

valore inferiore a quello del 2008. I fattori che avranno effetti negativi sulla redditività del settore bancario sono riconducibili alla contrazione del tasso di crescita degli impieghi, al deterioramento della qualità del credito, alla riduzione del margine d'interesse e delle commissioni su servizi di investimento e gestione del risparmio. Sul fronte dei costi, dopo i processi di aggregazione degli ultimi anni, sembrano ormai esauriti i margini per il conseguimento di sinergie e aumenti di efficienza, mentre, sulla base delle esperienze precedenti, è prevedibile che la crescita delle sofferenze perduri per almeno 1-2 anni dopo l'inversione ciclica.

Nella prima parte del 2009 i mercati azionari hanno risentito negativamente delle elevate condizioni di incertezza del quadro congiunturale e delle prospettive di redditività delle imprese quotate, sebbene la volatilità implicita e l'avversione al rischio si siano progressivamente ridotte convergendo verso i valori precedenti al fallimento Lehman Brothers.

A partire dall'inizio del 2009 si sono registrati forti segnali di irrigidimento degli standard di concessione del credito da parte del sistema bancario sia in Europa che negli Usa.

I rischi di *credit crunch* sono collegati sia al cosiddetto razionamento in senso forte, consistente in un vero e proprio rifiuto di accordare nuovi finanziamenti, sia al cosiddetto razionamento in senso debole, consistente nella concessione di finanziamenti a condizioni tanto onerose da indurre il debitore a rifiutare l'offerta di credito. Il modesto tasso di crescita degli impieghi, attualmente vicino allo zero nei principali paesi avanzati, riflette tuttavia anche una minore domanda di finanziamenti da parte delle imprese, a causa delle incertezze derivanti dall'evoluzione del quadro congiunturale che condizionano le decisioni di investimento. È verosimile ipotizzare che – sia per le dinamiche dell'offerta che della domanda – la crescita degli impieghi bancari rimanga molto contenuta nei prossimi anni; il calo della redditività e l'aumento delle sofferenze, con i conseguenti riflessi negativi sui livelli di patrimonializzazione, portano a ritenere che il rischio di una stretta creditizia, soprattutto nei confronti delle imprese medio-piccole, sia ancora attuale.

Le restrizioni nell'offerta del credito non sono tuttavia da collegare alla dinamica della raccolta bancaria, che è rimasta stabile sia in Europa che negli Usa. La raccolta delle banche italiane, in particolare, è cresciuta a tassi molto elevati anche nei periodi più intensi della crisi finanziaria; la crescita della raccolta obbligazionaria è stata molto sostenuta e superiore a quella dei depositi. È verosimile ipotizzare che questo *trend* prosegua nei prossimi anni per effetto di alcuni fattori collegati all'offerta (nel triennio 2010-2012 è in scadenza circa il 30 per cento dello *stock* di obbligazioni in essere a fine 2009) e della dinamica della domanda di attività finanziarie delle famiglie.

A fronte delle difficoltà di accesso al credito bancario crescono le esigenze di raccolta sul mercato dei capitali. Il ricorso al mercato del capitale

di rischio è penalizzato, tuttavia, dal basso rapporto prezzo/valore contabile. L'accesso al mercato obbligazionario, sebbene relativamente agevole per le società con un maggiore *standing* creditizio, si rivela difficoltoso per le imprese *speculative grade* o prive di rating, per le quali si è registrato un significativo ampliamento degli *spread*.

Come in precedenza accennato, la situazione dei mercati finanziari si è parzialmente stabilizzata nella seconda parte del 2009. Nonostante i dati contabili complessivamente negativi, vi è stato un miglioramento delle attese degli analisti sui tassi di crescita degli utili delle imprese. Questo effetto, assieme a un'ulteriore flessione dell'avversione al rischio, ha portato a una lieve crescita delle quotazioni azionarie nell'ultimo trimestre del 2009 (in misura marginale in Italia), che non ha tuttavia interessato i titoli bancari. In prospettiva, tuttavia, l'andamento del mercato azionario potrà essere penalizzato dai citati fattori di natura macroeconomica che minano la ripresa e dalla fragilità dei bilanci delle imprese quotate.

## 5.2 I problemi strutturali e le specificità del mercato italiano

### *Il risparmio delle famiglie*

Nell'area dell'euro si è registrata, nel 2009, una accelerazione del tasso di risparmio, sostenuta dalla crescita del reddito disponibile reale e dal contemporaneo calo dei consumi reali, che ha stimolato un aumento degli investimenti finanziari delle famiglie. Si è evidenziata, inoltre, una ripresa della domanda di attività rischiose per effetto della riduzione dell'avversione al rischio, legata al miglioramento della congiuntura dei mercati finanziari, al basso livello dei rendimenti dei titoli di Stato e alla forte inclinazione positiva della curva dei tassi di interesse.

Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane hanno segnato, nel corso del 2009, una parziale inversione di tendenza rispetto all'anno precedente, quando il rallentamento del tasso di crescita dei redditi nominali aveva determinato una contrazione del risparmio e degli investimenti finanziari nonché un calo della percentuale di famiglie che "partecipavano al mercato finanziario" (ossia che detenevano attività finanziarie rischiose quali azioni, obbligazioni, polizze a contenuto finanziario e prodotti del risparmio gestito) e della quota di ricchezza investita in attività rischiose<sup>34</sup>.

La ripresa della domanda di attività rischiose ha interessato soprattutto le obbligazioni bancarie, sia ordinarie sia strutturate, e le polizze assicurative a contenuto finanziario. Tale dato conferma un aspetto

<sup>34</sup> Si stima che, a dicembre 2008, la percentuale di famiglie senza alcuna "esposizione" al mercato finanziario (ossia che detengono solo circolante, depositi o prodotti postali) si sia attestata al 66 per cento (+4 per cento rispetto all'anno precedente). Alla stessa data, il peso dei depositi e titoli di Stato sulla ricchezza finanziaria delle famiglie si attestava attorno al 62 per cento circa (+11 punti percentuali rispetto alla fine del 2007; elaborazioni su dati Gfk Eurisko).

strutturale delle scelte di risparmio delle famiglie italiane, tradizionalmente orientate al possesso di portafogli poco diversificati e all'investimento diretto della ricchezza in depositi, titoli di Stato e prodotti con elevato rischio di liquidità e percepiti a basso rischio di credito.

I dati sulla composizione dei portafogli delle famiglie indicano che nei principali paesi europei il possesso diretto di obbligazioni bancarie da parte di investitori non professionali è un fenomeno di proporzioni limitate, mentre in Italia la raccolta obbligazionaria è finanziata in larga misura da investitori *retail* (per oltre l'80 per cento nel periodo luglio 2007-giugno 2009).

Questo fenomeno è riconducibile a molteplici fattori. Un aspetto molto importante è rappresentato dal fattore fiscale, non solo perché in ambito domestico le obbligazioni sono assoggettate a un prelievo agevolato rispetto a quello dei depositi (ritenuta del 12,5 per cento contro il 27 per cento), ma anche perché nel panorama internazionale l'Italia presenta uno dei regimi fiscali più favorevoli sui redditi obbligazionari (che, in alcuni paesi, concorrono alla formazione del reddito complessivo e sono tassati pertanto all'aliquota marginale del percettore).

Di particolare rilievo sono, poi, taluni fattori strutturali che caratterizzano il nostro sistema finanziario, quali: il mancato sviluppo di un sistema privato di previdenza integrativa; le specificità del modello di *business* delle banche italiane, che hanno concorso a determinare una scarsa diffusione del risparmio gestito e dei servizi di consulenza finanziaria; il peso significativo delle obbligazioni nella raccolta bancaria, che nel contesto internazionale colloca le banche italiane tra le più dipendenti dalle emissioni di titoli di debito (dopo quelle tedesche e spagnole)<sup>35</sup>.

Il fatto che la quota preponderante delle attività finanziarie delle famiglie continui a essere rappresentata da passività bancarie (depositi e obbligazioni) riflette, pertanto, un modello di intermediazione molto tradizionale di tipo fortemente *bank-oriented*, che finisce per condizionare profondamente il rapporto clienti-intermediari nella prestazione dei servizi di investimento.

Le specificità della raccolta delle banche italiane hanno, infatti, contribuito allo sviluppo di politiche di offerta connotate da una forte ristrettezza dello spettro di servizi di investimento e di prodotti, coincidenti normalmente con quelli emessi o "assemblati" all'interno del gruppo di appartenenza del collocatore/distributore, e a un marcato orientamento verso l'attività distributiva. Questo modello di *business*, improntato alla prevalenza di logiche di gruppo, ha rafforzato il ruolo della rete distributiva, anche con riferimento alla "costruzione" di prodotti che garantiscono schemi

<sup>35</sup> Elaborazioni su dati Bloomberg. I dati si riferiscono ai principali gruppi bancari, che coprono fra il 60 e il 70 per cento del totale attivo nei singoli paesi.

remunerativi sufficientemente incentivanti per i collocatori. Esso inoltre ha contenuto lo sviluppo dei servizi di consulenza, la cui scarsa diffusione sembra essere rilevante nello spiegare la ridotta diversificazione dei portafogli degli investitori *retail* e la scarsa diffusione del risparmio gestito. L'evidenza statistica mostra, infatti, che i portafogli sono più diversificati e meno concentrati su depositi e titoli di Stato quando le famiglie si avvalgono di servizi di consulenza finanziaria<sup>36</sup>.

#### *Le infrastrutture di mercato*

I processi di integrazione e consolidamento fra le strutture di *trading* e *post-trading* in atto da diversi anni e l'applicazione della MiFID hanno alterato profondamente il contesto nel quale opera la piazza finanziaria italiana, generando riflessi importanti sia per la competitività del sistema finanziario italiano sia per la frammentazione degli scambi e il peggioramento della qualità dell'informazione disponibile al pubblico.

Lo scenario che si è andato delineando negli ultimi anni si caratterizza, in particolare, per una concorrenza crescente fra mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf). Questi ultimi, prevalentemente di origine anglosassone, sottraggono ordini di negoziazione ai mercati regolamentati anche grazie a una maggiore flessibilità operativa, riconducibile a tecnologie che consentono una gestione degli ordini più rapida, alle minori commissioni di negoziazione e ai minori oneri regolamentari cui sono soggetti, anche in virtù della possibilità di sfruttare le deroghe previste dalla MiFID alla trasparenza *pre-negoziazione* e *post-negoziazione*.

I mercati regolamentati, a fronte del rischio di erosione della propria posizione, hanno posto in essere strategie di acquisizione di nuove piattaforme e di aggregazione con altri mercati regolamentati, per sfruttare economie di scala e di diversificazione<sup>37</sup>. Sono aumentate, inoltre, le richieste di deroghe al regime di trasparenza *pre-trade* delineato dalla MiFID, dato l'interesse da parte dei mercati regolamentati e degli Mtf al lancio di sistemi che consentono di realizzare gli scambi al di fuori dei mercati regolamentati

<sup>36</sup> Nonostante che quasi 2/3 delle famiglie dichiarino di avere un consulente finanziario, si stima che solo il 10 per cento circa delle famiglie riceva servizi di consulenza, mentre un altro 10 per cento riceve servizi di consulenza "generica" (cioè che non hanno ad oggetto raccomandazioni relative a specifici prodotti o strumenti finanziari). Gran parte delle famiglie, dunque, pur avendo un consulente finanziario di riferimento, non ha di fatto alcun rapporto significativo con tale soggetto [situazione che viene definita come "consulenza passiva"]. Inoltre, oltre il 60 per cento delle famiglie che ha un'esposizione al mercato finanziario – nel senso che possiede prodotti o strumenti finanziari rischiosi, quali azioni, obbligazioni, prodotti del risparmio gestito, polizze a contenuto finanziario e fondi pensione – non riceve servizi di consulenza.

<sup>37</sup> Si ricordano le operazioni che hanno portato alla nascita di Euronext (integrazione dei mercati di Parigi, Bruxelles, Amsterdam e Lisbona) e Omx (alleanza tra i mercati nordici di Stoccolma, Helsinki, Copenhagen, Reykjavik, Vilnius, Tallin e Riga) e le tre importanti fusioni realizzate nel 2007, ossia rispettivamente quella di NYSE e Euronext, Borsa Italiana e Lse, Nasdaq e Omx.

in quanto gli ordini immessi e in attesa di esecuzione non sono visibili al pubblico (cosiddetti *dark pools*)<sup>38</sup>.

Risulta parimenti in crescita la concorrenza tra mercati e intermediari, sia per il forte incentivo da parte di questi ultimi a indirizzare i flussi di negoziazione verso piattaforme partecipate, che a loro volta attirano liquidità anche grazie a politiche di *pricing* aggressive<sup>39</sup>, sia per la tendenza a svolgere attività molto vicine a quella dell'internalizzazione sistematica (senza qualificarla come tale), ovvero ad avviare sistemi di incrocio degli ordini (cosiddetti *crossing networks*)<sup>40</sup>, come accennato nel precedente §2.

Tali fenomeni, maggiormente evidenti a livello europeo e in merito ai quali lo stesso Cesr ha avviato approfondimenti, non hanno ancora assunto proporzioni rilevanti nel contesto italiano, per ciò che riguarda in particolare gli strumenti azionari e il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato<sup>41</sup>. Ciò è dovuto, verosimilmente, sia a un effetto inerziale legato all'applicazione dell'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati, sia al fatto che gli Mtf europei hanno iniziato solo di recente a negoziare titoli italiani. La liquidità sui titoli italiani, sebbene in calo, è pertanto ancora "concentrata" nei mercati regolamentati domestici e, nel caso dei titoli azionari, nei mercati gestiti da Borsa Italiana; sono in aumento, tuttavia, le iniziative volte a canalizzare i flussi degli ordini sulle azioni italiane su altri mercati regolamentati e Mtf esteri<sup>42</sup>.

La posizione della piazza finanziaria italiana all'interno del gruppo *London Stock Exchange* potrebbe peraltro subire un ridimensionamento a seguito degli sviluppi organizzativi che hanno interessato il gruppo stesso. In

<sup>38</sup> Le *dark pools* soddisfano soprattutto le esigenze degli investitori istituzionali e hanno ad oggetto i cosiddetti "blocchi", cioè operazioni di controvalore molto elevato. Da una prima analisi del fenomeno, è emerso che la diffusione delle *dark pools* non ha comportato una significativa riduzione degli scambi nei mercati regolamentati, in quanto già prima dell'introduzione della MiFID i blocchi erano esentati dall'obbligo di concentrazione ed erano eseguiti Otc.

<sup>39</sup> Un esempio in tal senso è rappresentato da Chi-X, che applica ai *traders* commissioni differenziate a seconda del tipo di ordine immesso (cioè ordini con limite di prezzo, cosiddetti *limit orders*, ovvero ordini cosiddetti "al meglio", *market orders*). Chi-X attrae circa il 7 per cento degli scambi su azioni italiane e il 16 per cento degli scambi su azioni inglesi.

<sup>40</sup> L'obiettivo dichiarato dagli intermediari che hanno avviato *crossing networks* e che non si definiscono internalizzatori sistematici sembra essere quello di eseguire le operazioni Otc per evitare le relative commissioni di negoziazione applicate dalle sedi di negoziazione, fermo restando il rispetto degli obblighi normativi di *best execution* e *post-trade transparency*.

<sup>41</sup> Mts Spa ha sperimentato momenti di difficoltà nel corso del 2009, in considerazione delle particolari condizioni di mercato e delle forti pressioni sul lato delle vendite di titoli di Stato. Il volume delle negoziazioni appare essersi notevolmente ridotto nei mercati gestiti da Mts Spa, con un conseguente forte allargamento degli *spread*. Di recente, tuttavia, le negoziazioni mostrano segnali di ripresa; non appare essersi modificata, inoltre, la quota di mercato di Mts Spa rispetto ai *competitor*.

<sup>42</sup> Il peso del Mercato telematico azionario (Mta) sul volume complessivo degli scambi di titoli azionari italiani si attestava, a novembre 2009, al 72 per cento contro l'80 per cento di inizio anno. Nello stesso periodo di tempo, la quota sul volume complessivo degli scambi azionari sugli Mtf è cresciuta di 7 punti percentuali. Le negoziazioni sull'Otc sembrano essere caratterizzate, invece, da una forte variabilità e molto spesso sono influenzate dalle specifiche dinamiche aziendali delle società emittenti i cui titoli sono oggetto di scambio; a novembre 2009 esse pesavano per il 20 per cento circa.

particolare, possono sollevare criticità: l'esternalizzazione a favore della società inglese di funzioni critiche delle società italiane del gruppo Borsa; il ridimensionamento del numero delle risorse delle società italiane; il mancato coinvolgimento delle società italiane nei progetti strategici di maggiore respiro internazionale.

Significative risultano anche le criticità derivanti dalle operazioni che incidono sull'organizzazione tecnologica del gruppo. Ci si riferisce, in particolare, all'acquisizione della società MillenniumIT dello Sri Lanka (di circa 450 dipendenti), avvenuta nel settembre 2009, che comporterà la sostituzione dell'attuale piattaforma di negoziazione TradElect, utilizzata sia dai mercati inglesi che da quelli italiani<sup>43</sup> nonché di quella con funzioni informative, InfoElect. Tale acquisizione risponde all'esigenza di meglio fronteggiare, quantomeno da un punto di vista tecnologico, le spinte competitive provenienti dagli Mtf (soprattutto Chi-X), che stanno gradualmente erodendo le quote di negoziazione del mercato londinese. L'acquisizione della società "MilleniumIT" dovrebbe contribuire, inoltre, allo sviluppo di una nuova tecnologia in grado di favorire l'entrata nel business del cosiddetto *trading* algoritmico (o *program trading*, cioè ordini generati in maniera automatica da specifici software di *trading*) e di attrarre, pertanto, gli investitori istituzionali che risultano tra i principali fruitori di tale modalità di negoziazione.

Per la piazza finanziaria italiana tale scelta potrebbe risultare vantaggiosa, consentendo ad esempio di risolvere il problema della *latency* degli ordini sperimentato dagli operatori italiani<sup>44</sup>; dopo il passaggio a TradElect del novembre 2008, è tuttavia significativo il costo di una migrazione a una nuova piattaforma sia per la società di gestione che per gli intermediari finanziari.

In conclusione, le scelte organizzative e strategiche attuate sinora mostrano la tendenza ad accentrare le funzioni decisionali presso le strutture inglesi, con effetti sull'attività di vigilanza sui mercati ad oggi non agevolmente prevedibili.

<sup>43</sup> Il passaggio alla piattaforma MillenniumIT è previsto entro giugno 2010 per i mercati inglesi ed entro il primo trimestre 2011 per i mercati italiani. I mercati gestiti da Borsa Italiana risultano, allo stato attuale, migrati su piattaforma TradElect, a eccezione del *Trading After Hour* e dei mercati di derivati Idem e Idex. Nel 2011, allo scadere del contratto con la società Omx, fornitrice della piattaforma correntemente utilizzata dai due citati mercati dei derivati, è prevista la migrazione degli stessi sulla piattaforma Sola. Quest'ultima è di proprietà di Tmx Group, che gestisce i mercati borsistici canadesi di Toronto e Montreal.

<sup>44</sup> La *latency* corrisponde al tempo necessario all'interscambio dei dati, relativi agli ordini e agli eseguiti rivenienti dall'operatività disposta in Italia, tra i terminali localizzati in Italia e il server di TradElect, localizzato nel Regno Unito.

## L'attività di vigilanza 2

### 1 La vigilanza sull'informativa finanziaria

I riflessi della crisi finanziaria sull'economia reale (si veda il §5 del precedente Capitolo I "*Il contesto istituzionale ed economico*") hanno avuto effetti rilevanti sulle società quotate italiane, determinando situazioni di tensioni finanziarie e crisi aziendali che hanno reso necessario un articolato insieme di interventi, anche di carattere generale, sui contenuti dell'informativa contabile e finanziaria resa dagli emittenti.

In particolare, la Consob ha rivisitato i criteri per l'individuazione degli emittenti che presentano situazioni di tensione finanziaria o problemi di continuità aziendale da assoggettare a obblighi di informativa periodica più stringenti rispetto a quelli definiti, in via generale, dalle norme del Tuf e dalle disposizioni attuative del Regolamento Emittenti, al fine di rendere più chiari e trasparenti per il mercato i suddetti criteri, più omogenee e standardizzate le richieste di informativa al pubblico e di meglio precisare le modalità di graduazione degli obblighi stessi. In particolare, la Consob ha chiarito che, qualora dal complesso dell'informazione societaria prodotta dall'emittente emerga un superamento non temporaneo delle condizioni di crisi aziendale che avevano costituito il presupposto dell'assoggettamento agli obblighi di informativa con periodicità mensile, è possibile procedere alla revoca del provvedimento di assoggettamento a tali obblighi informativi; se, invece, pur permanendo profili di criticità, la situazione gestionale risulta in miglioramento, è possibile ricalibrare la tempistica degli obblighi informativi, passando da una frequenza mensile a una trimestrale. In tutti i casi in cui, pur non sussistendo una conclamata crisi aziendale, gli emittenti manifestano uno stato di incertezza gestionale si è ritenuto opportuno richiedere, in concomitanza con le rendicontazioni contabili, la diffusione trimestrale di informazioni atte a illustrare al mercato tale stato di tensione.

La Consob è inoltre intervenuta, con raccomandazioni di carattere generale, al fine di richiamare l'attenzione delle società quotate a una corretta applicazione dei principi contabili internazionali rispetto alle voci di bilancio e ai modelli di valutazioni delle poste contabili più sensibili agli effetti della crisi finanziaria e al peggioramento del quadro congiunturale. L'informativa finanziaria deve, infatti, risultare costantemente idonea a rappresentare in maniera chiara, completa e tempestiva i rischi e le incertezze cui le società sono esposte, il patrimonio di cui dispongono per fronteggiarli e

la loro effettiva capacità di generare reddito. Già si è accennato, in apertura del precedente Capitolo I "*Il contesto istituzionale ed economico*", alla comunicazione congiunta con Banca d'Italia e ISVAP del 6 febbraio 2009, in attuazione dell'accordo di collaborazione in materia di applicazione dei principi contabili internazionali, relativa alle "*Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulla continuità aziendale, sui rischi finanziari, sulle verifiche per riduzione di valore delle attività e sulle incertezze nell'utilizzo di stime*". A tale intervento ha fatto seguito, il 3 marzo 2010, la pubblicazione di un'ulteriore comunicazione congiunta con Banca d'Italia e Isvap "*Esercizi 2009 e 2010 - Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulle verifiche per riduzione di valore delle attività (impairment test), sulle clausole contrattuali dei debiti finanziari, sulle ristrutturazioni dei debiti e sulla gerarchia del fair value*". Quest'ultimo intervento trova giustificazione nel fatto che, dall'analisi delle relazioni finanziarie pubblicate nel corso del 2009 da società quotate, imprese di assicurazione, banche e società finanziarie, è emersa la persistenza di talune carenze nell'informativa finanziaria tali da richiedere una più attenta e scrupolosa applicazione dei principi contabili internazionali. Il documento, pur non avendo un valore prescrittivo autonomo e non introducendo obblighi di *disclosure* ulteriori rispetto a quelli dettati dai principi Ias/Ifrs, individua alcune aree informative per le quali le società devono assicurare un più elevato grado di trasparenza, collegate, in particolare, alla valutazione dell'avviamento (e all'applicazione del cosiddetto *impairment test*), delle attività immateriali a vita utile indefinita, delle partecipazioni, delle attività finanziarie classificate come "*disponibili per la vendita*" e alla classificazione delle passività finanziarie quando non vengono rispettate le clausole contrattuali che determinano la perdita del beneficio del termine.

Modifiche al quadro normativo, collegate al recepimento della direttiva *Transparency*, hanno attribuito alla Consob poteri ulteriori – tendenzialmente più incisivi e tempestivi – per garantire l'integrità dell'informativa finanziaria rispetto a quelli connessi all'impugnativa dei bilanci annuali (ex art. 157, comma 2, del Tuf). Nel caso in cui accerti la non conformità delle relazioni finanziarie annuali e semestrali alle norme che ne disciplinano la redazione, la Commissione ha il potere di richiedere agli emittenti di rendere nota tale circostanza al mercato e di fornire un'informazione supplementare idonea a ripristinare una corretta informazione (art. 154-ter del Tuf). La Commissione ha approvato linee guida per definire i criteri di attivazione e di modulazione di tali due strumenti di intervento – *disclosure* e diffusione al mercato di informazioni supplementari ovvero impugnativa di bilancio – nei casi in cui accerti che le relazioni finanziarie annuali o semestrali risultino non conformi alle norme che ne disciplinano la redazione. In generale, si è ritenuto di fare ricorso in via ordinaria al primo strumento di intervento, riservando l'esercizio dei poteri di impugnativa a casi residuali, quando le grandezze numeriche esposte in bilancio risultino nel loro complesso inattendibili per la generale inaffidabilità



del sistema contabile ovvero gli errori siano tali da configurare, in caso di loro correzione, una situazione di deficit patrimoniale riconducibile alle previsioni degli art. 2446 e 2447 c.c.; il potere di impugnativa, se ritenuto necessario, sarà altresì attivato qualora l'emittente non si sia conformato alle richieste ai sensi dell'art. 154-ter, comma 7, ovvero ripeta, nel bilancio successivo, l'errore rilevato nella precedente rendicontazione annuale o semestrale.

Nel corso del 2009 la Commissione ha esercitato i poteri di cui all'art. 154-ter, comma 7, del Tuf nei confronti di due emittenti con azioni ammesse a negoziazione sul mercato Mta gestito da Borsa Italiana Spa.

Il primo caso ha riguardato Eutelia Spa, per la quale è stata accertata la non conformità del bilancio semestrale alle norme che ne disciplinano la redazione, con specifico riferimento alle modalità di contabilizzazione di un'operazione di cessione di ramo d'azienda. In particolare, dagli approfondimenti svolti è emerso che gli amministratori di Eutelia Spa hanno effettuato la cancellazione contabile degli elementi attivi e passivi ricompresi nel ramo ceduto in assenza di adeguati elementi probativi ed evidenze a supporto dell'effettivo trasferimento al cessionario dei rischi e benefici connessi alla proprietà del ramo e, pertanto, in assenza dei presupposti richiesti dai principi contabili internazionali di riferimento. Gli errori riscontrati hanno indotto la Commissione a deliberare, il 10 febbraio 2010, l'attivazione dei poteri previsti dall'art. 154-ter, comma 7, del Tuf e a richiedere alla società la pubblicazione delle informazioni supplementari necessarie a ripristinare un corretto quadro informativo per il mercato. Il seguente 17 febbraio la società ha pubblicato un comunicato stampa contenente le informazioni richieste dalla Consob, illustrando, in un apposito prospetto contabile *pro-forma*, gli effetti della contabilizzazione dell'operazione di cessione conformemente alle regole richiamate.

Il secondo caso ha riguardato la società Socotherm Spa, rispetto alla quale sono stati rilevati numerosi profili di non conformità del bilancio consolidato e del bilancio d'esercizio al 31.12.2008 nonché del bilancio semestrale abbreviato contenuto nella relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2009, alle norme che ne disciplinano la redazione. In particolare, le anomalie riscontrate nella redazione dei suddetti documenti contabili riguardano le modalità di valutazione delle attività immateriali e materiali, delle attività finanziarie e delle partecipazioni nonché l'informativa fornita in merito ai contenziosi e ai rischi finanziari conseguenti al superamento dei cosiddetti *covenant*. Con particolare riferimento alla valutazione delle attività immateriali e materiali, sono emersi profili di criticità nelle modalità di verifica dell'esistenza di perdite durevoli di valore (in applicazione del cosiddetto *impairment test*). In data 4 marzo 2010, la Commissione ha quindi deciso di attivare i poteri previsti ex art. 154-ter, comma 7, del Tuf, relativamente ai bilanci 2008 e al bilancio semestrale abbreviato al 30 giugno 2009 di Socotherm Spa, richiedendo alla società la pubblicazione delle informazioni supplementari necessarie a ripristinare un corretto quadro

informativo per il mercato. L'emittente ha ottemperato alle richieste dell'Istituto.

Nel 2009 è poi proseguita l'applicazione dell'approccio cosiddetto *risk-based* alla vigilanza sull'informativa societaria, in attuazione degli articoli 118-*bis* del Tuf e 89-*quater* del Regolamento Emittenti, basato su un modello di campionamento volto a selezionare le società che presentano i maggiori profili di rischi per la trasparenza e la correttezza dell'informazione finanziaria; questo insieme di emittenti è integrato con un campione selezionato in maniera casuale comprendente una quota pari a un quinto delle società quotate (una metà di esse, tuttavia, è estratta dall'insieme delle società a maggiore capitalizzazione e con maggiori volumi di scambio). La definizione dei criteri di campionamento per la selezione degli emittenti sulla base del modello *risk-based* è rivista su base annuale. I parametri individuati per il 2009 si basano innanzitutto su segnali di particolare gravità attinenti alla correttezza e completezza dell'informazione finanziaria, che emergono da istruttorie in corso, da giudizi negativi o con rilievi formulati dai revisori, da segnalazioni dell'Autorità giudiziaria, di altre Autorità di vigilanza o degli organi di controllo delle società. Sono state inserite nel campione le società che presentavano situazioni di difficoltà ricavabili dall'analisi dei dati economico-patrimoniali e finanziari, dalle dichiarazioni di impossibilità a esprimere un giudizio o dai richiami di informativa da parte dei revisori, connessi a significativi dubbi sulla continuità aziendale dell'emittente, ovvero caratterizzate da anomalie nella composizione dei ricavi e degli utili o nell'andamento delle quotazioni.

Nel 2009 è venuto a compimento il complesso *iter* legato alla privatizzazione della società Alitalia Linee Aeree Spa.

La Consob ha vigilato sulle vicende societarie di tale emittente sin dal 2004, anno in cui la società è stata sottoposta a obblighi mensili di diffusione di informazioni sulla propria situazione economico-finanziaria, atteso lo stato di conclamata crisi. Intensa è stata la vigilanza anche quando, a partire dal 2006, hanno avuto inizio le complesse vicende legate alla privatizzazione. La dismissione della partecipazione pubblica si rivelò da subito molto complessa: la procedura di gara protrattasi fino all'estate del 2007 e la successiva procedura a trattativa privata non portarono al completamento del processo di privatizzazione. Tale processo si è completato nel 2008, in un quadro diverso da quello inizialmente ipotizzato dal Governo contraddistinto dall'ammissione della società alla procedura di amministrazione straordinaria. Dei conseguenti delicati problemi per l'attività di vigilanza si è dato ampiamente conto nella Relazione per il 2008.

In esito a tali sviluppi, 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 reputato che non vi fossero i presupposti per 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.

## 2 La vigilanza sull'integrità del mercato

Come anticipato nel Capitolo I, la Consob, a partire da settembre 2008, ha adottato una serie di provvedimenti in materia di divieto di vendita allo scoperto la cui restrittività è stata graduata in funzione dell'intensità delle turbolenze che hanno caratterizzato la dinamica del mercato azionario.

L'esperienza di vigilanza e il confronto con gli operatori di mercato hanno contribuito a rafforzare la convinzione che il divieto di vendite allo scoperto è giustificabile solo in condizioni di mercato eccezionali – collegate a crisi di natura sistemica che minano la fiducia degli operatori – al fine di garantire l'ordinato svolgimento delle transazioni e mitigare il rischio di rendimenti estremi che amplificano le condizioni di turbolenza e di incertezza. I costi riconducibili al divieto, ossia la riduzione della liquidità del mercato e del contenuto informativo dei prezzi azionari, sono accettabili infatti solo in situazioni di forti tensioni e incertezza, quando essi risultano potenzialmente inferiori ai benefici in termini di ordinato funzionamento dei mercati e stabilizzazione delle aspettative degli operatori.

Alla luce di tali considerazioni, l'Istituto ha adottato provvedimenti particolarmente restrittivi di divieto di vendite allo scoperto nella fase più acuta della crisi finanziaria, corrispondente approssimativamente al quarto trimestre 2008 e al primo trimestre 2009. In particolare, il divieto, inizialmente introdotto nel settembre 2008, è stato dapprima prorogato fino al 31 gennaio 2009<sup>45</sup> e, successivamente, fino al 31 maggio<sup>46</sup> anche in ragione delle persistenti tensioni nei mercati finanziari e delle osservazioni di alcuni partecipanti alla consultazione avviata dall'Istituto sulla delibera del 2008 al fine di raccogliere osservazioni e commenti del pubblico sull'efficacia dei citati provvedimenti.

<sup>45</sup> Delibera 16765 del 30 dicembre 2008. In base a tale intervento, la vendita di azioni di banche e di imprese di assicurazione, o delle relative holding, e la vendita di azioni di società oggetto di aumento di capitale dovevano essere assistite sia dalla disponibilità che dalla proprietà dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione. Per quanto riguarda, invece, tutte le altre azioni la vendita poteva essere assistita dalla sola disponibilità dei titoli.

<sup>46</sup> Delibera 16781 del 29 gennaio 2009. Con tale intervento la Commissione ha deciso di prorogare fino al 28 febbraio il divieto delle vendite allo scoperto in scadenza il 31 gennaio 2009, mantenendo invariate le modalità del divieto. Con il successivo provvedimento n. 16813 del 26 febbraio 2009, la Commissione ha poi deliberato la proroga fino al 31 maggio 2009 del divieto delle vendite allo scoperto in scadenza il 28 febbraio, mantenendo invariate le modalità del divieto.

Al prevalere di condizioni di mercato più distese, il divieto è stato prorogato fino al 31 luglio 2009 rendendone tuttavia meno restrittive le modalità<sup>47</sup>. A partire dalla fine di luglio la Commissione ha rimosso il divieto, fatte salve limitazioni previste per le società oggetto di aumento di capitale<sup>48</sup>, richiamando fermamente tutti gli operatori al pieno rispetto delle regole di negoziazione e di consegna dei titoli nei tempi stabiliti dalle disposizioni normative e regolamentari vigenti. Nell'ottobre 2009, l'Istituto ha previsto la possibilità di derogare al divieto di vendite allo scoperto su titoli di società che avevano in corso operazioni di aumento di capitale su richiesta motivata dagli emittenti stessi<sup>49</sup>. Infine, con efficacia a partire dal 1° dicembre 2009, è stata deliberata la completa rimozione del regime restrittivo in materia di vendite allo scoperto (ferma restando l'efficacia del provvedimento con riferimento alle società oggetto di aumenti di capitale deliberati entro il 30 novembre)<sup>50</sup>.

Oltre a graduare nel tempo la portata del divieto di vendite allo scoperto, la Consob ha svolto un'intensa attività di controllo sulle motivazioni alla base di mancate puntuali consegne di azioni nella fase del regolamento dei contratti di borsa (cosiddetti *fail*), al fine di individuare possibili violazioni del divieto e potenziali abusi di mercato; ha altresì avviato alcuni procedimenti sanzionatori contestando il mancato rispetto dell'obbligo di agire con diligenza e correttezza al fine di assicurare l'integrità dei mercati. Poiché nella maggior parte dei casi le violazioni accertate riguardavano operatori non residenti, l'Istituto ha attivato la cooperazione internazionale con le omologhe Autorità di vigilanza estere.

I temi afferenti alle vendite allo scoperto sono attualmente oggetto di un ampio dibattito anche in ambito internazionale, con riferimento in particolare alla necessità di una maggiore trasparenza sulle posizioni cosiddette "corte"<sup>51</sup>. Il Cesr, in un rapporto del marzo 2010, auspica che la Commissione Europea adotti specifiche iniziative legislative in materia e suggerisce un doppio regime di trasparenza: un *reporting* nei confronti delle Autorità di vigilanza quando l'entità delle posizioni supera una determinata soglia (fissata allo 0,2 per cento del capitale dell'emittente); una *disclosure* al

<sup>47</sup> Delibera 16904 del 27 maggio 2009. In base a tale decisione, per la vendita di azioni di società quotate nei mercati regolamentati e ivi negoziate rilevava la mera disponibilità dei titoli: veniva pertanto meno l'obbligo in base al quale la vendita di azioni di banche e di imprese di assicurazione e delle relative holding doveva essere assistita sia dalla disponibilità che dalla proprietà dei titoli. Per le società che al momento dell'entrata in vigore del provvedimento risultavano oggetto di aumento di capitale la vendita di azioni doveva, invece, essere assistita oltre che dalla disponibilità dei titoli anche dalla proprietà. Per tali società è stato dunque confermato, fino alla conclusione dell'operazione di aumento di capitale, il regime più restrittivo già in vigore.

<sup>48</sup> Delibera 16971 del 28 luglio 2009.

<sup>49</sup> Delibera 17034 del 14 ottobre 2009.

<sup>50</sup> Delibera 17078 del 26 novembre 2009.

<sup>51</sup> Tale espressione fa riferimento non solo alle posizioni collegate a vendite allo scoperto, ma a tutte le posizioni ribassiste in qualsiasi forma detenute (in particolare, attraverso operazioni in derivati).

mercato quando le posizioni corte superano una soglia più elevata (0,5 per cento del capitale dell'emittente)<sup>52</sup>.

Il *reporting* delle posizioni corte o ribassiste alle Autorità può generare un flusso informativo molto prezioso per l'attività di vigilanza: esso potrebbe consentire di accertare se pressioni ribassiste, simili a quelle che si sono verificate fra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, siano imputabili all'accumularsi di posizioni corte, al fine di meglio valutare l'efficacia di provvedimenti di divieto di vendite allo scoperto rispetto all'obiettivo di preservare l'integrità del mercato e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Non convergenti sono le valutazioni riguardanti il rapporto costi/benefici della *disclosure* al mercato delle posizioni corte dei singoli operatori. La *disclosure* potrebbe, infatti, disincentivare l'assunzione di posizioni corte (posizioni che, come prima accennato, possono avere un effetto positivo sul mercato, perché ne aumentano la liquidità e l'efficienza informativa), ovvero innescare comportamenti imitativi tali da amplificare le pressioni ribassiste.

Il regime proposto dal Cesr ha valenza di standard tecnico rispetto al quale i Paesi membri sono impegnati a conformarsi ai sensi dello statuto dello stesso Cesr. Il Cesr, in particolare, raccomanda la pronta adozione del regime da parte dei paesi che già hanno i poteri regolamentari per introdurlo, mentre gli altri dovrebbero adottarlo sulla base del cosiddetto *best effort*, cioè nella misura in cui è possibile alla luce del quadro normativo vigente.

Nel caso dell'Italia, la disciplina dettata dal Tuf consente alla Consob di richiedere informazioni sulle posizioni corte agli intermediari abilitati e ai soggetti ammessi alle negoziazioni; tuttavia le medesime richieste non possono essere formulate, attraverso provvedimenti di carattere generale, ai committenti finali. L'introduzione di un regime di *reporting* delle posizioni corte nel nostro paese darebbe quindi un quadro informativo molto parziale e rischierebbe di essere di scarsa utilità. Sembrerebbe poi da escludere la sussistenza del potere di introdurre obblighi di trasparenza verso il mercato sia per gli intermediari che per i committenti finali.

Più in generale, nelle more di un intervento normativo a livello comunitario, l'introduzione di regimi di trasparenza non pienamente uniformi fra i Paesi membri e non definitivi potrebbe generare costi eccessivi e incertezze fra gli operatori. Saranno probabilmente necessari, quindi, ulteriori approfondimenti, analisi e confronti con il mercato prima di addivenire a norme legislative vincolanti per gli Stati membri.

Nel corso del 2009 la Consob ha avviato un'intensa attività di vigilanza sull'adempimento degli obblighi di trasparenza *post-trade* sulle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati e sul possesso da

<sup>52</sup> Cesr, *Model for Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, marzo 2010.

parte dei canali di diffusione delle informazioni scelti dagli intermediari negoziatori dei requisiti di chiarezza, comprensibilità e accessibilità previsti dalla normativa comunitaria, dalla regolamentazione e dalle linee guida nazionali.

Al fine di verificare l'avvenuta pubblicazione delle informazioni *post*-negoziazione ed eventuali incongruenze fra l'informativa resa disponibile al pubblico e quella segnalata alle Autorità di vigilanza, si è proceduto, con riguardo a un campione di soggetti abilitati, ad analizzare e confrontare i dati disponibili all'Istituto in applicazione del regime di *transaction reporting*<sup>53</sup> con le informazioni pubblicate dagli intermediari.

Gli approfondimenti condotti hanno in alcuni casi evidenziato incertezze applicative degli obblighi derivanti dai regimi di trasparenza e di *transaction reporting*, suggerendo la necessità di avviare azioni di *policy* mirate a fornire chiarimenti e linee guida.

Per quanto riguarda i requisiti di chiarezza, comprensibilità e accessibilità dei canali di diffusione delle informazioni scelti dagli intermediari (mercati regolamentati, Mtf, soggetti terzi o sistemi proprietari), è stato rilevato un grado di accessibilità alle informazioni pubblicate non pienamente soddisfacente.

Le scelte effettuate dai soggetti abilitati hanno comportato, infatti, una consistente frammentazione dei canali utilizzati e delle informazioni, soprattutto con riguardo all'adempimento degli obblighi di trasparenza degli strumenti finanziari diversi dalle azioni; tale frammentazione e la mancanza di standard di pubblicazione predefiniti a livello europeo non creano i presupposti per lo sviluppo di iniziative di mercato volte a offrire un efficiente servizio di consolidamento dei dati, a differenza di quanto accade in altri Paesi dell'Unione Europea.

La Consob ha altresì condotto un'indagine, in collaborazione con l'Associazione Bancaria Italiana (Abi), in merito all'adeguatezza – in termini di affidabilità e *business continuity* – dei canali scelti dai soggetti abilitati per adempiere agli obblighi di pubblicazione. Tale materia è stata disciplinata con la Comunicazione del 1° ottobre 2009, prevedendo specifiche raccomandazioni sugli obblighi di trasparenza e di continuità operativa delle funzioni ritenute essenziali per l'operatività dei mercati e dei canali di comunicazione e pubblicazione delle informazioni sugli scambi.

<sup>53</sup> Si ricorda che, con riferimento alla trasparenza *post trade* relativa alle azioni ammesse a negoziazione su un mercato regolamentato dell'Unione Europea, gli intermediari negoziatori con riguardo agli scambi avvenuti al di fuori dei mercati regolamentati e degli Mtf (cosiddetti scambi *over the counter* o Otc), devono rendere pubbliche, entro pochi minuti dall'esecuzione, alcune informazioni sintetiche sulla transazione. Le disposizioni in materia di *transaction reporting* prevedono che i dati sulle transazioni in strumenti finanziari quotati su un mercato regolamentato europeo ed eseguite Otc siano comunicate dagli intermediari (o soggetti terzi agenti per loro conto) all'Autorità nazionale di riferimento.

L'indagine è stata mirata a verificare le modalità con cui i soggetti abilitati hanno dato attuazione agli obblighi di pubblicazione delle informazioni *post-negoiazione*, con specifico riferimento all'indicazione di elementi la cui presenza non è obbligatoria ai sensi delle disposizioni regolamentari; la verifica ha altresì riguardato le modalità di implementazione delle raccomandazioni in tema di continuità operativa da parte dei soggetti che gestiscono i canali di pubblicazione delle informazioni.

Con riguardo al primo aspetto, è emersa la necessità di migliorare la fruibilità delle informazioni pubblicate, mentre con riguardo al secondo aspetto si è potuto evincere, in generale, il rispetto delle disposizioni normative e delle indicazioni fornite nella citata Comunicazione del 1° ottobre 2009.

Particolarmente impegnativa è stata anche l'attività di vigilanza e di *enforcement* in materia di abusi di mercato. Un caso di particolare rilievo, per la complessità degli accertamenti e la delicatezza della materia, ha riguardato un'indagine su fatti inerenti alla comunicazione da parte di un analista, operante per conto di un intermediario residente nel Regno Unito, di informazioni sulla tempistica di pubblicazione di una ricerca su un emittente quotato italiano nonché sulle valutazioni in essa contenute, ad alcuni clienti istituzionali nei giorni precedenti la pubblicazione della ricerca stessa.

La Consob e la Fsa inglese hanno svolto indagini parallele focalizzate su fattispecie differenti: la Consob ha mirato la propria attività all'accertamento di ipotesi di abuso di informazioni privilegiate da parte dell'analista autore della ricerca, mentre la Fsa si è concentrata sulla violazione di regole di condotta. Tale circostanza riflette una prassi ormai consolidata nei rapporti di cooperazione internazionale, in base alla quale le indagini in materia di abusi di mercato sono svolte e coordinate direttamente dalle Autorità di vigilanza dello Stato ove ha sede il mercato regolamentato in cui gli strumenti finanziari sono negoziati e che, conseguentemente, siano tali Autorità ad accertare le violazioni e a irrogare le sanzioni.

In esito alle indagini svolte, nell'agosto 2009 la Consob ha irrogato sanzioni per circa 3,3 milioni euro nei confronti dell'autore della ricerca e ad altri dipendenti della filiale italiana dell'intermediario in questione per avere comunicato l'informazione privilegiata relativa all'imminente pubblicazione della ricerca a 7 gestori italiani e per aver disposto l'acquisto di azioni dell'emittente oggetto della ricerca, per conto di fondi gestiti, utilizzando l'informazione privilegiata.

Tale decisione rappresenta, in ambito europeo, la prima applicazione della normativa sugli abusi di mercato a un caso in cui l'informazione *price sensitive* afferisce alla pubblicazione di una ricerca finanziaria: si tratta, in particolare, di un esempio di informazione privilegiata concernente indirettamente l'emittente che ricade fra quelle indicate dal Cesr nelle linee guida di livello 3 applicative della direttiva sugli abusi di mercato.

### 3 La vigilanza sulla prestazione di servizi di investimento

L'industria dell'intermediazione mobiliare in Italia è connotata da un assetto fortemente orientato all'attività distributiva, piuttosto che a una logica di "servizio al cliente". Questo modello di *business* congiuntamente alla ricordata dipendenza della raccolta bancaria dalle emissioni obbligazionarie hanno condizionato profondamente le modalità concrete di recepimento della MiFID da parte degli intermediari.

La Consob, a partire dal 2007, ha modulato l'azione di vigilanza verso iniziative volte a favorire l'applicazione della MiFID da parte dell'industria dell'intermediazione mobiliare. Gli interventi dell'Istituto si sono articolati in una prima fase di indirizzo, nell'ambito della quale sono stati forniti al mercato chiarimenti interpretativi anche mediante l'elaborazione di misure di livello 3<sup>54</sup>, e in una successiva fase di analisi e confronto con i principali operatori tesa a verificare le modalità di attuazione della disciplina.

L'azione di vigilanza ha riguardato, in particolare, i principali gruppi bancari in termini di volumi e margini commissionali da servizi di investimento nonché di dimensioni delle reti distributive utilizzate per l'offerta dei medesimi servizi. Nei confronti di tali intermediari sono state avviate nel corso del 2009 indagini ispettive mirate, in continuità con l'attività ricognitiva svolta l'anno precedente, con la quale si era proceduto ad acquisire, mediante cicli di incontri con gli esponenti aziendali degli operatori coinvolti, informazioni sulle strategie adottate per fronteggiare il cambiamento normativo.

In occasione delle verifiche ispettive, tese ad accertare lo stato del processo di aggiornamento dei sistemi operativi aziendali, particolare attenzione è stata riservata alle politiche e ai criteri di remunerazione dei servizi, ai sistemi di incentivazione del personale, alle logiche sottese alla redazione dei *budget* e alle modalità di distribuzione alla clientela *retail* di obbligazioni proprie.

Nel corso del primo semestre 2009, infatti, le banche esaminate hanno distribuito prevalentemente prodotti propri e/o di società del gruppo, privilegiando i titoli obbligazionari<sup>55</sup>.

Dalle evidenze raccolte si evince che le strategie, le politiche commerciali e i *budget* economico-reddituali degli intermediari sono definiti dalla capogruppo secondo un approccio incentrato prevalentemente sugli obiettivi di vendita dei prodotti e spesso in assenza di un effettivo controllo

<sup>54</sup> Si veda il §2 del successivo Capitolo III "L'attività regolamentare".

<sup>55</sup> Relativamente al campione di banche esaminate e al periodo oggetto di rilevazione (primo semestre 2009), le obbligazioni bancarie, con un controvalore lordo collocato pari a circa 26 miliardi di euro (si prescinde quindi dalle obbligazioni scadute nel periodo), costituiscono oltre la metà del controvalore "lordo" dei prodotti finanziari collocati; seguono i titoli di Stato (circa 15 miliardi), le quote di Oicr (poco più di 6 miliardi) e le polizze a contenuto finanziario.