definirsi come offerta pubblica, ovvero ricadere nella fattispecie di cui all'art. 100-*bis*, comma 2 del Tuf.*

Ulteriori obblighi informativi sono stati imposti nei passaggi successivi dell'operazione, in particolare in sede di definizione dell'accordo con l'investitore (adeguata definizione dei contenuti dell'accordo), della richiesta di procedere alla sottoscrizione delle varie tranches *(informazioni relative alla* tranche *da sottoscrivere e alle ulteriori* tranches, *criteri di determinazione del prezzo, ove già definiti), della determinazione del prezzo di sottoscrizione (aderenza alle norme del codice civile, percentuale di capitale sociale detenuta dall'unico investitore, eventuali informazioni non fornite in precedenti occasioni) in caso di chiusura anticipata o di conclusione dell'operazione (riepilogo dell'esito delle varie* tranches, *motivazioni dell'eventuale chiusura). Tali informazioni vengono fornite dalla società emittente attraverso comunicati stampa.*

La Comunicazione prevede obblighi informativi anche a carico degli investitori che aderiscono agli accordi, qualora detengano una partecipazione nel capitale dell'emittente superiore al 2 per cento, relativamente all'operatività sui titoli interessati.

3. La disciplina delle società di revisione e dell'informativa contabile

Nel febbraio 2009 la Commissione, tenuto conto dell'attuale contesto economico-finanziario e dell'estrema rilevanza, per l'attività di revisione dei bilanci, delle problematiche legate alla valutazione del presupposto della continuità aziendale, ha emanato una comunicazione che contiene alcuni richiami di attenzione alle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale. La comunicazione, pur non introducendo obblighi di revisione aggiuntivi rispetto alle regole già contenute nel Documento n. 570 sulla "Continuità aziendale", fornisce indicazioni utili alla corretta applicazione di tali regole.

La comunicazione individua indicatori ulteriori, rispetto a quelli già presenti nelDocumento, che aiutano il revisore a identificare eventi o circostanze che possano far sorgere dubbi significativi sulla continuità aziendale dell'impresa, e fornisce una guida più dettagliata alla valutazione delle previsioni e dei budget *predisposti dagli amministratori. Il documento fornisce altresì talune precisazioni sulla relazione di revisione, con particolare riguardo alle conseguenze della valutazione effettuata dal revisore dell'informativa fornita in bilancio dagli amministratori, richiamando quanto indicato nel Documento n. 2 emanato, in data 6 febbraio 2009, da Banca d'Italia, Consob e Isvap.*

Sempre nel mese di febbraio 2009, a seguito delle modifiche legislative apportate dal d.lgs. n. 32/2007 al codice civile (art. 2409-*ter*) e al Tuf (art. 156, comma 4-*bis*), la Commissione ha adottato il nuovo principio di revisione emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili avente ad oggetto "*Il giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione con il bilancio*", che le società di revisione dovranno adottare nello svolgimento dei lavori di revisione sui bilanci chiusi a partire dal 31 dicembre 2008.

Il nuovo principio individua le procedure di verifica che il revisore deve svolgere per accertare la coerenza delle informazioni contenute nella relazione sulla gestione con il bilancio e stabilisce che il giudizio di coerenza deve essere esposto nella relazione di revisione in un paragrafo aggiuntivo, successivo rispetto a quello in cui il revisore esprime il proprio giudizio sul bilancio.

4. La disciplina dei mercati

Nel corso del 2008 la Commissione ha apportato varie modifiche al Regolamento in materia di mercati e ha fornito alcuni chiarimenti di natura applicativa legati al recepimento della Direttiva europea 2004/39/CE (MiFID).

Dopo un'ampia fase di consultazione avviata nel mese di maggio, la Commissione ha approvato talune variazioni agli articoli 36, 38 e 39 del Regolamento Mercati che disciplinano le condizioni per la quotazione di determinate società, in attuazione dell'art. 62, comma 3-*bis* del Tuf.

In via generale, tali modifiche si sono rese necessarie per la semplificazione e la puntuale definizione degli adempimenti previsti dalle disposizioni normative e, in particolare, al fine di chiarire che gli obblighi di cui all'art. 36 sono riferiti alle società controllanti e che, in linea con l'impianto generale delle direttive comunitarie, le disposizioni oggetto di revisione non trovano applicazione agli emittenti esteri le cui azioni sono state ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano senza il loro consenso.

Con la Comunicazione del 21 gennaio 2008, la Commissione ha altresì fornito indicazioni di natura tecnico-operativa relative all'applicazione di alcune previsioni contenute nel Regolamento Mercati adottato in attuazione della direttiva MiFID. In tema di segnalazione alla Consob da parte degli intermediari delle operazioni effettuate su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato (sistema di *transaction reporting*), la Comunicazione fornisce, tra l'altro, chiarimenti relativamente ai soggetti tenuti all'obbligo di invio alla Consob delle comunicazioni delle operazioni e all'esenzione da tale obbligo per le operazioni concluse sul mercato italiano.

L'art. 25 della MiFID prevede la realizzazione di strumenti di controllo dell'attività degli intermediari negoziatori al fine di assicurare che essi operino in modo onesto, equo e professionale, per rafforzare l'integrità del mercato. In particolare, viene previsto che gli intermediari, che effettuano operazioni riguardanti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, comunichino i dettagli di tali operazioni all'Autorità competente il più rapidamente possibile e, al più tardi, entro la fine del giorno lavorativo seguente. Questo obbligo si applica a prescindere dal fatto che le operazioni siano state effettuate in un mercato regolamentato o meno. Al riguardo, rientrano nel novero degli intermediari tenuti al rispetto dell'obbligo di comunicazione le banche e le imprese di investimento italiane, ovvero i soggetti abilitati indicati all'articolo 1, comma 1, lett. r) del Tuf autorizzati almeno a uno dei servizi e attività di investimento di cui all'art. 1, comma 5, lett. a) o b) del Tuf, che effettuano operazioni riguardanti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamento dell'Unione Europea. Secondo quanto indicato nella Comunicazione, "non sono tenuti all'obbligo di invio alla Consob delle comunicazioni delle operazioni i soggetti abilitati che non sono autorizzati ad alcuno dei servizi e attività di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, *lett. a)* o *b)*, del Tuf. Ad esempio, rientrano in tale casistica le Sgr e le Sicav, che pertanto sono escluse dall'obbligo di invio alla Consob delle comunicazioni delle operazioni. Rientrano in tale casistica anche tutte le banche e le imprese di investimento (sia nazionali che estere con succursale in Italia) che non sono autorizzate ad alcuno dei servizi e attività di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, *lett. a)* o *b)*, del Tuf". *Inoltre, la Consob, in linea con quanto previsto dall'art. 25, paragrafo 5 della MiFID, ha stabilito che i soggetti abilitati sono esentati dagli obblighi di* transaction reporting *per le operazioni su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani e ivi concluse, in considerazione del fatto che tali informazioni già pervengono all'Autorità dalle società di gestione dei mercati e per ulteriori finalità di vigilanza. La Consob dovrà pertanto*

ricevere direttamente dagli intermediari solo le segnalazioni relative a tutte le altre operazioni concluse al di fuori dei mercati regolamentati italiani.

La Comunicazione del 21 gennaio 2008 fornisce, inoltre, indicazioni nelle materie dell'avvio e della cessazione dell'attività di internalizzazione sistematica (e del connesso regime transitorio per i sistemi di scambi organizzati), della pubblicazione e del consolidamento delle informazioni *pre* e *post*-negoziazione e delle misure per la continuità operativa di funzioni essenziali.

Le materie della pubblicazione e del consolidamento delle informazioni sono state oggetto di apposite analisi da parte del Cesr, il cui esito ha visto l'emanazione di misure di livello 3. Tali misure non impongono obblighi addizionali a imprese di investimento, sistemi multilaterali e mercati regolamentati ma forniscono linee guida e raccomandazioni. Fermo restando il rinvio ai principi e alle raccomandazioni riportate nell'ambito delle misure di livello 3 del Cesr, per le quali non è richiesto il recepimento negli ordinamenti nazionali, la Consob ha ritenuto utile, anche su richiesta degli operatori di mercato, riassumere nella Comunicazione del 21 gennaio 2008 le principali raccomandazioni e linee-guida in materia fornendo, dove necessario, alcuni chiarimenti relativi all'ambito di applicazione.

In particolare, è stato chiarito che al fine di assicurare un efficiente processo di formazione dei prezzi e di facilitare l'implementazione e il monitoraggio della best execution*, è importante che le informazioni pubblicate attraverso l'utilizzo di diversi canali siano: i) affidabili e strutturate, in modo da consentire un'analisi comparata dei prezzi registrati nelle diverse sedi di negoziazione; ii) disponibili a costi ragionevoli in un formato tale che esse risultino facilmente consolidabili e comprensibili. Nell'adempimento degli obblighi di trasparenza, ai soggetti obbligati è richiesto di prestare particolare attenzione alla qualità e al formato dei dati, ai meccanismi per la pubblicazione, alla disponibilità delle informazioni. Viene ribadito, inoltre, che la responsabilità per il rispetto degli obblighi di trasparenza* pre*-negoziazione e* post*-negoziazione e per la pubblicazione delle informazioni permane in capo al soggetto abilitato, al mercato regolamentato e al sistema multilaterale di negoziazione oggetto degli obblighi previsti dalla MiFID e dal Regolamento Consob in materia di mercati. In considerazione dell'esercizio da parte dell'Italia della facoltà di estendere il regime di trasparenza* pre*-negoziazione e* post*-negoziazione anche agli strumenti finanziari diversi dalle azioni, la Commissione ha inoltre provveduto a sottolineare che le indicazioni fornite devono rappresentare un punto di riferimento non solo per l'adempimento degli obblighi di trasparenza per le azioni ma anche per il rispetto dei requisiti stabiliti per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni.*

In relazione agli obblighi di comunicazione alla Consob circa il canale di diffusione delle informazioni utilizzato, la Commissione ha pubblicato l'elenco dei canali utilizzati dai soggetti abilitati, con l'indicazione, per ciascun canale, del gestore, dell'indirizzo Internet e del numero di soggetti che ne hanno scelto l'utilizzo.

Con riferimento alla disciplina in materia di abusi di mercato, nel corso del 2008 è stata avviato la procedura per il riconoscimento di due prassi di mercato da ammettere ai sensi dell'art. 180, comma 1, *lett. c)* del Tuf, inerenti rispettivamente all'attività di sostegno della liquidità del mercato e all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un

"magazzino" titoli. Le due prassi sono state sottoposte a consultazione pubblica nel secondo semestre del 2008.

L'art. 180, comma 1, lett. c) del Tuf definisce prassi di mercato ammesse quelle "prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse o individuate dalla Consob in conformità alle disposizioni di attuazione della direttiva 2003/6/Ce*". Le prassi di mercato ammesse rappresentano una delle due possibili tipologie di esenzione rispetto alle sanzioni previste dalla disciplina in materia di abusi di mercato. In virtù di tale esenzione, per gli illeciti consistenti in manipolazioni del mercato poste in essere esclusivamente per il tramite di ordini immessi o operazioni concluse sul mercato, non può essere assoggettato a sanzione amministrativa chi dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse nel mercato interessato.*

*La Commissione ha ritenuto opportuno avviare l'*iter *di ammissione ritenendo che le suddette prassi possano rispondere alle esigenze degli operatori: la prima favorendo il regolare funzionamento del mercato; la seconda consentendo di promuovere le strategie operative di crescita delle società ovvero di predisporre adeguati sistemi di incentivazione. La Commissione ha inoltre ritenuto di mantenere un adeguato livello di tutela dell'integrità dei mercati nei quali siano rispettate opportune condizioni (indipendenza dell'intermediario, limiti operativi e trasparenza).*

5. La disciplina degli intermediari

Nel maggio 2008 ha preso avvio l'applicazione della regolamentazione in materia di intermediari emanata alla fine dell'anno precedente, in attuazione della direttiva MiFID. Tale attività si è sviluppata sia attraverso l'elaborazione di orientamenti interpretativi della Consob (cosiddetto "livello 3"), sia mediante la risposta a singoli quesiti sottoposti all'Istituto in considerazione della specificità dei temi, dell'urgenza e rilevanza della richiesta, nonché della difficoltà di trattazione da parte delle Associazioni di categoria nell'ambito delle proprie "linee guida". La finalità che si intende perseguire per tale via è quella di agevolare gli intermediari nell'assolvimento degli obblighi regolamentari fornendo loro orientamenti di dettaglio in linea con le analoghe iniziative intraprese in sede comunitaria.

Le linee interpretative, chiarite fin dall'emanazione del nuovo Regolamento Intermediari n. 16190/2007, hanno costituito oggetto di ulteriore verifica nel corso dei numerosi incontri tenuti con gli operatori e con le Associazioni di categoria. Si è sottolineata in particolare l'ampia nozione di "consulenza in materia di investimenti" disegnata dalla disciplina comunitaria, con il conseguente abbinamento, di fatto, della stessa ai servizi "esecutivi" (collocamento, ricezione e trasmissione ordini).

In particolare, si è posta in luce la necessità per gli intermediari di raccogliere le informazioni sul profilo del cliente non solo in termini di esperienza e conoscenza finanziaria, ma anche di obiettivi di investimento e situazione finanziaria, al fine della più compiuta valutazione dell'adeguatezza degli investimenti consigliati o disposti. Ferma restando l' ampia configurazione della nozione di consulenza, le specifiche scelte strategiche di ciascun singolo intermediario

possono orientarsi per un diverso contenuto del servizio di consulenza fornito, che può definirsi di "base", e quindi normalmente connesso ai servizi esecutivi e ai prodotti "a catalogo", ovvero "maggiormente evoluto", in quanto di ampio valore aggiunto e riferito a un insieme di prodotti "consigliabili" potenzialmente onnicomprensivo e non necessariamente connesso all'esecuzione dell'operazione.

Si è altresì evidenziato che le innovazioni introdotte dalla MiFID, almeno per gli intermediari "distributori", implicano il passaggio da una logica di "vendita di prodotti" a una di fornitura di un necessario "servizio al cliente". Un' indicazione in tale senso si è individuata, oltre che nell'ampia nozione di consulenza, nell'obbligo ora previsto di un contratto-quadro anche nei rapporti "collocatore/cliente" e nella stessa disciplina in tema di inducements. *Tale passaggio deve parimenti estendersi, per effetto delle scelte condotte dalla legge sul risparmio, anche alla distribuzione diretta a opera dello stesso emittente di prodotti finanziari bancari o assicurativi.*

Un tema di particolare rilievo, oggetto di una Comunicazione adottata nell'ambito delle misure interpretative di livello 3 secondo un approccio *risk-based*, concerne la distribuzione di prodotti finanziari illiquidi alla clientela *retail*.

L'investimento diretto da parte dei piccoli investitori in prodotti con elevato rischio di liquidità/liquidabilità (quali, ad esempio, obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario, nonché derivati Otc) è un fenomeno significativo, accentuato dalla scarsa propensione all'investimento in prodotti del risparmio gestito. Dal lato dell'offerta, la distribuzione di obbligazioni bancarie a investitori retail *trae impulso anche dal fatto che tali strumenti consentono di soddisfare le esigenze di raccolta a costi mediamente inferiori rispetto a fonti di provvista alternative.*

La Comunicazione, adottata dall'Istituto dopo ampia consultazione, raccomanda agli intermediari concrete misure di *disclosure*, prescrive presidi sulle modalità di *pricing*, richiede una conoscenza approfondita dei prodotti illiquidi distribuiti e della clientela destinataria dell'offerta, dettando così linee di indirizzo comportamentale volte a contenere il potenziale conflitto fra i profili di stabilità degli operatori e le esigenze di tutela dei clienti.

In dettaglio, con riferimento ai profili di trasparenza, si raccomanda agli intermediari di fornire al cliente informazioni sul valore corretto e sui costi impliciti ed espliciti del prodotto illiquido distribuito, anche a manifestazione differita. È altresì evidenziata l'opportunità di informare il cliente sulle caratteristiche del prodotto illiquido distribuito presentando confronti con prodotti semplici e noti al fine di agevolare scelte consapevoli.

Con riguardo alle modalità di pricing, *in assenza di mercati di scambio che possano costituire un obiettivo termine di paragone per la clientela, sono definite misure di correttezza volte comunque a garantire l'oggettività delle condotte degli operatori. È previsto pertanto l'utilizzo di metodiche di* pricing *riconosciute e diffuse sul mercato, in coerenza con quelle adottate per la valutazione del portafoglio di proprietà dell'intermediario. Si richiede, inoltre, la definizione di procedure che riducano la discrezionalità degli addetti e impongano un continuo raffronto con fonti informative esterne.*

*L'intermediario deve inoltre conoscere in modo approfondito le preferenze della clientela, con particolare riguardo all'orizzonte di investimento, in maniera da garantire i consigli più adeguati. In proposito è stata sottolineata la necessità che, nel processo di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni, l'*holding period *dell'investitore sia espressamente raffrontato alla durata del prodotto illiquido distribuito al fine di assicurare la compatibilità delle due variabili.*

Le linee di livello 3 elaborate si riferiscono anche all'operatività degli intermediari in derivati Otc. Tali contratti si caratterizzano per la circostanza di non essere standardizzati né negoziati nei mercati regolamentati. Nel caso di contratti che, per politica commerciale (e per stessa previsione normativa se il cliente è un ente locale) vengono offerti "a copertura" di esposizioni finanziarie della clientela, le procedure aziendali devono consentire di monitorare nel tempo, per tutta la durata dell'operazione, l'evoluzione delle posizioni coperte e di copertura, al fine di porre l'intermediario nelle condizioni di poter segnalare al cliente l'eventuale disallineamento della struttura ideata rispetto alle finalità che hanno condotto all'impostazione originaria dell'operazione.

L'applicazione delle misure di livello 3 richiede opportuni adeguamenti e aggiornamenti degli assetti organizzativi e delle procedure aziendali degli intermediari. Il riferimento a indicazioni di *best practice,* elaborate dalle Associazioni di categoria e validate dall'Autorità di vigilanza, può contribuire a soddisfare le esigenze di certezza degli operatori nell'ambito di un approccio rispettoso della libera concorrenza, della specificità operativa e organizzativa della singola impresa e dei margini di flessibilità applicativa garantiti dal nuovo sistema normativo.

In questa ottica, nel corso del 2008 la Commissione ha affiancato all'elaborazione di orientamenti interpretativi la definizione di una *Policy*, pubblicata nel mese di maggio, per la valutazione ed eventuale validazione delle Linee guida elaborate dalle Associazioni degli intermediari.

Il controllo della Commissione si esplica nella verifica di compatibilità delle Linee guida con la disciplina secondaria di riferimento e con le misure di livello 3. Per garantire l'efficacia del processo di verifica, appare necessario il coinvolgimento della Consob a partire dalle prime fasi del processo di individuazione, da parte delle Associazioni di categoria, delle materie rispetto alle quali si intende elaborare indicazioni di best practice. *Nella definizione delle Linee-guida dovranno altresì considerarsi anche le esigenze dei diversi gruppi di soggetti interessati,* in primis *le Associazioni dei consumatori.*

Nel corso dell'anno, le principali Associazioni hanno sottoposto al processo di validazione le prime bozze di Linee guida in materia di consulenza e relazione con il cliente, contratti, adeguatezza/appropriatezza, *best execution* e classificazione della clientela. Risultanze positive della verifica faranno delle linee applicative un *safe harbour*: i comportamenti operativi conformi con le soluzioni validate saranno infatti considerati in linea con il quadro normativo vigente.

Con riferimento alle società di gestione del risparmio, nell'agosto 2008 è stato pubblicato, nell'ambito degli orientamenti di livello 3, un documento di consultazione riguardante il tema della ricerca in materia di investimenti nei rapporti tra negoziatore e gestore; le misure definitivamente adottate sul tema sono state pubblicate il 14 gennaio 2009. Il documento chiarisce le regole dettate dalla Consob in materia di incentivi, relativamente alle condizioni di ricevibilità della ricerca da parte del gestore, qualora oggetto di accordi di *soft commission* con i negoziatori ai quali sono indirizzati gli ordini dei portafogli gestiti. Al contempo, si precisa che il tema assume rilevanza anche sul piano degli obblighi di *best execution.*

Tra i fattori da considerare ai fini della cosiddetta strategia di trasmissione, la normativa annovera infatti il costo dell'esecuzione degli ordini; pertanto, considerato che la ricerca ricevuta dal negoziatore è pagata dal gestore attraverso le commissioni di negoziazione applicate ai patrimoni gestiti, l'apprezzamento economico della ricerca diventa funzionale al fine di considerare separatamente l'effettivo costo dell'esecuzione degli ordini che rileva ai fini dell'elaborazione e del riesame della strategia di trasmissione adottata dal gestore.

In materia di promotori finanziari, nel corso del 2008 la Commissione ha dato attuazione alle disposizioni dell'art. 31, comma 4, del Tuf come modificato dalla legge sul risparmio. Con la delibera n. 16737 del 18 dicembre 2008, infatti, ha disposto per il 1° gennaio 2009 l'inizio di operatività dell'Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari e ha stabilito l'entrata in vigore delle disposizioni contenute nel Libro VIII, parti II e III, del Regolamento Intermediari, con la conseguente cessazione delle Commissioni regionali e provinciali per l'Albo dei promotori finanziari.

Alla tenuta dell'albo dei promotori finanziari provvede l'Organismo costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei promotori e dei soggetti abilitati e non più la Consob. L'Organismo è stato costituito, in data 25 luglio 2007, in forma di associazione di carattere privato senza finalità di lucro, tra l'Associazione Nazionale delle società di collocamento di Prodotti Finanziari e di Servizi di Investimento (Assoreti), l'Associazione Nazionale Promotori Finanziari (Anasf) e l'Associazione Bancaria Italiana (Abi). Il riconoscimento della personalità giuridica è avvenuto in data 11 ottobre 2007 con atto di iscrizione nel registro delle persone giuridiche presso la Prefettura di Roma.

L'Organismo opera nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti dalla Consob con regolamento. Nell'ambito dell'attività di vigilanza, inoltre, la Consob può chiedere all'Organismo la comunicazione anche periodica di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e nei termini dalla stessa stabiliti.

Nel nuovo assetto normativo, l'Organismo, che dispone di autonomia organizzativa, finanziaria e statutaria, è il soggetto deputato alla tenuta dell'Albo e all'adempimento degli altri compiti connessi e strumentali alla gestione dello stesso. In particolare l'Organismo, secondo quanto previsto dal proprio statuto, si articola in undici Sezioni territoriali, istituite presso le Camere di Commercio dei capoluoghi di regione del Piemonte, della Lombardia, del Veneto, dell'Emilia Romagna, della Toscana, del Lazio, della Campania, della Puglia, della Sicilia, delle Marche, nonché della provincia autonoma di Bolzano.

L'Organismo delibera le iscrizioni, le cancellazioni dall'Albo dei promotori finanziari e le variazioni dei dati in esso contenute e rilascia i relativi attestati; organizza lo svolgimento delle prove valutative per l'accesso all'Albo dei promotori finanziari; aggiorna tempestivamente l'Albo sulla base dei provvedimenti adottati nei confronti dei promotori dall'Autorità giudiziaria, dalla Consob e dallo stesso Organismo; verifica la permanenza dei requisiti prescritti per l'iscrizione all'Albo; determina e riscuote i contributi e le altre somme dovute dagli iscritti e dai richiedenti l'iscrizione, nella misura necessaria per garantire lo svolgimento delle proprie attività.

A seguito dell'avvio dell'operatività dell'Organismo per la tenuta dell'albo dei promotori finanziari, la Commissione ha apportato le necessarie modifiche al Regolamento Intermediari. Tali modifiche hanno riguardato, in particolare, la trattazione dei reclami contro i provvedimenti dell'Organismo, i requisiti per l'iscrizione all'Albo, la prova valutativa, l'iscrizione e la cancellazione dall'Albo. Sono stati inoltre previsti specifici obblighi di comunicazione e di collaborazione da parte dei soggetti abilitati nei confronti dell'Organismo, nonché l'automaticità dell'iscrizione all'Albo previsto dall'art. 31, comma 4 del Tuf per tutti coloro che erano iscritti all'Albo unico nazionale dei promotori finanziari tenuto dalla Consob fino al 31 dicembre 2008.

Nel corso del 2008 la Commissione è stata altresì impegnata nell'attuazione delle disposizioni in materia di consulenti finanziari persone fisiche di cui all'art. 18-*bis* del Tuf, introdotto dal d.lgs. n. 164 del 17 settembre 2007.

In particolare, la suddetta norma riconosce alle persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, la possibilità di prestare la consulenza in materia di investimenti subordinandone l'iscrizione in un apposito Albo. Tale Albo è tenuto da un Organismo appositamente costituito, cui vengono riconosciute funzioni di vigilanza e potestà sanzionatoria nei confronti degli iscritti e i cui rappresentanti sono nominati con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob.

Nel quadro normativo delineato, il comma 5 del citato art. 18-bis del Tuf, demanda alla potestà regolamentare della Consob, la definizione dei principi e dei criteri relativi: i) alla formazione dell'Albo e alle relative forme di pubblicità; ii) all'iscrizione all'Albo e cause di sospensione, radiazione e riammissione; iii) alle cause di incompatibilità; iv) alle regole di condotta che i consulenti finanziari devono rispettare nel rapporto con il cliente, avuto riguardo alla disciplina cui sono sottoposti i soggetti abilitati; v) alle modalità di tenuta della documentazione concernente l'attività svolta dai consulenti finanziari; vi) all'attività dell'Organismo, con specifico riferimento ai compiti di vigilanza e sanzionatori previsti dal comma 4 dell'art. 18-bis; vii) alle modalità di aggiornamento professionale dei consulenti.

Ai sensi del comma 6 dell'art. 18-bis del Tuf, inoltre, la Consob determina con regolamento le procedure per i ricorsi presentati dai consulenti finanziari dinnanzi alla stessa contro i provvedimenti sanzionatori assunti dall'Organismo.

In ottemperanza al disposto normativo, la Consob ha predisposto uno schema di regolamento, sottoposto a consultazione pubblica nel mese di giugno, con la finalità di: i) favorire lo sviluppo e la competitività del mercato della consulenza in materia di

investimenti nonché la concorrenza tra i diversi operatori; ii) contenere l'impatto dei costi di *compliance*; iii) assicurare un livello di protezione dei clienti equivalente a quello offerto dalla disciplina dei soggetti abilitati; iv) conseguire l'uniformità della disciplina di trasparenza e di correttezza del servizio di consulenza in materia di investimenti; v) assicurare il rispetto dei criteri di adeguatezza e proporzionalità, con riferimento alle regole di organizzazione.

*L'emanazione del regolamento è subordinata alla definizione del contesto normativo primario di riferimento, essendo allo studio un'ipotesi di modifica dell'art. 18-*bis *del Tuf.*

In occasione delle modifiche al Regolamento Emittenti in attuazione della direttiva *Transparency*, è stata semplificata la struttura degli schemi di prospetto degli Oicr aperti (sia italiani che esteri non armonizzati) e dei prodotti finanziari-assicurativi, è stata superata l'approvazione preventiva dei prospetti dei fondi aperti (in linea con quanto già avviene per i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione) e sono state riviste le parti del prospetto soggette a un regime di consegna obbligatoria, al fine di dare massima evidenza alle informazioni-chiave relative ai rischi e agli oneri per ogni singolo prodotto. Tali modifiche sono state precedute da un'ampia consultazione pubblica e da un incontro pubblico (*open hearing* che si è svoltosi il 3 novembre)

Il prospetto semplificato degli Oicr aperti italiani, unico documento soggetto a obbligo di consegna, avrà un limitato numero di pagine e sarà suddiviso in due parti, soggette ad aggiornamento autonomo; la prima parte, denominata "informazioni generali", sarà focalizzata sulle modalità di sottoscrizione, switch *e rimborso e sull'informativa relativa alla società-prodotto; la seconda, denominata "informazioni essenziali", riguarderà le caratteristiche generali dell'Oicr e i profili di rischio-rendimento e di costo, al fine di consentirne una migliore e più immediata fruizione da parte degli investitori e una riduzione dei costi per gli offerenti e i collocatori. Le nuove disposizioni avvicinano il documento d'offerta al nuovo modello di prospetto semplificato (cosiddetto* Key Information Document*) in via di definizione in ambito comunitario.*

La semplificazione della struttura della documentazione d'offerta ha riguardato anche i prodotti finanziario-assicurativi, per i quali è prevista una scheda sintetica costituita da un limitato numero di pagine e suddivisa in due parti soggette ad aggiornamento autonomo, similmente a quanto disposto per i fondi aperti. Ulteriori novità riguardano il superamento dell'obbligo di utilizzo del rating quale parametro segnaletico del merito di credito degli emittenti e l'introduzione della facoltà per tutti i fondi di indicare gli scenari di probabilità già obbligatori per prodotti a obiettivo di rendimento o di protezione, oltre che per i prodotti finanziario-assicurativi di tipo index-linked *e, in generale, per i prodotti assistiti da una garanzia.*

Tali innovazioni rispondono anche all'esigenza di promuovere, attraverso il "livellamento del campo di gioco", la concorrenza tra prodotti succedanei quali Oicr aperti e prodotti finanziario-assicurativi appartenenti ai rami III e V (prodotti *index* o *unit linked* e di capitalizzazione). La frammentazione della disciplina di trasparenza relativa all'offerta al pubblico di tali prodotti d'investimento non favorisce, infatti, una piena comparabilità degli stessi con riguardo alla rappresentazione dei relativi profili di rischio e di onerosità.

Il processo di integrazione dei prodotti d'investimento cosiddetti "non-equity"*, compiutosi negli ultimi anni, ha reso molto simili le strutture finanziarie di fondi comuni, prodotti finanziario-assicurativi e titoli obbligazionari bancari in termini di combinazione dei fattori di rischio e finalità di investimento. Per questo motivo, benché i soggetti emittenti (tipicamente società di gestione, banche e imprese di assicurazioni) siano assoggettati a discipline differenti, tali prodotti sono percepiti come succedanei dagli investitori.*

È auspicabile che tale approccio venga adottato anche in ambito comunitario, mediante l'emanazione di una disciplina sulla trasparenza dell'offerta al pubblico dei prodotti d'investimento "non-equity" *omogenea, tale da realizzare concretamente il principio del livellamento del campo di gioco.*

VI – LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

1. La cooperazione internazionale

Nel 2008 la Consob ha proseguito l'attività di cooperazione internazionale con le Autorità di vigilanza di Stati membri dell'Unione Europea e di paesi terzi.

Il numero di richieste di informazioni ad altre Autorità estere è sensibilmente aumentato anche per effetto delle turbolenze che hanno interessato i mercati finanziari. La Consob ha inoltrato 113 richieste di cooperazione, di cui 42 finalizzate alla verifica del rispetto del divieto di vendite allo scoperto (introdotto dal 30 settembre 2008) e 52 per sospetti casi di *insider trading* e manipolazione del mercato (Tav. 39).

Tav. 39

Scambio di informazioni fra Consob e Autorità di vigilanza estere

Oggetto	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Richieste di informazioni ad Autorità estere										
Insider trading	43	32	24	24	11	8	12	16	18	25
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	--	1	4	--	4	8	6	12	9	27
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	4	3	10	9	5	2	4	5	1	2
Trasparenza e informativa societaria	--	1	--	--	6	9	10	5	1	2
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	1	1	3	1	2	4	3	2
Requisiti di onorabilità e professionalità	10	19	14	34	21	7	4	--	9	--
Violazione regole di condotta	--	2	--	--	1	2	--	1	--	--
Transaction reporting ex art. 25 MiFID	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1
Vendite allo scoperto	—	—	—	—	—	—	—	—	—	42
Richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	—	—	—	—	—	—	—	—	—	11
Segnalazioni operazioni sospette	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1
Totale	*57*	*58*	*53*	*68*	*51*	*37*	*38*	*43*	*41*	*113*
Richieste di informazioni da Autorità estere										
Insider trading	3	5	20	13	17	18	18	17	18	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	3	--	1	1	2	3	4	14	2	3
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	1	2	7	4	3	9	9	3	2
Trasparenza e informativa societaria	--	2	--	--	--	--	4	3	--	1
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	2	1	--	4	--	1	1
Requisiti di onorabilità e professionalità	44	53	49	80	70	44	31	46	37	18
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	--	--	3	2
Transaction reporting ex art. 25 MiFID	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1
Vendite allo scoperto	—	—	—	—	—	—	—	—	—	--
Richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	—	—	—	—	—	—	—	—	—	--
Segnalazioni operazioni sospette	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2
Totale	*53*	*61*	*72*	*103*	*94*	*68*	*70*	*89*	*64*	*48*

Le richieste effettuate nell'ambito della applicazione del divieto di vendite allo scoperto hanno riguardato principalmente l'operatività di intermediari europei, soprattutto britannici, nei mercati regolamentati italiani in qualità di remote member.

La Consob ha ricevuto 48 richieste di cooperazione da parte di Autorità di vigilanza estere, legate principalmente alla verifica dei requisiti di onorabilità e professionalità e a sospetti casi di *insider trading*.

2. L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Nel 2008 è proseguita la partecipazione della Consob all'attività legislativa di approvazione delle proposte di direttiva presso la Commissione e il Consiglio Europeo

*L'Istituto ha partecipato attivamente al negoziato sulla proposta di modifica della direttiva sui fondi comuni di investimento armonizzati Ucits (*Undertakings for Collective Investment in Transferable*), presentata dalla Commissione Europea nel mese di luglio; a gennaio 2009, il Parlamento Europeo ha approvato, in seduta plenaria, il testo di compromesso già approvato dal Consiglio nella riunione del Coreper, (Comitato dei rappresentanti permanenti) costituito dagli ambasciatori degli Stati membri presso l'Unione Europea alla fine del 2008. La formale adozione della direttiva, prevista nel maggio 2009, cambia profondamente la disciplina dei fondi armonizzati introdotta dalla Direttiva 85/611/CEE. Tra le novità più significative si rilevano: i) l'introduzione del passaporto delle società di gestione; ii) la sostituzione dell'obbligo di consegna del prospetto semplificato con quello di fornire informazioni essenziali per gli investitori; iii) l'introduzione della possibilità di costituire strutture* master/feeder*; iv) la semplificazione e il miglioramento della procedura di notifica dei fondi; v) la disciplina delle operazioni di fusione tra fondi; vi) il rafforzamento delle regole di cooperazione tra le Autorità di vigilanza.*

È prevista un'ampia delega alla Commissione Europea per l'emanazione, entro il 1° luglio 2010, della disciplina di secondo livello in materia di requisiti organizzativi, conflitti di interesse, risk management *e regole di condotta, e informazioni essenziali da fornire agli investitori.*

La Consob ha partecipato ai negoziati relativi alla proposta di modifica delle direttive *Settlement Finality* e *Financial Collateral* e a quelli in merito alla proposta di regolamento in materia di agenzie di rating.

La Commissione Europea, nel mese di marzo, ha presentato una proposta di direttiva che modifica la Direttiva 98/26/CE per quanto concerne il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e di regolamento titoli, e la Direttiva 2002/47/CE relativa ai contratti di garanzia finanziaria nell'ambito dei suddetti sistemi. Le modifiche alla direttiva sulla definitività degli ordini sono volte a estendere le tutele, ivi concesse, al regolamento delle operazioni di mercato in presenza di sistemi di post-trading *compatibili (*interoperability*).*

La proposta di regolamento sulle agenzie di rating, presentata dalla Commissione Europea nel novembre del 2008, si inserisce tra le misure volte a ripristinare la fiducia dei mercati e ad aumentare la tutela degli investitori. La proposta definisce un quadro di vigilanza sulle attività delle agenzie i cui rating siano utilizzati da enti creditizi e da intermediari finanziari e assicurativi all'interno della Comunità.

Nel corso dell'anno, la Consob ha fornito supporto tecnico al Ministero dell'Economia per le riunioni dell'Aurc (*Audit Regulatory Committee)* e ha partecipato alle riunioni dell'Egaob (*European Group of Auditors' Oversight Bodies*), Gruppo di Esperti istituito dalla Commissione Europea per il coordinamento tra gli organismi di controllo pubblico dei revisori legali e delle società di revisione a livello comunitario.

L'Egaob ha fornito supporto alla Commissione Europea nella valutazione dei sistemi di controllo pubblico di paesi terzi e nelle problematiche di cooperazione internazionale. Gli artt. 45-47 della Direttiva 2006/43/CE attribuiscono alla Commissione Europea il potere di adottare, secondo la procedura di comitatologia, decisioni in merito: i) all'equivalenza dei sistemi di regolamentazione dei revisori di paesi terzi; ii) alla concessione di un periodo transitorio durante il quale i revisori e gli enti di revisione contabile di paesi terzi possono continuare a esercitare attività di revisione negli Stati membri, fino a quando non siano state assunte le decisioni di equivalenza; iii) all'adeguatezza del paese terzo sotto il profilo del rispetto delle condizioni previste dalla direttiva circa la trasmissione delle carte di lavoro e altri documenti dei revisori. L'Egaob ha elaborato anche un modulo comune per la registrazione dei revisori e degli enti di revisione contabile di paesi terzi, sia nell'ipotesi di registrazione "piena" (art. 45) che di registrazione "semplificata" (ex art. 46).

La Commissione Europea ha accordato un periodo transitorio (fino al 1° luglio 2010) per le attività di revisione contabile dei revisori dei conti e degli enti di revisione contabile di 34 paesi terzi (decisione n. 627 del 29 luglio 2008). A seguito di tale decisione, la revisione contabile degli emittenti dei predetti paesi terzi, aventi azioni ammesse alle negoziazioni in mercati regolamentati europei, potrà essere effettuata in assenza della procedura di registrazione prevista dall'art. 45(1) della Direttiva 2006/43/CE.

In materia di revisione contabile, la Commissione Europea ha emanato due raccomandazioni: una sui controlli esterni di qualità per i revisori e gli enti di revisione contabile di entità di interesse pubblico (2008/362/CE); l'altra in tema di responsabilità civile dei revisori dei conti e degli enti di revisione contabile (2008/473/CE).

*È stato inoltre emanato il Regolamento n. 1004/2008, nel quale la Commissione apporta modifiche ai criteri di applicazione del principio contabile internazionale, Ias 39, e all'*International Financial Reporting Standard, *Ifrs 7.*

Nel 2008 sono state approvate le proposte di modifica di alcune direttive "Lamfalussy" allo scopo di adeguare le stesse alla nuova procedura di comitatologia introdotte dalla decisione del Consiglio 2006/512/CE.

Tale decisione disciplina la nuova procedura di regolamento con controllo, che elimina il limite temporale per la delega delle competenze di esecuzione conferita alla Commissione e rafforza il controllo del Parlamento Europeo sull'esercizio della delega stessa. Gli atti adottati con la procedura Lamfalussy sono stati pertanto modificati per tenere conto dell'ampliamento dei poteri di attuazione della Commissione; tra gli atti emendati si segnalano la MiFID, la direttiva sui prospetti, sugli abusi di mercato, sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e sugli obblighi di trasparenza degli emittenti.

Tra le altre iniziative avviate dalla Commissione nel corso del 2008, si segnalano: i) la proposta di regolamento per lo statuto della Società privata europea; ii) alcune proposte di direttiva volte a semplificare gli obblighi in materia di relazioni e documentazioni in caso di fusioni e scissioni; iii) gli obblighi di traduzione e di pubblicazione di taluni tipi di società.

3. L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators *(Cesr)*

Nel corso del 2008, il Consiglio Europeo, su impulso del Consiglio Ecofin, ha invitato la Commissione Europea a rivedere le decisioni istitutive dei Comitati di livello 3 (Cesr, Cesb - *Committee of European Banking Supervisors* e Ceiops - *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) per assicurare la coerenza dei mandati nonché rafforzarne il ruolo nei processi di convergenza delle pratiche di vigilanza dei Stati membri e nella tutela della stabilità finanziaria. La Commissione ha pertanto modificato, nel gennaio 2009, la decisione istitutiva del Cesr prevedendo esplicitamente tra i compiti del Comitato quello di promuovere il coordinamento tra le Autorità di vigilanza (Decisione 2009/77/CE, del 23 gennaio 2009, che abroga la precedente Decisione 2001/527/CE).

Con riferimento ai quorum *deliberativi, inoltre, si è previsto che, qualora non si raggiunga il consenso di tutti i membri, le decisioni siano assunte a maggioranza qualificata. A tal fine, ai voti dei paesi membri sono attribuite le medesime ponderazioni stabilite dall'art. 205 del Trattato CE per le deliberazioni del Consiglio che richiedono una maggioranza qualificata.*

Nel corso del 2008, è proseguita l'intensa attività del Cesr anche in ragione della creazione di nuovi gruppi di lavoro per il coordinamento dell'attività delle Autorità di vigilanza a fronte della crisi dei mercati finanziari.

In particolare, la Consob ha preso parte ai lavori svolti dal Cesr sul fair value, *avviati su richiesta dell'Ecofin; al riguardo sono stati pubblicati i documenti* "Cesr statement on reclassification" *e* "Joint statement from Cesr, Cebs e Ceiops regarding the latest developments in accounting".

Nel mese di settembre, è stata istituita una Task Force Lehman *per individuare l'impatto della crisi del gruppo statunitense, Lehman Brothers, anche sugli investitori al dettaglio e agevolare lo scambio di informazioni tra le Autorità di vigilanza.*

Nell'ambito del Cesrpol (Gruppo permanente sulla cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza) è stata istituita una nuova Task Force on Short Selling, *al fine di assicurare un maggior coordinamento tra le iniziative adottate dagli Stati membri in tema di vendite allo scoperto. A fronte degli sviluppi della crisi dei mercati finanziari, molti Stati membri, tra cui l'Italia, hanno adottato misure straordinarie in tema di vendita allo scoperto. Tali misure differiscono per oggetto (restrizioni allo* short selling *e/o obblighi di trasparenza), ambito di applicazione (tutte o talune banche o intermediari finanziari o tutte le società quotate) e durata. La*

Task Force *ha condotto uno studio preliminare per analizzare i contenuti, le finalità e gli effetti delle misure adottate negli Stati membri. I lavori proseguiranno nel 2009 con l'obiettivo di formulare possibili opzioni di regolamentazione che assicurano un'adeguata convergenza in ambito comunitario.*

È stato costituito, inoltre, nell'ambito del Cesrpol, un apposito gruppo di lavoro per assicurare il coordinamento tra le Autorità di controllo a seguito della frode Madoff che ha avuto pesanti ripercussioni su gran parte dell'industria finanziaria europea e, conseguentemente, sugli investitori.

Nel 2008 sono proseguiti i lavori del Cesrfin, gruppo permanente sull'informazione finanziaria e del sottocomitato per l'*enforcement* Eecs (*European Enforcers Coordination Session*), al fine di porre in essere gli strumenti atti ad assicurare un efficace coordinamento delle attività di *enforcement* dell'informazione finanziaria a livello europeo.

In particolare, sono stati pubblicati due estratti dei casi di enforcement *inseriti nel* database *elettronico del Cesr, contenente le decisioni assunte dalle Autorità di vigilanza nazionali dell'Unione Europea. Il* database, *costituito nel 2005, rappresenta un archivio per la consultazione delle decisioni di* enforcement *assunte in materia di applicazione dei principi contabili internazionali.*

Nel corso dell'anno, l'attività del Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito, presieduto dal Presidente della Consob, è stata particolarmente significativa.

Il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito ha ricevuto mandato dal Cesr di analizzare l'impatto della crisi di liquidità sul settore dei fondi comuni di investimento e, in particolare, dei fondi monetari, esaminando le misure adottate dalle società di gestione e dalle Autorità di vigilanza e le possibili iniziative da intraprendere. Lo scarso grado di convergenza nella definizione di "fondo monetario" nei diversi ordinamenti nazionali e nell'applicazione delle disposizioni in tema di sospensione dei rimborsi ha suggerito l'avvio di approfondimenti tesi a promuovere un maggior livello di armonizzazione nell'Unione Europea.

Il Gruppo è impegnato altresì nella valutazione dell'incidenza, diretta e indiretta, del fallimento Madoff nel settore degli Ucits e dei fondi non armonizzati e nell'approfondimento delle connesse problematiche di vigilanza.

La Commissione Europea ha ricevuto, nel mese di febbraio 2008, un parere sul contenuto e sul formato delle informazioni essenziali per gli investitori nei fondi Ucits, destinate a sostituire il prospetto semplificato; nei mesi successivi, il Gruppo di Esperti ha coadiuvato la Commissione nella fase di *testing* presso gli investitori e proseguito nell'approfondimento di alcune tematiche tecniche relative alla rappresentazione delle informazioni su rischi, rendimenti storici, commissioni e oneri. Nel mese di ottobre, è stato pubblicato il parere sul passaporto delle società di gestione che ha costituito un importante riferimento nei negoziati della direttiva Ucits IV.

La proposta di revisione della direttiva Ucits, presentata dalla Commissione Europea a luglio 2008, non conteneva misure in tema di passaporto delle società di gestione. In pari data, la Commissione Europea ha conferito mandato al Cesr per la definizione delle condizioni e dei

principi da osservare affinché l'utilizzo del passaporto non comporti una diminuzione del livello di tutela dell'investitore e non comprometta l'esercizio della vigilanza ad opera delle competenti Autorità. Il parere formulato dal Cesr risponde all'esigenza di assicurare elevati standard di vigilanza e di tutela degli investitori. Il documento contiene linee guida per la definizione dello Stato membro d'origine del fondo, della società di gestione e del depositario, il riparto di competenze tra Autorità, le procedure per la verifica dell'idoneità della società di gestione e le circostanze per un eventuale diniego del passaporto, gli obblighi informativi, le necessarie forme di cooperazione tra Autorità, a fini di vigilanza e di enforcement, *e altre misure a tutela dei detentori delle quote del fondo.*

Il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito è stato impegnato, inoltre, nella stesura di principi in tema di identificazione, gestione e monitoraggio dei rischi che costituiranno un importante riferimento per la definizione delle misure di livello 2 da emanarsi ai sensi della nuova direttiva Ucits.

Tali principi delineano un quadro coerente per la ripartizione dei compiti e delle responsabilità di identificazione, gestione e monitoraggio dei rischi rilevanti per i fondi armonizzati, contemperando le esigenze di proporzionalità con quelle di garanzia degli standard di vigilanza e protezione degli investitori. Le nuove misure di livello 3 definiscono, tra l'altro, i compiti e le funzioni di risk management *e le loro interazioni con il gestore, gli obblighi di* reporting, *le responsabilità del consiglio di amministrazione e degli altri vertici aziendali, le condizioni per l'eventuale* outsourcing, *le linee guida per l'identificazione dei rischi materiali e la loro misurazione e il relativo monitoraggio al fine di assicurarne la coerenza con il profilo di rischio del fondo.*

La Consob ha partecipato attivamente ai gruppi di lavoro del Cesr in relazione alle direttive MiFID, prospetti, *transparency* e abusi di mercato.

Tra i numerosi lavori del Gruppo di Esperti sulla MiFID, si segnala la preparazione di un parere, congiuntamente al Cesb in materia di: i) regime applicabile ai soggetti che forniscono servizi di investimento aventi ad oggetto derivati su merci ed "esotici" (derivati fuori standard); ii) avvio di una consultazione sulla trasparenza dei mercati delle obbligazioni, dei prodotti finanziari strutturati e dei derivati di credito; iii) pubblicazione di due set *di domande e risposte sulla MiFID; iv) adozione di un protocollo teso a promuovere un'effettiva cooperazione tra le Autorità di vigilanza per la notifica dei casi di sospensione e rimozione di strumenti finanziari dalle negoziazioni; v) elaborazione di una guida, per i consumatori che investono in prodotti finanziari, che illustra gli obblighi degli intermediari e i diritti degli investitori ai sensi della direttiva MiFID; vi) approvazione di talune modifiche al* database *delle azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati.*

*Nel 2008 è proseguita la partecipazione della Consob, in ambito Cesr, all'*Experts Prospectus Group *per lo sviluppo delle linee guida in merito ai requisiti informativi del prospetto previsti dalle misure di implementazione della direttiva sui prospetti. Tale gruppo, che lavora al livello 3 del processo Lamfalussy, ha prodotto orientamenti per la corretta applicazione delle norme comunitarie sul prospetto che sono stati pubblicati nel documento Q&A (*Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by Cesr Members - 7th Updated Version - December 2008*). Su richiesta della Commissione Europea, il gruppo ha definito uno*

schema semplificato di prospetto per le offerte di azioni ai dipendenti che consente l'omissione di informazioni richieste dagli schemi di prospetto, ove non pertinenti nel caso specifico all'emittente e all'offerta. Resta fermo il potere dell'Autorità competente per l'approvazione di richiedere informazioni supplementari. Una volta approvato, il prospetto semplificato per l'offerta di azioni ai dipendenti potrà quindi beneficiare del passaporto europeo di cui all'art. 17 della direttiva. È altresì in corso la valutazione dell'equivalenza dei prospetti redatti secondo le legislazioni degli Stati Uniti e di Israele, ai fini dell'applicazione dell'art. 20 della direttiva sul prospetto. Tale disposizione definisce le condizioni alle quali l'Autorità competente può approvare un prospetto redatto secondo standards *diversi da quelli del Regolamento n. 809/2004/CE.*

È stata effettuata una ricognizione sull'applicazione della direttiva Transparency *nei paesi membri.*

In materia di abusi di mercato, la Consob ha contribuito ai lavori del Cesr finalizzati all'elaborazione di un terzo insieme di linee guida sull'applicazione della Direttiva 2003/6/CE (MAD - Market Abuse Directive*); tali linee hanno costituito oggetto di consultazione nel mese di maggio. Le nuove linee guida, che saranno approvate nel 2009, riguardano i requisiti delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni sospette, operazioni di stabilizzazione e programmi di riacquisto di azioni proprie ai sensi del Regolamento CE n. 2273/2003 e l'informativa al pubblico da parte delle società emittenti in presenza di* rumour *sul mercato. In base al* Work Program*, pubblicato dal Cesr nel 2007, le linee guida di livello 3 avrebbero dovuto riguardare anche alcuni aspetti problematici relativi alla nozione di informazione privilegiata (la cosiddetta* "twofold notion of inside information"*); tuttavia, a causa della complessità dell'argomento e dell'annunciata prossima pubblicazione da parte della Commissione Europea di un documento di valutazione della direttiva MAD, il Cesr ha deciso di rinviare la definizione di linee guida in modo da evitare sovrapposizioni.*

*Nel corso del 2008, il Cesr ha altresì pubblicato l'*Executive summary to the report on administrative measures and sanctions as well as the criminal sanctions available in member states under the market abuse directive*, nel quale si illustrano i sistemi sanzionatori applicati ai singoli Stati membri.*

*È stato pubblicato, nel mese di ottobre, un parere tecnico per la Commissione Europea, elaborato dal Cesr e dall'Ergeg (*European Regulators' Group for Electricity and Gas*), sull'applicabilità della direttiva sugli abusi di mercato alle negoziazioni sull'energia e sui derivati dell'energia. Il documento riconosce l'applicazione della direttiva ai contratti sull'energia che si qualificano come strumenti finanziari ammessi a negoziazione su mercati regolamentati. Il Cesr e l'Ergeg propongono alla Commissione Europea di valutare l'introduzione di una disciplina ad* hoc *sugli abusi di mercato nei mercati* spot *che trattano contratti sull'energia elettrica e il gas.*

L'Istituto ha partecipato attivamente ai lavori del *Review Panel* (Gruppo permanente per l'attuazione degli *standards* Cesr da parte degli Stati membri) per la rassegna dei poteri di vigilanza e di *enforcement* attribuiti alle Autorità di vigilanza degli Stati membri, in attuazione della direttiva MiFID (Direttiva 2004/39/CE). Nel corso dell'anno, il *Review Panel* ha avviato, inoltre, una ricognizione dei poteri attribuiti ai sensi della direttiva *Trasparency* e diversi esercizi di *peer review* per la verifica dello stato di attuazione delle

linee guida sulla semplificazione della procedura di notifica dei fondi Ucits e degli *Standards* 1 e 2, e sulle attività di *enforcement* in materia di informazione finanziaria.

In materia di agenzie di rating, il corrispondente gruppo di lavoro del Cesr ha inviato alla Commissione Europea, nel mese di maggio, un secondo rapporto sull'attuazione del codice di condotta Iosco (*International Organisation of Securities Commissions*) da parte delle agenzie di rating e sul ruolo che le agenzie hanno in materia di finanza strutturata. Nel mese di settembre, invece, il Cesr ha risposto alla consultazione della Commissione Europea sulla bozza di proposta per una direttiva/regolamento in materia di agenzie di rating.

L'Istituto ha partecipato ai lavori del Cesr-Tech e alle attività congiunte del Cesr e della Banca Centrale Europea in materia di *clearing* e *settlement*.

È stato pubblicato, nel mese di luglio 2008, un nuovo Codice di autoregolamentazione in materia di clearing *e* settlement, *che definisce le modalità attraverso cui le infrastrutture che hanno sottoscritto il Codice del 2006 daranno conto del rispettivo grado di adesione al Codice, con particolare riferimento alle previsioni in tema di separazione contabile e accesso separato ai servizi.*

Nel 2008, il Gruppo di lavoro congiunto del Cesr e della Banca Centrale Europea in tema di clearing *e* settlement *ha lavorato, per il mandato Ecofin, alla trasformazione degli* Standards *approvati nel 2004 e vincolanti per gli operatori di mercato, in raccomandazioni indirizzate alle Autorità di vigilanza. Nel mese di ottobre, è stato pubblicato un documento di consultazione congiunto Cesr/Escb (*European System of Central Banks*) contenente 19 raccomandazioni relative ai depositari centrali di titoli (CSDs) e 15 raccomandazioni relative alle controparti centrali (CCPs). La consultazione si è chiusa il 23 gennaio 2009.*

*Il gruppo continua a lavorare, anche, al progetto TARGET2-*Securities, *diretto a creare una piattaforma unica europea a supporto del regolamento integrato di transazioni (titoli e contante) di strumenti finanziari.*

*Nel corso del 2008, il Cesr-Tech ha avviato due progetti in ambito Trem (*Transaction Reporting European Mechanism*) che hanno riguardato: i) i problemi inerenti all'adozione di un codice alternativo all'ISIN (*AII–Alternative Instrument Identifier*) per l'identificazione degli strumenti finanziari, anche derivati; ii) le problematiche inerenti all'introduzione, allo scambio e alla centralizzazione dei* reference data *degli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui mercati regolamentati dell'Unione Europea (*IRD–Instrument Reference Data*). Una nuova versione del Trem è stata implementata a novembre 2008.*

La Consob presiede la nuova *Task Force* sulla "*mutual recognition*" istituita dal Cesr.

La Task Force *procederà a un'analisi economica dei vantaggi e degli svantaggi derivanti dalla* mutual recognition *con paesi terzi e degli aspetti regolamentari significativi che possono costituire il presupposto e la condizione di contatti con detti paesi.*

È stata, inoltre, istituita una *Task Force* congiunta tra i comitati di livello 3 (Cesr, Cebs, Ceiops) in materia di delega di compiti tra le Autorità di vigilanza europee.

L'istituzione della Task Force *risponde alle raccomandazioni formulate dall'Ecofin sulle possibili opzioni per l'esercizio, su base volontaria, di deleghe di specifici compiti di vigilanza al fine di rafforzare il controllo sui gruppi finanziari che operano su base transfrontaliera.*

*4. L'attività nell'ambito dell'*International Organisation of Securities Commissions (*Iosco*) *e in altre sedi internazionali*

Nel 2008 la Consob ha fatto parte del Comitato Tecnico della Iosco e ha continuato a far parte del Comitato Esecutivo dell'Organizzazione in occasione della Conferenza Annuale tenutasi nel mese di maggio 2008.

Il Comitato Tecnico della Iosco, nella riunione straordinaria del mese di novembre, ha intrapreso iniziative urgenti per fronteggiare la crisi dei mercati finanziari e coordinare le misure regolamentari generali, a supporto degli obiettivi espressi dal G-20 che riunisce i rappresentanti dei paesi più industrializzati. Sono state istituite tre nuove *Task Force*, in materia di soggetti, mercati e prodotti finanziari non regolamentati e vendite allo scoperto. La Consob partecipa ai nuovi gruppi di lavoro, presiedendo la *Task Force on Unregulated Entities* congiuntamente alla Fsa britannica.

La Task Force on Unregulated Entities *si propone di esaminare i problemi connessi all'operatività degli* hedge funds, *fondi di* private equity *e altre istituzioni non regolamentate. La* Task Force *presenterà possibili opzioni di vigilanza e regolamentazione tese a limitare i rischi associati all'operatività e tradizionale opacità dei soggetti indicati, nell'ottica della tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati finanziari.*

La Task Force on Unregulated Financial Markets and Products *è stata costituita allo scopo di elaborare un approccio regolamentare comune per quei settori del sistema finanziario ancora scarsamente vigilati e regolati, come il mercato* over-the-counter *dei derivati e di altri prodotti strutturati. In particolare, la* Task Force *è incaricata di valutare le possibili scelte da adottare ai fini dell'introduzione di un maggior grado di trasparenza e vigilanza su detti segmenti di mercato, a tutela degli investitori.*

La Task Force on Short Sales *ha come obiettivo quello di elaborare un approccio regolamentare internazionale in materia di vendite allo scoperto, con riguardo al contenuto degli obblighi di trasparenza e agli obblighi di consegna dei titoli. La* Task Force *si propone di elaborare standard internazionali comuni che possano rappresentare una guida per gli interventi nazionali di regolamentazione, in vista di una maggiore armonizzazione della disciplina in materia.*

Tra le iniziative intraprese dalla Iosco al fine di rafforzare la fiducia degli investitori nell'integrità dei mercati finanziari, alle quali la Consob partecipa, si segnalano: i) la costituzione della *Task Force* sui mercati delle merci, (in particolare il petrolio), che analizza i comportamenti degli operatori e il possibile verificarsi di speculazioni in tali

mercati; ii) la *Task Force* sui fondi sovrani, che si occupa in particolare della cooperazione tra le Autorità ai fini di *enforcement*; iii) la *Task Force on the Subprime crisis*.

Il rapporto della Task Force *sulla crisi dei mutui* subprime *è stato pubblicato nel maggio 2008. Il rapporto analizza gli effetti della crisi sui mercati finanziari internazionali e affronta le problematiche connesse alla trasparenza degli emittenti, ai processi di valutazione degli investimenti ad opera dei risparmiatori, alla vigilanza prudenziale sugli intermediari, ai sistemi di gestione del rischio e agli standard di valutazione e contabilizzazione dei prodotti finanziari strutturati in situazioni di turbolenza dei mercati. Esso contiene raccomandazioni al Comitato Tecnico in merito alle ulteriori iniziative da intraprendere in sede Iosco per fronteggiare le problematiche suddette.*

La Task Force on Commodity Futures Markets *è stata costituita con l'obiettivo di valutare l'adeguatezza delle pratiche di vigilanza adottate a livello internazionale, tenuto conto dei recenti sviluppi dei mercati delle* commodities. *Il rapporto finale della* Task Force, *contenente raccomandazioni volte a migliorare la trasparenza e la vigilanza sui mercati, è stato pubblicato nel marzo 2009.*

La Consob ha contribuito altresì ai lavori della *Task Force on Credit Rating Agencies* che ha l'obiettivo di migliorare e coordinare la vigilanza internazionale sulle agenzie di rating circa l'osservanza del nuovo Codice di Condotta Iosco.

È stato pubblicato, nel mese di maggio, il rapporto finale della Task Force *sul ruolo delle agenzie di rating nel comparto dei prodotti finanziari strutturati dove sono, inoltre, illustrate le problematiche regolamentari connesse e le modifiche introdotte al Codice di condotta del 2004, allo scopo di migliorare la qualità, indipendenza, trasparenza e integrità dei processi di rating. La revisione del Codice di condotta delle agenzie di rating è stata pubblicata nello stesso mese.*

Nel mese di settembre, invece, il Comitato Tecnico della Iosco ha incaricato la Task Force *di verificare l'osservanza del nuovo Codice di Condotta ad opera delle agenzie di rating e di valutare l'elaborazione di un modello di vigilanza comune, stabilendo termini e condizioni per lo scambio di informazioni e la cooperazione tra le Autorità. In particolare, la* Task Force *dovrà esaminare la possibilità di istituire un organismo di vigilanza internazionale simile, per struttura e finalità, al* Public Interest Oversight Body *per la vigilanza sugli standard di revisione contabile.*

Nel corso dell'anno è proseguita la partecipazione dell'Istituto ai gruppi di lavoro permanenti del Comitato Tecnico della Iosco in tema di trasparenza e profili contabili (*Standing Committee* 1), di mercati secondari (*Standing Committee* 2), di intermediari (*Standing Committee* 3), di problematiche di cooperazione (*Standing Committee* 4) e di organismi di investimento collettivo del risparmio (*Standing Committee* 5).

È in corso la predisposizione di un documento sui principi di informativa periodica per gli emittenti quotati, ove si affronta, tra l'altro, il problema dell'informativa sull'esposizione ai rischi di mercato in relazione all'attività in derivati o altri strumenti finanziari. Continuano, inoltre, i lavori di esame e la predisposizione del commento sui nuovi principi contabili internazionali emanati dallo Iasb (International Accounting Standards Board).

In tema di mercati, sono proseguiti i lavori per l'emanazione di un documento in materia di accesso diretto ai mercati regolamentati, che esamina in particolare il tema dell'interconnessione e degli obblighi a carico dei gestori dei mercati e degli intermediari ove sia prevista la possibilità, per soggetti diversi dagli intermediari, di accedere alle negoziazioni e immettere ordini. Sono stati avviati, altresì, lavori in materia di outsourcing *delle funzioni di mercato e approfondimenti sul tema della trasparenza delle negoziazioni per i prodotti strutturati.*

Il Gruppo in materia di intermediari è stato impegnato su una molteplicità di temi, tra cui la vigilanza sul rispetto delle regole di condotta da parte degli intermediari, il mantenimento delle registrazioni contabili e le informazioni pre-contrattuali da fornire agli investitori in caso di vendita di strumenti finanziari, anche in relazione agli incentivi e ai possibili conflitti di interesse riferibili ai soggetti collocatori.

Il Gruppo sugli organismi di investimento collettivo ha condotto un'analisi preliminare dei criteri e metodi di valutazione degli investimenti immobiliari e degli assetti di governance *dei fondi* real estate. *A seguito della pubblicazione del rapporto finale della* Task Force sul private equity, *il gruppo ha intrapreso un lavoro sulle principali tematiche connesse alla gestione dei conflitti di interesse nel settore dei fondi di* private equity. *È stata avviata, inoltre, l'analisi delle problematiche regolamentari connesse all'operatività dei fondi cosiddetti "sovrani" e dei principali processi di "*due diligence*" utilizzati dall'industria del risparmio gestito, con particolare riferimento al caso di investimenti in prodotti finanziari strutturati e/o complessi e illiquidi (ad esempio Abs, Cdo e Cds).*

*Nel mese di giugno, è stato pubblicato il Rapporto sui fondi di fondi speculativi contenente, tra l'altro, la proposta di sviluppare linee guida in merito ai metodi di gestione del rischio di liquidità e al processo di "*due diligence*" sugli investimenti per i fondi in oggetto. Il Comitato Tecnico, tramite lo* Standing Committee 5, *ha elaborato una proposta di standard di regolamentazione che è stata sottoposta a consultazione pubblica nel mese di ottobre 2008 e che si è chiusa a gennaio 2009. Gli standard riflettono l'obiettivo di assicurare un'elevata tutela degli investitori al dettaglio che sempre più investono in fondi speculativi tramite fondi di* hedge funds.

La Consob ha partecipato ai lavori dello *Screening Group*, preposto alla valutazione delle istanze presentate dalle Autorità di vigilanza dei mercati finanziari membri della Iosco per divenire firmatarie dell'accordo multilaterale in tema di cooperazione e scambio di informazioni.

*A riguardo, si ricorda che una risoluzione del Comitato dei Presidenti del mese di aprile 2005 prevede che tutte le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari membri della Iosco, che non siano già firmatarie dello Iosco-MMoU (*Multilateral Memorandumof Understanding*), devono sottoscrivere o avere le facoltà necessarie per sottoscrivere l'accordo multilaterale entro il 1° gennaio 2010.*

L'Istituto ha preso parte attiva ai lavori dell'*Implementation Task Force* che valuta lo stato di attuazione degli *Iosco Objectives and Principles on Securities Regulation.*

Nel corso dell'anno è stato approvato l'aggiornamento dei Principio Iosco che illustra ulteriori elementi in coerenza con i principi esistenti ed è stata, inoltre, avviata la seconda fase del

programma di revisione dei Principi Iosco che dovessero risultare obsoleti o incoerenti ovvero l'elaborazione di nuovi Principi.

La Consob ha aderito al Progetto di collaborazione istituzionale tra le Autorità di vigilanza del settore finanziario delle due "sponde" del Mediterraneo (*Mediterranean Partnership*), avviato nel corso del 2008.

Il Gruppo, composto dalle Autorità di Algeria, Egitto, Francia, Italia, Marocco, Portogallo, Spagna e Tunisia, ha il compito di stabilire metodi di lavoro armonizzati e adottare procedure operative comuni al fine di facilitare la cooperazione transfrontaliera e la conclusione di accordi di mutuo riconoscimento tra le Autorità firmatarie. Il lavoro del Gruppo si affianca a quello svolto dalle organizzazioni internazionali di settore (Comitato Regionale per il Medio Oriente della Iosco e Istituto francofono di regolamentazione finanziaria) e dal Cesr.

L'Istituto ha partecipato all'attività dell'Ifiar (*International Forum of Independent Audit Regulators*), gruppo diretto ad agevolare la cooperazione tra Autorità di vigilanza competenti in materia di revisione contabile.

Si segnala, altresì, la partecipazione della Consob ai negoziati sulla proposta di convenzione Unidroit sulle regole di diritto sostanziale applicabili ai titoli custoditi dagli intermediari, e alle riunioni del *Joint Forum*, Gruppo composto da rappresentanti delle Autorità di vigilanza del settore bancario, finanziario e assicurativo per l'approfondimento di tematiche di comune interesse.

A settembre 2008 ha avuto luogo la prima sessione della Conferenza diplomatica, a seguito della quale è stata redatta una nuova bozza di Convenzione Unidroit, che sarà oggetto di discussione ed eventuale approvazione nella sessione finale della Conferenza diplomatica in programma a Ginevra il prossimo ottobre.

Il Joint Forum *ha pubblicato, nel mese di aprile, un rapporto sulle modalità con cui Autorità di vigilanza e intermediari del settore bancario, finanziario e assicurativo affrontano i rischi connessi all'offerta di prodotti non adeguati a investitori* retail. *Nel rapporto sono analizzate le regole di* disclosure *e gli altri obblighi imposti agli intermediari ai fini della valutazione di adeguatezza dei prodotti offerti ai predetti investitori.*

VII – I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel corso del 2008, si è registrata una significativa flessione nel numero dei ricorsi, presentati dinanzi al giudice ordinario, in particolare verso sanzioni amministrative adottate o proposte dalla Consob; mentre il contenzioso, avanti al giudice amministrativo, è rimasto sostanzialmente stabile (Tav. 40).

Tav. 40

Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto[1]
(esiti al 31 dicembre 2008)

	Giudice amministrativo[2]						Giudice ordinario[3]					
				di cui:						di cui:		
	Accolti[4]	Respinti[5]	In corso	Accolta sospensiva	Respinta sospensiva	*Totale ricorsi*	Accolti[4]	Respinti[5]	In corso	Accolta sospensiva	Respinta sospensiva	*Totale ricorsi*
2006	1	1	9	--	3	*11*	3	26	1	--	--	*30*
2007	--	6	3	--	1	*9*	4	13	57	--	--	*74*
2008	1	1	7	--	3	*9*	2	10	26	--	4	*48*

[1] I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. [2] La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. [3] Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. [4] La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. [5] La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

In materia di abusi di mercato, nel corso dell'anno, si sono definiti i primi giudizi di opposizione, intrapresi nel 2007, avverso sanzioni comminate a seguito dell'accertamento di illeciti di abuso di informazioni privilegiate da parte di *insider* secondari (art. 187-*bis*, comma 4, del Tuf);. sono fatti commessi anteriormente all'entrata in vigore della legge 18 aprile 2005, n. 62 (che depenalizza l'illecito) e sanzionati in via amministrativa, a seguito della trasmissione degli atti alla Consob da parte dell'Autorità giudiziaria, avanti alla quale erano stati instaurati procedimenti penali per i medesimi casi (come previsto dall'art. 9, comma 6, della citata legge n. 62).

Si tratta di sette impugnazioni, promosse innanzi alla Corte d'Appello di Brescia, che sono state tutte rigettate. Nell'unica pronuncia di cui sono state depositate le motivazioni, la Corte si è soffermata sulle peculiarità connesse all'accertamento dell'illecito in questione riconoscendo la legittimità del ricorso a presunzioni ove non sia disponibile (come accade di regola) la prova diretta del "passaggio" dell'informazione privilegiata. I giudici hanno affermato che "Il possesso dell'informazione, attesa la natura 'immateriale' di quest'ultima, esprime una relazione anch'essa priva di materiale tangibilità con la conseguenza che, pur non potendo escludersi che di essa possa darsi una prova diretta (reperimento, presso l'agente, di documenti inglobanti l'informazione,

testimonianze su ammissioni di quegli a terzi), deve ammettersi ampio ricorso alla prova di natura presuntiva, tanto più che non essendo normalmente l'insider secondario intraneo all'ambiente ove si verificano i fatti oggetto dell'informazione, ben difficilmente è possibile instaurare un diretto collegamento tra l'agente e questi ultimi che ne dimostri, nel primo, la conoscenza. Poiché (...) il possesso dell'informazione non è in se stesso ma solo se 'utilizzato' per compiere determinate operazioni ovvero se motiva queste ultime, a giudizio della Corte è ben possibile, in determinate condizioni, considerare dette operazioni come elementi rivelatori del primo, nel senso che, appunto in determinate condizioni, esse ben possono disvelare il motivo che le ha determinate consistente appunto nel possesso delle informazioni medesime. Questo procedimento logico è certamente sussumibile nello schema proprio del ragionamento presuntivo nel quale dal fatto noto, si risale a quello ignoto secondo un criterio di normalità sulla base di un rapporto di dipendenza logica accertato alla stregua di canoni di probabilità" (sentenza 6.11.2008).

*Nella medesima decisione, la Corte d'Appello si è soffermata sulla confisca "del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo" che, ai sensi dell'art. 187-*sexies *del Tuf, consegue necessariamente all'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie per illeciti di* market abuse. *Per quanto riguarda la nozione di "prodotto" dell'illecito, secondo i giudici di Brescia esso "rappresenta il risultato, cioè il frutto che il colpevole ottiene direttamente dalla sua attività illecita"; nel caso dell'illecito commesso con l'acquisto di titoli dall'*insider *secondario, "non può dubitarsi che il "prodotto" dell'illecito, ossia il risultato finale della condotta, sia l'acquisto delle azioni che, per espressa disposizione della norma sanzionatoria, può avvenire in favore dell'agente o anche in favore di terzi. Anche in questo ultimo caso, non può negarsi che le azioni acquisite avvalendosi delle informazioni privilegiate siano il 'prodotto' della condotta illecita". Quanto, poi, all'istituto della confisca "per equivalente" (prevista dall'art. 187-*sexies, *comma 2, nell'ipotesi in cui non sia possibile procedere alla confisca "diretta" del prodotto, del profitto dell'illecito o dei beni utilizzati per commetterlo), la Corte ne ha riconosciuto l'applicazione "per tutti i casi in cui non sia possibile perseguire il risultato anzidetto e questo indipendentemente dalla ragione che sta alla base di tale impossibilità. Questa può essere tanto una ragione di ordine materiale (la fisica impossibilità di apprendere i beni) quanto una ragione di ordine giuridico e in quest'ultimo ambito rientra proprio il caso in cui la confisca prevista dal I comma dell'art. 187-*sexies *d.lgv. citato sia preclusa dall'appartenere i beni a terzi estranei all'illecito".*

La Corte d'Appello di Roma, invece, investita delle opposizioni avverso le sanzioni applicate in relazione al tentativo di "scalata" della Rcs, a fronte degli illeciti di manipolazione del mercato, procurato ritardo all'attività di vigilanza della Consob, mancata comunicazione alla stessa di notizie e documenti, nonché omessa comunicazione di partecipazioni rilevanti, ha confermato la sussistenza degli illeciti accertati.

I giudici romani hanno affrontato, in particolare, il tema della cumulabilità delle sanzioni applicate per i diversi illeciti riscontrati in occasione della vicenda Rcs. Per quanto riguarda l'autonoma sanzionabilità degli illeciti di omessa comunicazione di partecipazioni rilevanti e di manipolazione del mercato, La Corte d'Appello ha precisato "che la condotta omissiva punita dall'art. 120 Tuf non è uno degli elementi costitutivi dell'illecito di diffusione d'informazioni, voci o notizie false o fuorvianti punito dall'art. 187 ter *del Tuf con la conseguente inapplicabilità dell'art. 15 cod. penale. Neppure è applicabile l'art. 8 della legge 689/1981 perché gli illeciti non*

sono stati attuati con unico atto commissivo o omissivo ma con autonome condotte, sia pure in esecuzione, secondo la Consob, di unico disegno "criminoso". Non è quindi applicabile il cumulo giuridico delle sanzioni limitato in materia d'illeciti amministrativi al solo concorso formale con inapplicabilità analogica dell'art. 81 cod. penale" (decreto 2.12.2008). La Corte ha altresì riconosciuto, confermando entrambi gli illeciti sanzionati di procurato ritardo all'attività di vigilanza della Consob e di manipolazione del mercato, che tali condotte "sono distinte ed autonome - logicamente, cronologicamente e per oggetto - per cui non è ipotizzabile l'applicazione, nella fattispecie, del principio di specialità ex art. 9 L. 689/1981, in difetto di principi costitutivi comuni degli illeciti" (sentenza 2.1.2009). In tale decisione, la Corte ha respinto l'eccezione di indeterminatezza della fattispecie di manipolazione del mercato delineata dall'art. 187-ter, comma 3, lett. c), del Tuf. Secondo i giudici romani, la formulazione della norma, che punisce chiunque pone in essere "operazioni od ordini di compravendita che utilizzano artifizi od ogni altro tipo di inganno o di espediente", rimanda "alla descrizione ampia della truffa (art. 640 c.p.) in sede penale ed ai concetti onnicomprensivi ivi riportati ('artifizi e raggiri', 'induzione in errore'). In altre parole, proprio la fluidità ed il continuo movimento delle operazioni attivabili sui mercati finanziari rendevano - e rendono - oltremodo difficoltoso per il legislatore predeterminare analiticamente tutti i tipi di inganni, artifizi ed espedienti, utilizzabili al fine di manipolare il mercato. Ne deriva, perciò, che l'utilizzazione, nel caso di specie, dei concetti generali, voluti dal legislatore per descrivere l'illecito amministrativo 'de quo', *demandi al giudice di merito la formulazione di una valutazione di riconducibilità del comportamento dell'agente allo schema prefissato dalla norma, in termini elastici ma non per questo indeterminati".*

In relazione alla disciplina inerente la prestazione dei servizi di investimento, le Corti d'Appello di Venezia e Milano hanno confermato le sanzioni applicate dalla Consob a due società del Gruppo Unicredito Italiano per l'inadeguatezza delle procedure aziendali relative alla ingegnerizzazione e commercializzazione di strumenti finanziari derivati non negoziati nei mercati regolamentati (Otc).

La Corte veneziana, "avuto riguardo alla (...) sofisticazione dei prodotti finanziari negoziati, la cui gestione, nemmeno immune da profili di azzardo, doveva comportare ogni opportuno controllo preliminare sulla clientela", ha, innanzitutto, ritenuto necessaria l'adozione di specifici accorgimenti procedurali atti a verificare "il possesso da parte della clientela dei requisiti richiesti dall'art. 31" del Regolamento Consob n. 11522 del 1998, ovverosia "di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari" - giungendo a ritenere "non ammissibile" che la veste di operatore qualificato fosse "connessa, con ogni relativo effetto, alla sola dichiarazione per iscritto del legale rappresentante della società". Inoltre, la Corte ha ritenuto discendere "dagli obblighi di correttezza" la necessità, per l'intermediario, di adottare procedure interne volte ad "assicurare al [cliente] un prodotto finanziario corrispondente alle di lui specifiche esigenze", nonché di attuare "una prassi improntata a trasparenza quanto alle modalità di calcolo degli spread*" (decreto 16.7.2008). Non diversa è la posizione assunta, sul punto, dalla Corte d'Appello di Milano che ha considerato "gravi" gli addebiti mossi dalla Consob, considerato "che l'elevato livello di sofisticazione e complessità dei prodotti derivati Otc e la possibilità, concretamente verificatasi, che il loro utilizzo assumesse finalità speculative estranee alle finalità di copertura di rischi della clientela, obbligava l'intermediario a corredare la propria attività con tecniche procedurali particolarmente stringenti onde evitare ogni potenziale*

profilo di opacità. E il fatto che quei rischi (forieri di perdite multiple rispetto al capitale investito) si siano concretamente riversati sulla quasi totalità dei clienti (...), lungi dal costituire la base dell'accertamento, costituisce semplicemente il riscontro indiziario ex post di un difetto genetico di strutturazione del prodotto finanziario" (decreto 13.11.2008).

La Corte d'Appello di Brescia ha valutato la possibilità che l'inosservanza di talune regole di funzionamento dei mercati regolamentati, approvate dalle relative società di gestione, possa costituire comportamento sanzionabile in via amministrativa dalla Consob.

La fattispecie esaminata dai giudici bresciani riguarda il caso di un intermediario che ha, intenzionalmente, regolato un'operazione in titoli con tre giorni di ritardo, rispetto al termine previsto dal Regolamento di Borsa, determinando una situazione di cosiddetto. "fail". *La Corte, dopo aver riconosciuto che "la società opponente ha deliberatamente utilizzato la procedura di* fail *non per fare fronte a impedimenti di natura tecnica ma per scopi speculativi" perseguiti dalla clientela, ha osservato che la previsione, che i contratti di borsa siano regolati il terzo giorno successivo alla loro conclusione, fissa un obbligo vincolante per gli operatori, "posto a presidio dell'ordine, della sicurezza e dell'efficienza del mercato", oltre alla mancata liquidazione entro il termine regolamentare che "è e resta un comportamento inadempiente". E il perseguimento "di [un] interesse singolare a scapito delle esigenze generali del sistema che, come si è detto, esigono un tempestivo adempimento, secondo le regole, delle obbligazioni discendenti dal compimento delle varie operazioni costituisce sicura violazione dell'obbligo posto, a carico degli intermediari, dall'art. 21 del Tuf, di agire con diligenza, correttezza e trasparenza per l'integrità del mercato". Tenuto anche conto che l'art. 26 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998 include tra i generali obblighi di comportamento degli intermediari il rispetto delle "regole di funzionamento dei mercati in cui operano", la Corte d'Appello di Brescia ha puntualizzato che "le regole del mercato non sono modelli comportamentali desumibili da prassi incerte o difficilmente obiettivate ma precisi imperativi derivanti da regole comunemente accettate dai soggetti che agiscono in un determinato ambito e codificate in testi da tutti conoscibili e in effetti conosciuti e percepiti nella loro imperatività. Tali sono infatti i precetti codificati nei Regolamenti (...) emanati da soggetti (Borsa Italiana Spa, Monte Titoli Spa, Cassa di Compensazione e Garanzia Spa) che, benché rientranti nel novero delle persone giuridiche di diritto privato, nondimeno svolgono servizi reputati di interesse generale nell'ambito del mercato borsistico e che agiscono quindi non liberamente ma secondo le finalità loro assegnate dalla legge e con norme comportamentali soggette ad approvazione da parte dell'Amministrazione, previo controllo circa la rispondenza delle norme stesse ai principi comunque informanti il settore" (decreto 16.11.2008).*

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, si segnala la decisione del Tar del Lazio di annullare un provvedimento della Consob con il quale era stata accertata la stipulazione, nel 2005, di un patto parasociale tra azionisti della S.S. Lazio Spa per l'acquisto concertato di azioni ordinarie della stessa società con il superamento della soglia del 30 per cento rilevante per l'Opa obbligatoria.

Il Tribunale ha annullato il provvedimento per l'insufficienza della motivazione in ordine alla funzione parasociale del patto, anche in considerazione dell'adozione del sistema societario cosiddetto dualistico da parte della società (sentenza 8835 del 2008). Tale sentenza è stata impugnata dalla Consob innanzi al Consiglio di Stato.

Si riferisce alla giurisdizione amministrativa un ulteriore procedimento, portato innanzi al Tar del Lazio, promosso da un comitato di piccoli azionisti della Immobiliare Lombarda Spa per l'annullamento della delibera Consob in cui si stabilisce il corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto delle azioni residue della società (ex art. 108, comma 2, del Tuf). Il Tribunale ha respinto l'istanza cautelare, motivata dall'imminente chiusura della procedura di offerta.

Il Tar non ha riscontrato il danno irreparabile, vista la natura patrimoniale dell'oggetto dell'obbligazione in capo all'offerente; in caso di esito positivo per i ricorrenti al giudizio di merito, il prezzo può essere nuovamente determinato dalla Consob e le pretese essere soddisfatte con compensazioni e conguagli (ordinanza 4158 del 2008).

Nel 2008, tra le più significative pronunce del giudice ordinario, si segnala una decisione della Corte d'Appello di Milano che ha rigettato l'opposizione di una società quotata (RCS MediaGroup Spa) avverso la sanzione per inadempimento all'obbligo (art. 66, comma 8, Regolamento Emittenti) di divulgare informazioni idonee a ripristinare la parità informativa sul mercato in presenza di *rumours* e di variazioni di rilievo delle quotazioni del titolo.

In particolare, i giudici milanesi, nel confermare le sanzioni comminate, hanno ritenuto la norma regolamentare attuativa dell'art. 114, comma 5, del Tuf sufficientemente chiara "pur in mancanza di specifiche indicazioni dell'Autorità sulle modalità della comunicazione"; i giudici hanno, inoltre, chiarito che la finalità di ripristino della parità informativa impegna l'emittente in presenza di "trattative" per l'acquisto di un rilevante asset *"a un dovere di* disclosure *nella dimensione utile per offrire agli investitori una percezione adeguata della evoluzione" delle trattative "e dunque non a svelare ogni più intima vicenda della negoziazione, ma almeno a denunciare i suoi aspetti più significativi per il mercato.*

La Corte milanese, inoltre, nel caso di una società quotata (Garboli Spa), in ritardo nella pubblicazione della relazione semestrale e trimestrale al 30 settembre 2005, ha escluso la sussistenza dell'elemento soggettivo dell'illecito amministrativo con conseguente annullamento della relativa sanzione amministrativa pecuniaria.

Secondo la Corte, la situazione nella quale si sono trovati gli amministratori della società, dopo essere subentrati ai precedenti a metà esercizio a seguito del cambiamento del socio di controllo e dopo aver riscontrato perdite notevoli e non rilevabili dalle situazioni contabili precedenti, doveva ritenersi del tutto imprevedibile e non "specificamente disciplinata" dalle norme sul bilancio e tale da configurare un' oggettiva impossibilità di pubblicare tempestivamente le situazioni contabili di periodo (decreto 24.06.2008).

La Corte d'Appello di Milano, in relazione a opposizioni verso sanzioni adottate dalla Consob per violazione degli obblighi in materia di partecipazioni rilevanti, ha confermato l'orientamento maggioritario che esclude una distinzione tra omissione e ritardo nella comunicazione, in assenza di una specifica previsione di legge, e l'applicabilità del principio del *favor rei* nei procedimenti di opposizione a sanzioni amministrative in quanto "*la norma sanzionatoria deve applicarsi nel testo vigente al*

momento di consumazione dell'illecito", in virtù del principio dell'irretroattività delle norme sanzionatorie amministrative di cui alla legge 689/1981.

Si segnala la definitiva chiusura di un procedimento giudiziario riguardante un'offerta pubblica di vendita abusiva promossa, nel 2004, da un ente territoriale che è stato sanzionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, su proposta della Consob. L'Opv è stata effettuata in violazione delle norme che impongono l'obbligo di redazione del prospetto informativo e di certificazione dell'ultimo bilancio da parte di una società di revisione.

L'opposizione avverso il decreto sanzionatorio era stata parzialmente accolta dalla Corte d'Appello di Lecce che aveva ritenuto inesistente l'obbligo di redigere il prospetto e, diversamente, aveva confermato la sanzione per l'inosservanza dell'obbligo di revisione del bilancio. Nel 2008, la Cassazione ha respinto il ricorso dell'ente territoriale e, accogliendo il ricorso incidentale della Consob, ha confermato tutte le sanzioni applicate, nel presupposto che in presenza di una sollecitazione all'investimento entrambi gli obblighi devono essere adempiuti in quanto strettamente connessi (sentenza n. 14939 del 2008).

Nel corso dell'anno è giunta a conclusione una vicenda relativa all'impugnativa del bilancio, al 31 dicembre 1997, della Gildemeister Italiana Spa intentata nel 1998 dalla Consob.

La Corte d'Appello di Brescia, alla quale la Cassazione (con sentenza 6 aprile 2004) aveva rinviato il giudizio sul merito recependo le statuizioni della Suprema Corte, ha dichiarato la nullità della delibera di approvazione del bilancio "nella parte in cui sono stati contabilizzati gli oneri affrontati per la risoluzione" di un contratto di distribuzione "tra le immobilizzazioni immateriali, costi di impianto e di ampliamento" (sentenza 152 del 2008).

Sono state prese numerose decisioni nelle quali è stata affrontata la questione della conformità della procedura di applicazione delle sanzioni amministrative (disciplinata dalla delibera Consob n. 15086 del 21 giugno 2005) ai principi della "*distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie*" e del "*contraddittorio*", (artt. 187-*septies* e 195 del Tuf) che configurano l'attività sanzionatoria della Consob in tutti i suoi settori istituzionali. L'idoneità della delibera n. 15086 ad attuare validamente il principio di "*distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie*" è stata affermata da tutte le Corti d'Appello coinvolte nella questione.

Le Corti d'Appello di Milano, Roma, Venezia, Genova e Brescia hanno statuito che la regolamentazione del procedimento sanzionatorio che si svolge presso la Consob assicura la piena autonomia tra l'attività istruttoria (distinta in due fasi, la "parte istruttoria di valutazione delle deduzioni" e la "parte istruttoria per la decisione", demandate entrambe agli Uffici di competenza) e l'attività decisoria (demandata alla Commissione). Difatti, "la decisione finale della Commissione si fonda sulla cognizione piena, diretta ed autonoma, di tutti gli atti (e non del loro riassunto) posti in essere nelle fasi precedenti, dato che ogni passaggio da un ufficio all'altro è accompagnato dalla trasmissione di tutta la documentazione acquisita in precedenza"; e la relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative (USA), con cui si propone al Collegio

l'applicazione delle sanzioni, "integra la mera elaborazione di una proposta di decisione, basata sull'esame della istruttoria pregressa e delle deduzioni difensive della parte privata, ed è destinata all'organo collegiale competente alla emissione del provvedimento decisorio", che "ha sempre il potere-dovere di deliberare in piena autonomia, e quindi anche in senso diverso rispetto alla proposta USA" (App. Milano, decreto 24.12.2008).

La questione, inoltre, della conformità della delibera n. 15086 al principio del "*contraddittorio*" è stata risolta dalla giurisprudenza in senso affermativo, tranne in un caso rimasto isolato.

La Corte d'Appello di Genova si è espressa in senso negativo, dopo aver affermato la piena rispondenza della delibera n. 15086 al principio della distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie; la Corte ha, invece, negato la compatibilità con il principio del contraddittorio, giacché "davanti all'USA il procedimento non si svolge più in contraddittorio". E ciò costituisce, secondo la Corte ligure, "non solo un'elusione formale (...) ma anche sostanziale, con particolare riferimento alla quantificazione della sanzione da applicare. L'entità della stessa rimane infatti ancorata ai criteri indicati dalla legge n. 689/81 (...) L'applicazione di tali criteri comporta necessariamente una serie di valutazioni che sono nuove ed autonome rispetto a ogni altra precedente valutazione indirizzata all'affermazione della sussistenza dell'illecito. Ancor più, si tratta di diversi fatti (giuridici) per la prima volta contestati dall'USA nella sua relazione conclusiva perché diversi sono gli effetti giuridici che, in applicazione dei criteri previsti dalla legge n. 689/81, possono per gli interessati prodursi (...) Trattasi di aspetti in parte non emersi precedentemente e che, in ogni caso, per quanto già esposto, dovevano essere previamente contestati, con termine per eventuali deduzioni difensive, al fine di rispettare effettivamente il principio del contraddittorio, sia pure in forma «minimale», attesa la natura amministrativa del procedimento" (decreto 21.2.2008).

Le Corti d'Appello di Roma, Milano e Venezia si sono espresse in termini opposti affermando la piena aderenza della procedura sanzionatoria al principio del contraddittorio normativamente imposto; in particolare, nel decreto della Corte d'Appello di Milano (4 dicembre 2008) si è dato valore alla circostanza per cui "il soggetto sanzionato è informato del fatto addebitato e ha ampia possibilità di svolgere le proprie difese (presentando le c.d. deduzioni) sia rispetto all'atto con il quale prende avvio il procedimento sanzionatorio (lettera di contestazione dell'addebito) sia rispetto alla relazione istruttoria redatta dall'apposito ufficio competente per materia (per quanto qui interessa la Divisione Mercati) all'esito dell'attività istruttoria (c.d. parte istruttoria di valutazione delle deduzioni)". Diversamente, "la esatta configurazione giuridica della condotta dal punto di vista dell'elemento soggettivo (dolo) e la correlata determinazione quantitativa della sanzione, presenti per la prima volta nella relazione USA, costituiscono meri aspetti valutativi strettamente funzionali, in chiave propositiva, alle determinazioni decisionali della Commissione, sulle quali, come è ovvio, il trasgressore non può pretendere una ulteriore interlocuzione, che neppure nel processo penale di primo grado è assicurata all'imputato".

2. La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2008 sono risultate pari a 72 le sentenze che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni acquirenti di obbligazioni «Cirio», «Parmalat» e «Argentina».

Le decisioni, tutte favorevoli all'Istituto, hanno in massima parte dichiarato l'incompetenza territoriale del Tribunale di Roma in relazione alle domande risarcitorie avanzate nei confronti degli intermediari e considerata "artificiosa" la citazione dell'Istituto, dal momento che il coinvolgimento del medesimo nel giudizio era stato determinato unicamente «*al solo scopo di radicare il processo davanti al Tribunale di Roma*» (sentenze del Tribunale di Roma nn. 5571, 8235, 10409).

Sono state, altresì, respinte le pretese risarcitorie formulate nei confronti dell'Istituto, poichè «*gli attori non hanno seriamente precisato quale specifica omissione o violazione dei doveri imposti dalla legge debba ascriversi all'Autorità amministrativa indipendente né quale sia il nesso causale che collega l'eventuale condotta omissiva addebitabile alla* Consob *e il danno in concreto subito dalla parte attrice. Fondamentalmente, non è stato seriamente specificato in che modo la* Consob, *nell'ambito dei propri compiti istituzionali, avrebbe potuto e dovuto impedire la negoziazione dei titoli oggetto della presente controversia» (sentenza n. 10435).*

In particolare, è stata esclusa la responsabilità della Consob che avrebbe consentito il collocamento dei titoli in assenza del prospetto informativo atteso che i titoli obbligazionari acquistati dagli attori non avevano formato «oggetto di un'attività di sollecitazione all'investimento o di collocamento diretto (in prima battuta) al pubblico indistinto ma soltanto alle banche ed agli altri investitori professionali (cosiddetto. private placement*) e, in questo caso, la legge non prevedeva la necessità di ricorrere alla pubblicazione di un prospetto informativo da sottoporre al controllo preventivo della Consob; né era previsto il cosiddetto prospetto di quotazione, trattandosi di titoli non ammessi alla quotazione su un mercato regolamentato (...)» (sentenza del tribunale di Roma n. 3657).*

Con riferimento alle domande di risarcimento danni proposte nei confronti della Consob, nel 2008, il Tribunale di Caltagirone ha respinto, con otto decisioni, le pretese risarcitorie formulate per asserito omesso esercizio dei poteri di vigilanza sull'attività di un promotore finanziario

La Consob ha, altresì, promosso appello avverso due decisioni di primo grado che hanno accolto la richiesta di risarcimento promossa da taluni risparmiatori.

Il Tribunale di Milano ha condannato la Consob e altri convenuti, in via solidale, al pagamento di una somma di circa 4 milioni di euro a favore di alcuni risparmiatori per i danni derivanti dalla non completezza delle informazioni contenute nel prospetto informativo di offerta al pubblico e di ammissione a quotazione delle azioni Freedomland, pubblicato nel 2000 (sentenza n. 9828).

Il Tribunale di Roma ha disposto la condanna della Consob al pagamento, a favore di alcuni risparmiatori, della somma complessiva di circa 12 milioni di euro per i danni derivanti dallo omesso e/o negligente controllo da parte dell'Istituto sull'operatività di un agente di cambio e della Professione e Finanza Sim Spa, nel periodo 1991-1996 (sentenza n. 8844).

VIII – LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

1. La pianificazione e la gestione finanziaria

Nel corso del 2008, l'Istituto ha avviato un processo di pianificazione e controllo mirato, tra l'altro, all'individuazione degli obiettivi strategici e delle conseguenti attività operative, tenuto conto delle evoluzioni del contesto economico-finanziario di riferimento e del quadro normativo.

Il processo di pianificazione e controllo prevede, a regime, la realizzazione di quattro fasi strettamente connesse tra loro: i) la pianificazione, volta alla definizione delle linee di indirizzo dei piani operativi delle Divisioni e del bilancio di previsione; ii) il monitoraggio dell'avanzamento dei piani operativi; iii) l'analisi delle azioni da intraprendere a fronte di scostamenti o eventi imprevisti; iv) la consuntivazione e la rilevazione annuale dei risultati raggiunti.

La fase di pianificazione operativa per il 2009 ha lo scopo di individuare obiettivi, strumenti e risorse disponibili, sulla base di un processo formalizzato e condiviso. Il processo di pianificazione intende promuovere, infatti, comportamenti omogenei e metodologie, comuni all'interno dell'Istituto, tali da favorire il perseguimento delle finalità di vigilanza istituzionali.

Con riferimento alla gestione finanziaria dell'Istituto, nell'esercizio 2008, le entrate complessive (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 98,9 milioni di euro (Tav. 41), di cui 74,6 milioni (73,7 per cento) per entrate contributive (riferibili prevalentemente alle categorie dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, dei promotori finanziari, degli emittenti e degli intermediari finanziari; Tav. 42).

Sotto il profilo della spesa, si è registrato un aumento di quella corrente rispetto all'anno precedente, correlato essenzialmente alla spesa per il personale, alle spese per acquisizione di beni di consumo e servizi e all'accantonamento al *Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni* (ex art. 2043 c.c.). La spesa in conto capitale (3,7 milioni di euro) registra un incremento ascrivibile per intero ad acquisizioni di apparecchiature informatiche.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2009. Le entrate previste assommano in complesso a 97,8 milioni di euro e derivano per 8,5 milioni dal «Trasferimento a carico dello Stato» (stanziamento iscritto nel capitolo n. 1560 dello stato di previsione della spesa del Ministero dell'Economia e delle Finanze), per 82,7 milioni dalle «Entrate contributive» e per 6,6 milioni da «Altre Entrate» dell'Istituto. A esse si aggiunge, per 9,1 milioni di euro, l'«Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2008». Questo ultimo si compone dell'«Avanzo di amministrazione disponibile» per la copertura finanziaria di spese programmate per l'esercizio 2009 (9 milioni di euro) e dell'«Avanzo di amministrazione generato dalle prenotazioni di impegno 2008 trasferite all'esercizio 2009 ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità» (0,1 milioni di euro) riconnesso a talune iniziative di manutenzione della sede di Roma.

Tav. 41

Schema riassuntivo delle entrate e delle spese
(milioni di euro)

Voci	2002[1]	2003[1]	2004[1]	2005[1]	2006[1]	2007[1]	2008[2]
Entrate							
Avanzo di amministrazione[3]	12,3	11,6	11,7	15,3	12,8	24,0	31,3
Fondo a carico dello Stato	23,7	23,3	26,7	24,4	13,1	10,7	9,8
Entrate da contributi di vigilanza	39,9	41,6	49,2	46,9	75,2	75,1	74,6
Entrate diverse	3,8	4,9	3,5	3,7	7,5	9,9	14,5
Totale entrate	*79,7*	*81,4*	*91,1*	*91,3*	*108,6*	*119,7*	*130,2*
Spese							
Spese correnti							
Spese per i componenti la commissione	1,4	1,3	2,2	2,0	2,2	2,6	2,9
Spese per il personale	42,2	43,2	44,6	48,0	55,1	60,2	71,9
Spese per acquisizione di beni e servizi	18,7	18,9	19,4	19,4	20,8	23,0	26,7
Oneri per ripristino e ampl. immobilizzaz.	4,7	4,6	4,3	4,3	4,1	4,1	4,2
Spese non classificabili	1,1	0,4	5,2	4,6	0,1	0,1	19,3
Totale spese correnti	*68,1*	*68,4*	*75,7*	*78,3*	*82,3*	*90,0*	*125,0*
Spese in conto capitale	2,8	1,7	2,6	1,5	1,9	1,7	3,7
Totale spese	*70,9*	*70,1*	*78,3*	*79,8*	*84,2*	*91,7*	*128,7*

[1] Dati consuntivi. [2] Dati di preventivo definitivo. [3] L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui e dalle rettifiche di valore delle disponibilità investite (non indicate nella tavola). L'avanzo 2007 è riportato tra le entrate 2008.

Tav. 42

Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati
(milioni di euro)

	Sim e agenti di cambio	Banche	Società di revisione	Promotori di servizi finanziari	Organismi di mercato[3]	Emittenti	Oicr[4]	Soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	Negoziazioni titoli quotati su Mta / Mercato Expandi	Altri	*Totale entrate contributive*
2002[1]	1,2	7,5	2,0	6,4	2,8	8,9	5,3	4,9	–	0,9	*39,9*
2003[1]	1,0	7,4	2,5	8,0	3,1	9,0	6,1	3,4	–	1,1	*41,6*
2004[1]	0,9	7,7	3,7	9,5	3,9	8,8	6,2	7,1	–	1,4	*49,2*
2005[1]	0,8	8,1	3,7	9,3	4,0	10,8	5,8	2,7	–	1,7	*46,9*
2006[1]	1,2	12,5	6,0	13,6	5,2	14,7	9,2	10,0	–	2,8	*75,2*
2007[1]	1,0	10,4	5,5	12,9	4,8	13,1	8,3	16,3	–	2,8	*75,1*
2008[2]	1,1	11,3	6,1	11,2	4,7	12,7	7,1	16,2	–	1,6	*72,00*

[1] Dati consuntivi. [2] Dati di preventivo definitivo. [3] In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Tlx Spa, Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa e Monte Titoli Spa. [4] Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

Le «Entrate contributive» segnano, in relazione al quadro complessivo delle fonti di finanziamento per il 2009, un incremento di 10,7 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2008. Tale aumento, nonostante l'esigenza di contenere la pressione contributiva per la situazione

congiunturale del mercato finanziario, sconta tuttavia l'adozione di misure di contenimento della spesa complessiva programmata per il 2009.

La prevista spesa complessiva per l'esercizio 2009 (considerata al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 2008) è pari a 106,8 milioni di euro. A tale quantificazione, inferiore di 9,5 milioni di euro rispetto alla previsione di spesa complessiva per l'esercizio 2008, si è peraltro pervenuti ritardando il completamento dell'organico dell'Istituto e operando una rigorosa razionalizzazione della spesa per acquisizioni di beni di consumo e servizi. La previsione di spesa corrente, pari a 102,8 milioni di euro, registra una diminuzione di 4,4 milioni di euro rispetto al corrispondente dato di previsione iniziale 2008. La spesa in conto capitale, pari a 4 milioni di euro, segna altresì una diminuzione di 5,1 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2008; essa riflette essenzialmente gli oneri 2009 correlati alle iniziative di completamento dell'organico, alle spese connesse al programma di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico dell'Istituto e agli oneri relativi alla progettazione dei lavori di ristrutturazione di una ulteriore porzione dell'immobile, Palazzo Carmagnola, sede dell'Istituto a Milano.

2. La gestione delle risorse umane

Nel corso del 2008, sono state assunte complessivamente 30 unità di personale. Nello stesso anno sono cessati dal servizio 8 dipendenti di ruolo e un dipendente con contratto a tempo determinato. Rispetto al 2007, l'organico effettivo dell'Istituto è quindi cresciuto di 21 unità (Tav. 43 e Tav. 44).

Tav. 43

Il personale[1]

	Dipendenti di ruolo				Dipendenti a tempo determinato	*Totale*
	Carriera direttiva	Carriera operativa	Carriera dei servizi generali	*Totale*		
1990	91	63	16	*170*	67	*237*
1993	134	72	16	*222*	96	*318*
1996	128	152	16	*296*	108	*404*
1997	125	161	21	*307*	96	*403*
1998	122	156	17	*295*	88	*383*
1999	116	205	19	*340*	24	*364*
2000	110	246	20	*376*	13	*389*
2001	110	241	19	*370*	15	*385*
2002	126	250	15	*391*	17	*408*
2003	129	245	15	*389*	19	*408*
2004	131	236	15	*382*	20	*402*
2005	182	218	15	*415*	25	*440*
2006	195	214	14	*423*	36	*459*
2007	200	266	13	*479*	56	*535*
2008	198	295	13	*506*	50	*556*

Confronta Note metodologiche. [1] Dati al 31 dicembre.

Tav. 44

Distribuzione del personale per carriera e per unità organizzativa[1]

	Carriera direttiva		Carriera operativa	Carriera dei servizi generali	*Totale*
	Superiore	Inferiore			
Divisioni					
Emittenti	14	56	41	—	*111*
Intermediari	2	19	44	—	*65*
Ispettorato	2	12	24	—	*38*
Mercati	5	20	35	—	*60*
Studi Giuridici	3	4	3	—	*10*
Studi Economici	2	13	14	—	*29*
Relazioni Esterne	3	3	9	—	*15*
Consulenza Legale	4	18	16	—	*38*
Amministrazione e Finanza	3	8	36	13	*60*
Risorse	6	10	20	—	*36*
Sistemi Informativi	4	7	13	—	*24*
Altri Uffici[2]	11	17	42	—	*70*
Totale	*59*	*187*	*297*	*13*	*556*

Confronta Note metodologiche. [1] Dati al 31 dicembre 2008. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. [2] Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

In particolare, le nuove risorse sono state assunte a tempo indeterminato attraverso concorsi pubblici: 20 coadiutori (con laurea in discipline giuridiche ed economiche), dei quali 7 in servizio presso la sede di Roma e 13 presso la sede di Milano; 10 vice assistenti, dei quali 6 in servizio presso la sede di Roma e 4 presso la sede di Milano.

Nel corso dell'anno, in attuazione del "Piano delle assunzioni" approvato dalla Commissione, sono state pubblicate e avviate dieci procedure concorsuali, per l'assunzione in ruolo di complessive 31 risorse con la qualifica di funzionario, coadiutore, assistente e operatore, per le sedi di Roma e di Milano.

Il Ministro dell'Economia e delle Finanze ha altresì previsto un incremento, con decreto del 30 aprile 2008, di 100 unità dell'organico dell'Istituto che passerà da 615 a 715 risorse.

Nel 2008 sono stati sottoscritti accordi negoziali concernenti il recepimento degli accordi firmati in Banca d'Italia in materia di "Trattamento economico del personale".

A seguito delle novità normative intervenute nell'ordinamento nazionale, le attività di formazione del personale Consob sono cresciute in modo significativo rispetto al 2007, come attesta l'incremento dell'impegno di spesa e del numero delle ore erogate.

In particolare, l'impegno di spesa per la formazione è stato di 660 mila euro (480 mila euro nel 2007) e il numero di ore erogate, pari a 42.380, è più che raddoppiato rispetto al 2007 (19.239 ore).

Il significativo aumento dell'organico ha reso necessario orientare la formazione verso attività in house*; è, quindi, proseguita la realizzazione di seminari interni, con il coinvolgimento diretto di esperti nelle discipline di interesse per l'Istituto.*

Le iniziative formative del 2008 sono state caratterizzate da un consistente numero di corsi di tipo tecnico professionale, finalizzati ad accrescere le competenze del personale di vigilanza in materia di analisi e valutazione del rischio finanziario in attuazione degli orientamenti maturati in ambito Cesr in ordine al risk based method *come modello di vigilanza.*

Con riguardo alla formazione manageriale, si segnala la realizzazione di un corso di formazione sul processo di pianificazione e controllo. Tale corso ha costituito uno strumento utile alla crescita e alla diffusione della cultura manageriale nonché un indispensabile supporto all'avvio del processo di pianificazione e controllo all'interno dell'Istituto. Il progetto formativo ha inteso migliorare la capacità di lavorare in modo sinergico e fornire spunti metodologici finalizzati alla diffusione di modalità operative omogenee e condivise, all'attuazione della pianificazione in modo organico e trasversale, all'attivazione di procedure di analisi dei risultati secondo criteri standardizzati e oggettivi.

Con l'iniziativa formativa si è mirato ad accrescere la consapevolezza dei partecipanti sull'importanza che riveste il processo di pianificazione e controllo delle attività operative in una organizzazione complessa, illustrare il processo di pianificazione e controllo utile alla corretta definizione degli strumenti gestionali da adottare in Istituto ed evidenziare la necessità di elaborare la pianificazione operativa della propria unità organizzativa.

Nel corso del 2008 sono state avanzate 4 domande di collocamento in congedo straordinario retribuito per la frequenza di dottorati di ricerca (ai sensi dell'art. 2 della legge 13 agosto 1984, n. 476).

La partecipazione di dipendenti della Consob a dottorati di ricerca ha riguardato nel tempo il 2,7 per cento del personale dell'Istituto (coadiutori e funzionari di 2ª). Il 73 per cento dei dottorati ha avuto ad oggetto materie giuridiche e il restante 27 per cento materie economiche.

L'incremento dei congedi straordinari per motivi di studio, sebbene confermi l'elevata specializzazione e qualificazione professionale del personale della Consob, costituisce un elemento di forte criticità dal momento che il fenomeno ha riguardato principalmente dipendenti assegnati a unità organizzative istituzionali, con funzioni istruttorie relative prevalentemente ad attività di vigilanza. Il collocamento in congedo straordinario retribuito per motivi di studio, inoltre, rende indisponibili posti nella pianta organica pur restando a carico del bilancio dell'Istituto i relativi oneri retributivi, assicurativi, previdenziali e fiscali (che ammontano a circa 1,2 milioni di euro).

3. Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education

Nel corso del 2008 la Consob ha prestato particolare attenzione all'attività di educazione finanziaria e ai rapporti con i risparmiatori e le associazioni dei consumatori, potenziando gli strumenti di comunicazione con il pubblico.

Le novità normative e regolamentari hanno costituito occasioni di incontro con gli esponenti dei soggetti vigilati al fine di supportare l'industria sui temi di maggiore interesse e attualità.

Il sito internet istituzionale si conferma lo strumento centrale dell'attività di comunicazione della Consob. Il numero elevato di accessi al sito testimonia l'importanza di questo strumento per gli operatori che lo consultano frequentemente per acquisire informazioni sulla regolamentazione, sui provvedimenti della Consob e sugli intermediari abilitati (Tav. 45).

Tav. 45

Accessi alle pagine del sito internet

Pagine	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Home Page (Novità)	829.385	953.900	1.563.957	2.040.414	2.674.672	2.130.146	1.802.657
Per i risparmiatori	102.159	144.333	156.023	158.124	303.315	343.988	188.489
Per gli operatori	–	70.573	69.071	101.098	358.795	367.472	509.550
Per i giornalisti[1]	–	–	–	–	–	–	12.021
La Consob	121.688	118.407	157.075	229.123	–	846.986	1.126.879
Emittenti	1.014.943	2.214.855	2.567.876	2.811.214	3.936.630	2.791.044	2.878.956
Intermediari e mercati	262.218	189.417	234.561	289.627	889.495	1.690.854	1.435.906
Decisioni della Consob/Bollettino	416.423	387.879	421.345	519.469	596.785	695.790	734.231
Regolamentazione	555.583	430.937	501.071	727.141	955.965	2.116.752	2.394.500
Pubblicazioni e comunicati[2]	438.993	451.318	495.005	521.198	634.400	750.300	–
Altri siti	30.148	27.122	29.087	14.098	17.980	9.716	8.925
Motore di ricerca unico	242.315	223.459	245.013	275.192	276.195	313.236	255.997
Sistemi automatici integrati di vigilanza (Saivap – Saivic)[3]	–	–	–	–	–	–	946.569
Aiuto e mappa del sito	63.927	64.543	72.354	89.210	25.125	26.300	58.050
Versione in lingua inglese	200.237	132.605	136.357	141.498	428.925	296.892	273.761

[1] I dati relativi ai giornalisti fino al 2007 sono stati inclusi nella voce Home Page. [2] Nell'anno 2008 i dati sono stati inseriti nella voce La Consob. [3] I dati sono disponibili a partire da ottobre 2008 e si riferiscono agli accessi al Sistema Automatico Integrato di Vigilanza e Albo Promotori finanziari (Saivap) e al Sistema Automatico Integrato di Vigilanza Incarichi di Controllo (Saivic).

Nel corso dell'anno, la Consob ha partecipato come di consueto al Forum della Pubblica Amministrazione e alla manifestazione Com-Pa (Salone europeo della comunicazione pubblica dei servizi al cittadino e alle imprese) per far conoscere le funzioni svolte e gli strumenti utilizzati dall'Istituto e per acquisire indicazioni sulle aspettative e sui bisogni informativi dei risparmiatori.

In occasione del Forum della Pubblica Amministrazione, sono stati organizzati incontri con le scuole per illustrare le attività istituzionali della Consob, il funzionamento dei mercati, le cause delle recenti crisi finanziarie.

In occasione del Com-Pa 2008, inoltre, si è tenuto un seminario sui prospetti di offerta di organismi di investimento collettivo e di prodotti finanziario-assicurativi, al quale hanno

partecipato numerosi rappresentanti di soggetti vigilati, studi legali, società di rating e professori universitari.

Gli *open hearing* hanno costituito un'ulteriore opportunità di incontro con esponenti di intermediari e altri soggetti vigilati. Il primo incontro pubblico, avvenuto nel mese di novembre, ha riguardato le modifiche degli schemi di prospetto degli Oicr aperti e dei prodotti finanziario-assicurativi; il secondo incontro, nel mese di dicembre, ha avuto ad oggetto il tema della distribuzione di prodotti finanziari illiquidi.

Nel 2008 si sono tenuti alcuni incontri fra la Consob e le associazioni dei consumatori in occasione di procedure di consultazione su norme regolamentari riguardanti temi di interesse per gli investitori *retail.*

In particolare, le associazioni dei consumatori sono state chiamate a dare il proprio contributo in materia di procedure di conciliazione e di arbitrato amministrate dalla Camera di conciliazione e arbitrato che verrà istituita presso la Consob, e a esporre una valutazione su proposte di schemi documentali di prospetto semplificato che potrebbero accompagnare, a breve, la commercializzazione di quote di fondi comuni di investimento e di prodotti finanziario-assicurativi.

La Consob ha, inoltre, partecipato a iniziative promosse da organismi federativi delle associazioni dei consumatori, in particolare il Workshop *di* Consumers' Forum, *e di enti pubblici che operano nel settore delle conciliazioni e degli arbitrati amministrati, come il Convegno della Camera di commercio di Pisa tenutosi in occasione della "V Settimana della conciliazione" promossa dalla Unione italiana delle Camere di commercio.*

Intensa è stata l'attività di risposta alle richieste di documentazione e informazione riguardanti l'attività dell'Istituto (Tav. 46).

Tav. 46

Richieste di documentazione e informazioni relative all'attività dell'Istituto

	Richiedenti			Oggetto della richiesta				
	Investitori e operatori istituzionali	Risparmiatori, studenti e altri soggetti	*Totale*	Delibere, comunicazioni, prospetti	Testi integrati di leggi e regolamenti	Dati e informazioni	Altro	*Totale*
1997	673	441	*1.114*	451	367	286	10	*1.114*
1998	597	448	*1.045*	427	300	300	18	*1.045*
1999	540	475	*1.015*	310	290	300	115	*1.015*
2000	1.460	1.158	*2.618*	588	379	1.261	390	*2.618*
2001	782	1.407	*2.189*	365	112	1.259	453	*2.189*
2002	655	922	*1.577*	182	79	1.092	224	*1.577*
2003	365	1.114	*1.479*	149	6	1.007	317	*1.479*
2004	247	1.277	*1.524*	182	48	1.024	270	*1.524*
2005	298	1.542	*1.840*	192	53	1.397	198	*1.840*
2006	153	1.306	*1.459*	145	20	1.216	78	*1.459*
2007	185	1.463	*1.648*	50	470	995	133	*1.648*
2008	193	2.545	*2.738*	60	900	1.675	103	*2.738*

Le richieste aventi ad oggetto dati e informazioni hanno registrato un forte incremento rispetto al 2007; risultano, altresì, raddoppiate le richieste relative a testi integrati di leggi e regolamenti.

4. I sistemi informativi

Nel corso del 2008, i sistemi informativi dell'Istituto sono stati oggetto di numerosi interventi innovativi per il nuovo assetto organizzativo della funzione informatica.

In particolare, sono state progettate nuovamente le architetture e le infrastrutture informatiche e sono stati sottoposti ad assessment*, da una primaria società specializzata nel settore ICT (*Information Comunication Technology*), i sistemi informatici, le tecnologie e i processi.*

Il contributo della funzione informatica all'attività ispettiva dell'Istituto, sia in termini quantitativi che qualitativi, è cresciuto in modo significativo.

I dipendenti impegnati nell'attività ispettiva, pur avendo già elevate professionalità e competenze tecnico-informatiche, hanno infatti frequentato nel 2008 corsi specialistici di computer forensics*, con l'obiettivo di rendere più efficace il contributo alle indagini svolte durante le ispezioni.*

Nel corso dell'anno, sono stati effettuati significativi interventi nell'area dei sistemi applicativi e dei servizi da questi ultimi erogati. Tali interventi hanno migliorato la funzionalità d'interazione telematica, principalmente attraverso internet, con soggetti vigilati e istituzioni; ciò ha consentito di sviluppare, con l'impiego di sofisticati strumenti tecnologici, nuovi sistemi mirati alla ricezione e allo scambio di flussi informativi e al loro successivo trattamento automatizzato.

Sono stati realizzati, inoltre, nuovi sistemi applicativi mentre quelli già operativi sono stati potenziati e adattati ai contesti di riferimento in forte evoluzione.

Al riguardo si segnalano: i) i sistemi di connessione alla nuova piattaforma di negoziazione di strumenti finanziari, TradElect; ii) il sistema di frontend *per l'acquisizione di flussi informativi del nuovo segmento di mercato Idex; iii) i nuovi sistemi di* frontend *per la vigilanza strutturata di emittenti e intermediari, sviluppati espandendo le funzionalità del sistema di Teleraccolta dei flussi di vigilanza. Sono state realizzate, altresì, nuove infrastrutture e nuove funzionalità del sistema di* Transaction Reporting*, attuativo della direttiva Mifid.*

Nel corso del 2008, il settore ICT della Consob ha effettuato alcuni importanti interventi, propedeutici a una radicale innovazione delle architetture e delle infrastrutture informatiche.

In particolare, lo studio per la "razionalizzazione della server farm*" e la realizzazione della cosiddetta "nuova architettura internet", progettata per servizi accessibili dall'esterno, mediante internet, da parte di soggetti vigilati e del pubblico degli investitori, pongono le basi per il processo d'innovazione dei sistemi informatici dell'Istituto*

È stata ospitata, all'interno della server farm *dell'Istituto, l'infrastruttura informatica di supporto collegata, in via telematica, alle Commissioni Regionali distribuite sul territorio nazionale. Il sistema informativo dell'Organismo per i Promotori Finanziari è stato preso in carico dal settore informatico dell'Istituto che, mediante le ordinarie procedure di gestione della* server farm, *ne assicura la continuità di funzionamento e la connettività con i sottosistemi delle Sezioni Territoriali.*

Nel corso del 2008, sono state avviate numerose attività inerenti la sicurezza dell'informazione che hanno interessato aspetti di natura tecnologica, organizzativa e ambientale, nonché la protezione dei dati personali.

In particolare, è stato svolto un internal audit *finalizzato a valutare l'allineamento del contesto tecnologico, organizzativo e logistico dell'Istituto alle strategie e alle prescrizioni per la tutela della sicurezza dei sistemi informativi imposte dal vigente panorama normativo e dalle* best practice.

Gli interventi eseguiti hanno permesso di formalizzare *output* normativi e svolgere azioni specifiche su sistemi informatici.

Tali interventi hanno avuto tra gli obiettivi principali la gestione della scadenza delle password, *la gestione degli accessi fisici ai locali tecnici, l'attivazione di politiche di sicurezza nell'utilizzo di strumenti informatici, il governo delle credenziali informatiche, il consolidamento delle difese perimetrali di rete, la rilevazione del* brand abuse *del nome Consob, l'attivazione del* vulnerability assessment, *il monitoraggio dell'infrastruttura di posta elettronica, il controllo degli accessi remoti alle postazioni di lavoro, la redazione di norme per l'*outsourcer *sugli aspetti inerenti la sicurezza, la rilevazione degli abusi nell'uso di risorse informatiche e l'aggiornamento della sicurezza delle postazioni informatiche.*

Lo sviluppo delle principali infrastrutture informatiche a supporto dell'attività istituzionale della Consob è avvenuto attraverso la realizzazione di Sistemi detti Integrati.

Nel corso del 2008 alcuni Sistemi Integrati hanno ampliato la sfera dei propri servizi e funzionalità, grazie a nuove modalità di interazione e integrazione con enti esterni e soggetti vigilati. Ciò ha contribuito a centralizzare le informazioni condivise e a razionalizzare e uniformare i processi di scambio dati tra la Consob e gli altri soggetti coinvolti.

In particolare il Saivap (Sistema Automatico Integrato Vigilanza Albo Promotori) e il Saivic (Sistema Automatico Integrato di Vigilanza Incarichi di Controllo e amministrazione) hanno rappresentato le basi dell'orientamento innovativo dell'attività istituzionale (Riquadro 5).

Riquadro 5

I Sistemi Integrati

I Sistemi Integrati si caratterizzano per: i) l'utilizzo di piattaforme telematiche condivise dai soggetti vigilati e dalla Consob; ii) la possibilità che soggetti esterni interagiscano, per via telematica, attraverso connessioni sicure e protette con l'Istituto, adempiendo a obblighi regolamentari e contribuendo a incrementarne il patrimonio informativo utilizzabile ai fini della vigilanza; iii) l'ottimizzazione e la riduzione dei carichi di lavoro necessari, ai soggetti esterni e alla Consob, per i rispettivi adempimenti; v) l'interazione e la condivisione del patrimonio informativo di *database* che possono essere anche esterni all'Istituto. Tale condivisione concorre a ridurre il rischio che uno stesso fenomeno sia oggetto, anche con riferimento agli aspetti di competenza di altre Autorità o altri Organismi istituzionali, di obblighi informativi diversi e sovrapposti, contenendo quindi i costi di vigilanza.

L'utilizzo di tali sistemi, negli anni, ha contribuito a rendere immediatamente fruibili, in formato elettronico e standardizzato, le informazioni utili allo svolgimento dell'attività di vigilanza; a migliorare, in maniera significativa, la quantità e la qualità delle interazioni tra il patrimonio informativo dell'Istituto e l'operatività dei soggetti esterni; a definire modelli quantitativi di analisi dei dati, utili alla vigilanza, che sono in grado di operare uno screening idoneo, attraverso appositi allertatori, e di evidenziare le situazioni anomale e le possibili violazioni regolamentari.

I Sistemi Integrati s'inseriscono all'interno di una struttura a rete che, attraverso l'informatica e la telecomunicazione, modella il funzionamento dell'organizzazione e supporta il perseguimento degli obiettivi istituzionali.

La rete di un Sistema Integrato prevede una strutturazione su più livelli. I sistemi di livello base costituiscono le fondamenta per i sistemi di livello superiore. I sistemi di livello intermedio utilizzano le informazioni fornite dai sistemi di livello base come i dati provenienti dai soggetti vigilati, da Enti od altri soggetti esterni. I dati provenienti dall'esterno vengono spesso ricevuti in automatico garantendo una riduzione degli oneri gestionali e computazionali sia a carico dei soggetti vigilati che degli Uffici della Consob. I sistemi di livello alto, invece, interagendo con i sistemi di livello intermedio, svolgono la funzione di ausilio ordinato e automatizzato per l'organizzazione e il controllo della gestione delle attività della Consob.

Il Saivap fu inizialmente realizzato come strumento di amministrazione delle attività di gestione dell'Albo unico dei promotori finanziari, nonché delle attività di vigilanza sui promotori finanziari. Nel 2008, tale Sistema è stato modificato in modo da costituire una piattaforma unica, come previsto dall'art. 94 del Regolamento Intermediari, per integrare l'operatività del costituendo Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari.

In particolare, la realizzazione di una piattaforma unica ha rappresentato il presupposto tecnico necessario a consentire l'esercizio, da parte dell'Organismo, delle funzioni di gestione dell'Albo, mantenendo però intatto il patrimonio informativo a disposizione dell'Istituto che su di esso basa la propria attività di vigilanza. La scelta di definire una piattaforma unica ha comportato la necessità di provvedere a una ridefinizione sia logica che operativa del Sistema.

Il Saivic è stato realizzato per ottemperare agli obblighi normativi definiti all'articolo 148-bis Tuf e agli artt. 144-*duodecies*/144-*quinquiesdecies* del Regolamento Emittenti della Consob, inerenti ai limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo dei componenti gli organi di controllo di società quotate ed emittenti strumenti finanziari diffusi.

L'art. 144-*terdecies* del Regolamento Emittenti pone un doppio limite al cumulo degli incarichi; in particolare, nessun soggetto può assumere più di cinque incarichi come componente dell'organo di controllo in emittenti (comma 1); "*il componente dell'organo di controllo di un emittente può assumere altri incarichi di amministrazione e controllo presso le società di cui al Libro V, Titolo V, Capi V, VI e VII del codice civile, nel limite massimo pari a sei punti*" (comma 2). Il modello di calcolo da utilizzare ai fini della determinazione del punteggio da assegnare a ogni incarico (contenuto nell'Allegato 5-*bis* al Regolamento Emittenti) è stato implementato nel sistema Saivic. Tale modello assegna un punteggio a ogni incarico di amministrazione o controllo sulla base di una serie di parametri che tengono conto: i) della tipologia della società nella quale è ricoperto l'incarico (emittente, di interesse pubblico o altro); ii) dell'aspetto dimensionale delle società (grande, media o piccola), qualora non di interesse pubblico o emittenti; iii) della eventuale circostanza che il componente rivesta analoga carica nella controllante, caso in cui viene applicato un fattore di sconto al peso attribuito all'incarico; iv) di alcuni "specificatori" attinenti la natura della carica ricoperta (un incarico di controllo può essere associato anche all'incarico di controllo contabile, incarichi di amministrazione a deleghe gestionali e/o all'appartenenza al comitato esecutivo).

L'utilizzo del sistema consente di generare appositi *warning* a fronte delle seguenti criticità: mancato ritiro, da parte dei soggetti tenuti alla comunicazione, delle credenziali di accesso (login e *password*); ritiro, da parte dei soggetti, della *login* e della *password* con successivo non adempimento agli obblighi di comunicazione; superamento del limite al cumulo degli incarichi; in caso di avvenuto superamento degli incarichi, impossibilità a rientrare, nel termine concesso di 90 giorni, entro i limiti imposti al cumulo. Il regolare utilizzo del sistema consente, quindi, di verificare la correttezza delle dichiarazioni rese e l'eventuale superamento dei limiti al cumulo degli incarichi.

L'accesso al Saivic, sezione "Operatori – Per gli Organi di Controllo", avviene attraverso un apposito *link* con il quale è possibile accedere alla "Procedura per il ritiro delle credenziali", dove sono indicati i documenti e la modulistica utile ai soggetti interessati.

Per le attività relative al rilascio delle credenziali sono state allestite quattro postazioni, due a Roma e due a Milano, alle quali sono state destinate 6 risorse di cui 3 a tempo pieno. Circa i due terzi delle credenziali sono state rilasciate presso la sede di Milano. Dal mese di settembre, le credenziali di coloro che assumono per la prima volta un incarico rilevante ai fini del sistema vengono rilasciate solo su appuntamento.

L'avvio del sistema Saivic è avvenuto a settembre 2008; a partire da tale data, i componenti degli organi di controllo degli emittenti strumenti finanziari, in possesso delle credenziali per l'accesso al sistema, hanno potuto iniziare a effettuare le comunicazioni dovute ai sensi del comma 1 dell'art. 144-*quaterdecies* del Regolamento

Emittenti. Contestualmente è stata avviata una struttura di *help desk* articolata su linea telefonica e su indirizzo di posta elettronica.

Per rispondere ai quesiti inerenti l'interpretazione e i chiarimenti della normativa di riferimento è stata dedicata una sezione, nel sito della Consob, nella quale sono state riportate le risposte alle "domande più frequenti" (Faq).

L'analisi dei dati acquisiti dal Saivic consentirà di valutare l'eventuale opportunità di procedere a un affinamento della normativa. Nel corso delle attività di vigilanza, infine, potranno emergere nuove esigenze funzionali, in base alle quali fare eventualmente degli interventi al sistema automatico.

PAGINA BIANCA

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

Nelle tavole del testo e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

-- rilevazione quantitativa nulla;

— fenomeno non esistente;

.... fenomeno esistente ma dati non noti;

.. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla Consob nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

Figg. 1, 3, 4, 5, 7, 8

I grandi gruppi quotati sono rappresentati da un campione "chiuso" di 30 gruppi per i quali è disponibile una serie completa di bilanci dal 1998 al 30 giugno 2008 e censiti nell'annuario R&S di Mediobanca. Si tratta di un campione che copre quasi tutto il panorama del listino di borsa per ciò che riguarda i settori dei servizi e dell'industria. I gruppi considerati sono i seguenti (tra parentesi sono indicate le principali quotate consolidate nel bilancio 2007): Enel (dal 2005 viene considerata a parte Terna che non è più consolidata in Enel), Eni (Snam Rete Gas, Saipem), Telecom, Ifi (Ifil, Juventus; dal 2004 viene considerata a parte Fiat che non è più consolidata in Ifi), Ragione di G. Benetton e C. (ex Edizione Holding; consolida Autogrill, Benetton e, dal 2007, Atlantia, ex Autostrade, considerata a parte fino al 2006), Aurelia (Autostrada TO-MI, Sias), Italmobiliare (Italcementi), Luxottica, Alitalia, A2A (già Aem), Fininvest (Mondatori, Mediaset), Edison, Erg (Enertad), Acea, Pirelli & C. (Pirelli RE), Cofide (Cir, L'Espresso, Sogefi), Buzzi Unicem, Tenaris (fino al 2000 i dati sono riferiti a Dalmine, revocata dalla quotazione nel 2003), Impregilo, Intek (fino al 2006 i dati sono riferiti a Gim, incorporata in Intek nel 2007, che acquisisce il controllo di KME Group, ex Smi), Rcs MediaGroup (Dada), Finmeccanica (Ansaldo STS), Caltagirone (Cementir, Vianini Industrie, Vianini Lavori e, a partire dal 2004, Caltagirone Editore), Indesit Company (ex Merloni), Bulgari, Davide Campari, Snia (dal 2004 viene considerata a parte Sorin, nata da uno scorporo da Snia). Per rendere omogenea la serie storica dei bilanci del gruppo Telecom è stato considerato anche il gruppo Seat Pagine Gialle (prima consolidato in Telecom). In alcuni casi è stato preso in considerazione il bilancio consolidato della *holding* capogruppo anche se non quotata (in particolare, per Fininvest, Ragione e Aurelia).

Tavv. 1, 2, 3, 4, Fig. 19

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta,

nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *green shoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;

- l'ammontare complessivo dell'offerta tiene altresì conto delle azioni cedute in virtù di accordi precedenti alla quotazione;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *green shoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, e in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote *post* offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista;
- la determinazione della quota dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo a un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;
- le azioni senza diritto di voto vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione.

Tav. 4

Sono comprese le partecipazioni degli *sponsor* e dei soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o dei soggetti controllanti o controllati dagli stessi, nelle società ammesse a quotazione e/o nelle società che le controllano.

Sono compresi i rapporti creditizi esistenti alla data dell'offerta fra gli *sponsor* e i soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o i soggetti controllanti o controllati dagli stessi, e le società ammesse a quotazione o le loro controllate.

Nell'ambito dei rapporti creditizi non si considerano le operazioni relative a crediti commerciali, nonché quelle in cui non è stato possibile determinare la quota dei finanziamenti erogati; solo in alcuni casi, particolarmente rilevanti, si è tenuto conto del dato relativo ad affidamenti non utilizzati.

Non si considerano le opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni detenute dai predetti soggetti ai fini della rilevazione dei rapporti partecipativi.

Figg. 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 52 Tavv. 11, 12

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari italiani: Intesa SanPaolo, Unicredit, MPS, BNL, Mediobanca, UBI e Banco Popolare. Si tratta di un campione che rappresenta sostanzialmente i 2/3 dell'intero sistema bancario italiano in termini di totale attivo. Per gli anni precedenti al 2008 sono comprese le principali banche italiane successivamente confluite nei gruppi bancari considerati (per gli anni 2003-2004 è escluso quindi il gruppo tedesco HVB, consolidato nel gruppo Unicredit a partire dal 1° novembre 2005).

Fig. 45

Il margine di interesse include il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse, i dividendi su partecipazioni e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. I ricavi da intermediazione mobiliare comprendono i profitti da operazioni finanziarie (ovvero, a partire dai bilanci 2005 redatti secondo i principi Ias/Ifrs, il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie) e le commissioni nette per servizi di investimento e gestioni collettive (inclusa la negoziazione di valute, la consulenza, la custodia e l'amministrazione titoli, i servizi di banca depositaria e il collocamento di prodotti e servizi assicurativi). Le commissioni nette da servizi bancari comprendono le commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, per servizi di incasso e pagamento, e le commissioni nette su conti correnti, carte di credito e Bancomat. La voce "altre commissioni nette" comprende le commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie.

I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e altri prodotti finanziari e assicurativi (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in conto terzi comprendono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi comprendono essenzialmente le commissioni nette da consulenza e da custodia e amministrazione titoli.

Figg. 74, 75, 76

La *Multifinanziaria Retail Market 2007* è un'indagine campionaria realizzata dalla società GFK Eurisko Srl somministrando a fine 2007 un questionario a un campione di 2.525 nuclei familiari con decisore finanziario di età compresa fra 18 e 74 anni (sono esclusi dall'indagine i dipendenti di banche e assicurazioni e i consulenti finanziari); il decisore finanziario è la persona che guadagna di più nella famiglia (se nessuno lavora è l'uomo più anziano; se non ci sono uomini è la donna più anziana). Le statistiche riportate nelle figure sono stime riferite all'intera popolazione inferite dai dati campionari applicando pesi determinati dalla stessa GFK Eurisko Srl.

Fig. 80

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

1) *Giudizio con rilievi.* Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili; errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.

2) *Giudizio negativo.* Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro

applicazione o inadeguatezza dell'informazione, sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.

3) *Impossibilità a esprimere un giudizio per gravi limitazioni.* Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.

4) *Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze.* In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

Tavv. 43, 44

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1ª, Funzionario di 2ª. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.

INDICE GENERALE

A. ***LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO***

I. LA CRISI FINANZIARIA

1. *Le determinanti della crisi e le prospettive per il sistema finanziario*
2. *Le esigenze di riforma degli assetti di vigilanza*
3. *I provvedimenti per fronteggiare la crisi in materia di mercati finanziari*
4. *Le implicazioni della crisi per le Autorità di vigilanza*

II. L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA

1. *Gli interventi di vigilanza collegati al* default *Lehman Brothers*
2. *La vigilanza sull'integrità del mercato e sul divieto di vendite allo scoperto*
3. *La vigilanza sul settore del risparmio gestito*
4. *La vigilanza sull'operatività in derivati degli intermediari nei confronti di Enti locali*
5. *La vigilanza sul caso Alitalia*
6. *I controlli sulla* governance *e gli assetti proprietari delle imprese*
7. *La vigilanza sulle società di revisione*

III. L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE

1. *I regolamenti e la consultazione con il mercato*
2. *L'attività di livello 3 e le comunicazioni interpretative*

IV. L'ATTIVITÀ DI *ENFORCEMENT* E I RAPPORTI CON L'AUTORITÀ GIUDIZIARIA

1. *L'attività sanzionatoria*
2. *Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza*
3. *I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e l'intervento nei processi penali*
4. *Il contenzioso in sede civile*

V. LE AREE DI RISCHIO E LE LINEE STRATEGICHE PER IL 2009

1. *I principali fattori di rischio per il conseguimento degli obiettivi istituzionali*

2. *La strategia di vigilanza*
   2.1. *La vigilanza sugli emittenti*
   2.2. *La vigilanza sugli assetti proprietari e sulle offerte pubbliche di acquisto*
   2.3. *La vigilanza sugli intermediari*
   2.4. *La vigilanza sui mercati*
3. *I rapporti con i risparmiatori*
   3.1. *La camera di conciliazione e arbitrato*
   3.2. *Le iniziative di* investor education
4. *Le risorse e la gestione dell'Istituto*

B. *L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO*

I. LE SOCIETÀ
   1. *La struttura finanziaria e la redditività*
   2. *I flussi finanziari*
   3. *La qualità del credito*
   4. *La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa*
   5. *Le operazioni di acquisizione e fusione*

II. I MERCATI
   1. *La congiuntura economica e i mercati azionari*
   2. *Il mercato degli strumenti finanziari derivati*
   3. *Il mercato dei* covered warrants *e dei* certificates
   4. *Il mercato obbligazionario*
   5. *Il mercato delle cartolarizzazioni*

III. GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE
   1. *I principali gruppi bancari*
   2. *Gli investitori istituzionali*
   3. *Le famiglie*

C. *L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB*

I. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

1. *L'informativa societaria*
2. *L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e di finanza straordinaria*
3. *L'informativa in sede assembleare*
4. *L'informativa contabile*
5. *La vigilanza sulle società di revisione e sugli organi di controllo interno degli emittenti*

II. LA VIGILANZA SUI MERCATI

1. *Gli abusi di mercato*
2. *I provvedimenti Consob in materia di vendite allo scoperto*
3. *La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati*
4. *I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari*

III. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

1. *Banche, Sim, agenti di cambio e imprese di assicurazione*
2. *Le società di gestione del risparmio*
3. *I promotori finanziari*

IV. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

1. *L'attività sanzionatoria*
2. *I provvedimenti in materia di abusi di mercato*
3. *I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari*
4. *I provvedimenti relativi agli emittenti*

V. L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

1. *La disciplina degli emittenti*
2. *La disciplina dell'informativa societaria continua*
3. *La disciplina delle società di revisione e dell'informativa contabile*
4. *La disciplina dei mercati*
5. *La disciplina degli intermediari*

VI. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

1. *La cooperazione internazionale*
2. *L'attività nell'ambito dell'Unione Europea*
3. *L'attività nell'ambito del* Committee of the European Securities Regulators *(Cesr)*
4. *L'attività nell'ambito dell'*International Organization of Securities Commissions *(Iosco) e in altre sedi internazionali*

VII. I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. *Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza*
2. *La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto*

VIII. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

1. *La pianificazione e la gestione finanziaria*
2. *La gestione delle risorse umane*
3. *Le relazioni con l'esterno e l'attività di* investor education
4. *I sistemi informativi*

NOTE METODOLOGICHE