ATTI PARLAMENTARI

XVI LEGISLATURA

CAMERA DEI DEPUTATI

Doc. XXVIII
n. 2

RELAZIONE

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

(Anno 2009)

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

Presentata dal Ministro dell'economia e delle finanze

(TREMONTI)

Trasmessa alla Presidenza il 2 agosto 2010

TIPOGRAFIA DEL SENATO

PAGINA BIANCA

INDICE

A. LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO ..... *Pag.* 23

I Il contesto economico e istituzionale ..... » 25
II L'attività di vigilanza ..... » 55
III L'attività regolamentare ..... » 77
IV L'attività di *enforcement* e i rapporti con l'Autorità Giudiziaria ..... » 98
V Le linee di indirizzo per il 2010 ..... » 115

B. L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO ..... » 133

I Le società ..... » 135
II I mercati ..... » 154
III Gli intermediari e le famiglie ..... » 180

C. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB ..... » 199

I La vigilanza sulle società ..... » 201
II La vigilanza sui mercati ..... » 235
III La vigilanza sugli intermediari ..... » 250
IV I provvedimenti sanzionatori e cautelari ..... » 267
V L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali ..... » 280
VI Le relazioni internazionali ..... » 299
VII I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob .. » 316
VIII La gestione interna e le relazioni con l'esterno ..... » 326

D. NOTE METODOLOGICHE ..... » 337

PAGINA BIANCA

OSSERVAZIONI SULLA RELAZIONE ANNUALE DELLA CONSOB PER L'ATTIVITA' SVOLTA NEL CORSO DELL'ANNO 2009

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 2009, per il successivo inoltro al Parlamento.

Il documento illustra l'attività svolta dalla Commissione durante l'anno di riferimento e le linee di indirizzo e di programma che l'Istituto intende seguire, indicando al tempo stesso le questioni aperte nelle materie di competenza istituzionale.

La relazione si inserisce anche quest'anno in un contesto istituzionale ed economico caratterizzato dalla crisi e dalle turbolenze che hanno interessato i mercati finanziari. L'analisi di tale situazione ha quindi rappresentato una premessa indispensabile per le priorità da conferire alle attività di vigilanza di competenza dell'Istituto. La crisi ha infatti messo in luce, da un lato, le criticità derivanti da una incompiuta armonizzazione del quadro normativo e, dall'altro, la necessità di una riforma degli assetti istituzionali della supervisione finanziaria.

Tenendo pertanto conto delle specificità di tale contesto, la relazione evidenzia le proposte legislative della Commissione Europea del dicembre 2009 finalizzate alla realizzazione di una nuova architettura istituzionale per favorire l'elaborazione di regole armonizzate, nonché uniformi prassi di vigilanza e di applicazione delle norme.

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 2009 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.

La relazione offre preziosi spunti per formulare osservazioni in merito al contesto istituzionale ed economico, all'attività di vigilanza e a quella regolamentare, all'attività di *enforcement* e ai rapporti con l'Autorità giudiziaria, alle linee di indirizzo per il 2010.

***

1) Contesto istituzionale ed economico

L'impatto della crisi originatasi nel mercato statunitense per poi diffondersi sui mercati finanziari di tutto il mondo, compresi quelli europei ha conosciuto il periodo di massima intensità, come è noto, fra la fine del 2008 e l'inizio del 2009. Le turbolenze che hanno caratterizzato la dinamica dei mercati hanno chiamato le Autorità di vigilanza ad un impegno eccezionale per ristabilire la fiducia, garantire l'ordinato svolgimento degli scambi e la piena trasparenza dell'informativa societaria. Le misure di supporto e sostegno al sistema finanziario sono state numerose e ingenti, comprendendo interventi pubblici di salvataggio e nazionalizzazione di alcuni istituti in maggiore difficoltà, estensione dei regimi di garanzia dei depositi, garanzie pubbliche sull'emissione di passività bancarie, facilitazioni nell'accesso alle operazioni di rifinanziamento con le banche centrali ed elevata offerta di liquidità.

Per quanto concerne l'architettura istituzionale dell'attività di vigilanza, spicca la riforma proposta dalla Commissione Europea che si sviluppa su due pilastri: il primo

consiste nell'istituzione di un Comitato Europeo per il rischio sistemico (*ESRB*), con funzioni di vigilanza macroprudenziale; il secondo nell'istituzione di un Sistema europeo delle Autorità di vigilanza finanziaria (*ESFS*). Quest'ultimo, a sua volta, comprende tre nuove Autorità europee (*European Supervisory Authorities – ESAs),* un Comitato di coordinamento congiunto (*Joint Committee*) delle suddette e le Autorità nazionali di vigilanza.

Le tre nuove Autorità europee di vigilanza microprudenziale sono competenti rispettivamente per il settore bancario (*EBA*), per quello assicurativo e dei fondi pensione (EIOPA), per la trasparenza e l'integrità dei prodotti e dei mercati finanziari (*ESMA*)

L'intervento riformatore è completato da una direttiva (c.d. "direttiva omnibus I") di modifica delle direttive dei settori bancario, assicurativo e dei mercati finanziari, al fine di assegnare alle tre *ESAs* il potere di emanare "standard tecnici vincolanti" (*binding technical standards, o BTS),* che porteranno ad un "*single rulebook*" al fine di eliminare, per le aree di più elevato contenuto tecnico, la possibilità di arbitraggi regolamentari da parte degli Stati membri. Inoltre, le *ESAs* avranno il potere di adottare decisioni vincolanti (*binding mediation*) per le autorità di vigilanza nazionali, qualora queste ultime debbano cooperare tra loro ovvero coordinarsi o assumere decisioni congiunte e non riescano a trovare un accordo.

Nella relazione viene segnalato come, sul piano istituzionale, un aspetto che rischia di indebolire l'attività di controllo in materia di trasparenza e correttezza, nel nuovo disegno di riforma, riguarda il fatto che gli interessi generali considerati meritevoli di tutela continuano a porsi su livelli differenziati. Infatti, mentre l'obiettivo di stabilità trova una esplicita codifica nel Trattato, al contrario la protezione degli investitori non trova analogo riconoscimento, contenendo lo stesso Trattato soltanto un

generico riferimento agli "interessi economici" dei consumatori. Gli obiettivi di protezione degli investitori, di integrità ed efficienza dei mercati dovrebbero trovare, invece, un'adeguata codificazione nella disciplina comunitaria "primaria", allo scopo di rafforzare la legittimazione politica e istituzionale della nuova Autorità europea preposta ai controlli di trasparenza e di correttezza dei comportamenti con riferimento ai mercati mobiliari – ossia la *European Securities and Markets Authority* (*ESMA*).

La Commissione sottolinea come tali obiettivi potrebbero essere raggiunti attraverso la codifica nel Trattato di un modello di vigilanza per finalità che attribuisse competenze di regolamentazione e vigilanza a due sole Autorità, equiparate nello *status* istituzionale e responsabili, rispettivamente, per la stabilità e per la correttezza e trasparenza dei comportamenti. Sebbene il dibattito sui modelli di vigilanza sia ancora aperto e siano prevalse considerazioni pragmatiche in ordine alla maggiore fattibilità di un progetto basato su tre Autorità europee la Commissione Europea riconosce che in futuro si dovrà adottare un approccio diverso. Il Rapporto de Larosière aveva, infatti, indicato il modello per finalità, di cui la Consob continua a essere promotrice e sostenitrice, come il punto di arrivo del percorso evolutivo degli assetti istituzionali della vigilanza.

Il processo di riforma istituzionale in corso va apprezzato e sostenuto con impegno in quanto risponde ad una forte esigenza di superamento della frammentazione del sistema di vigilanza tra autorità nazionali a favore di iniziative normative finalizzate a realizzare meccanismi centralizzati di condivisione e analisi delle informazioni macroprudenziali e a incentivare forme istituzionali di stretto coordinamento nell'azione di vigilanza, attraverso la creazione di un sistema europeo di supervisori nazionali.

La Commissione sottolinea opportunamente nella relazione che è indispensabile contribuire in maniera attiva e incisiva al processo normativo e regolamentare europeo,

anche mediante il potenziamento della presenza nella nuova Autorità europea di settore (ossia l'*ESMA*) con personale di adeguato livello professionale, in grado di aggregare il consenso e di orientare i negoziati su posizioni che riflettono i rischi e le specificità del sistema finanziario domestico.

In merito a tale ultimo aspetto, in vista della prossima trasformazione del *CESR* in *ESMA*, sarebbe necessario pensare ad iniziative che consentano al personale della Consob, attraverso opportune formule organizzative, di poter svolgere la propria attività professionale presso la predetta Autorità europea di settore. Ciò consentirebbe un duplice vantaggio sia per *ESMA* sia per la Consob sotto il profilo di quantità e qualità nello svolgimento dell'attività di entrambe.

La crisi, inoltre, ha contribuito a determinare un profondo cambiamento di vedute e di approcci da parte delle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari e degli Organismi internazionali relativamente ad alcune importanti questioni di *policy*, alla definizione e allo studio di nuovi standard regolamentari e alla necessità di implementare il coordinamento delle iniziative di vigilanza tese a fronteggiare gli sviluppi della crisi.

Per questa ragione, nel 2009, vi è stata una fortissima crescita degli impegni internazionali della Consob, necessari per assicurare il contributo ai diversi gruppi deputati alla definizione e allo studio di nuovi standard regolamentari.

***

2) Attività di vigilanza

Altrettanto impegnativa è stata l'attività di supervisione in ambito nazionale, così come l'attività connessa all'emanazione della normativa secondaria, necessaria per

completare il processo di pieno adeguamento del quadro normativo domestico alle direttive comunitarie.

In corrispondenza delle fasi più intense della crisi, la Consob ha tempestivamente posto in essere una serie di interventi di vigilanza di diversa natura in materia di integrità dei mercati, informativa societaria, correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari al fine di assicurare la massima protezione degli investitori.

Con riferimento alla vigilanza sull'informativa finanziaria e, tenuto conto dei rilevanti effetti che la crisi ha avuto sull'economia reale e sulle società quotate, la Consob ha rivisitato i criteri per l'individuazione degli emittenti che presentano situazioni di tensione finanziaria o problemi di continuità aziendale da assoggettare ad obblighi di informativa periodica più stringenti rispetto a quelli definiti, in via generale, dalle norme del Testo Unico della finanza e dalle disposizioni attuative del regolamento Emittenti, al fine di rendere gli stessi criteri più chiari e trasparenti per il mercato.

Sul delicato tema della *disclosure* per società che versano in condizioni di difficoltà, si deve osservare che 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.

La Consob è inoltre intervenuta con raccomandazioni di carattere generale per richiamare l'attenzione delle società quotate ad una corretta applicazione dei principi contabili internazionali rispetto alle voci di bilancio e ai modelli di valutazione delle

poste contabili più sensibili agli effetti della crisi e al peggioramento del quadro congiunturale.

La vigilanza sull'andamento dei mercati è stata intensa ed assidua ed ha condotto, in concomitanza con il riaccendersi di forti turbolenze nell'andamento dei corsi azionari nel primo trimestre 2009, alla proroga dei provvedimenti restrittivi in materia di vendite allo scoperto. Successivamente al 31 luglio 2009, la Commissione ha provveduto a rimuovere tale divieto facendo comunque salve talune limitazioni previste per le società oggetto di aumento di capitale.

L'attività di vigilanza è stata intensa anche nel settore delle gestioni e dell'intermediazione finanziaria anche se essa in Italia, diversamente da altri paesi europei, non appare avere risentito di crisi di liquidità.

Relativamente all'attività di vigilanza sulla prestazione dei servizi di investimento, nel 2009 l'azione della Consob è proseguita secondo i piani già definiti negli anni precedenti al fine di verificare la corretta attuazione della normativa introdotta a seguito del recepimento in Italia della Direttiva MiFID. A completamento dell'attività di vigilanza è stata pianificata la conduzione di indagini ispettive mirate, dirette ad accertare lo stato del processo di aggiornamento dei sistemi operativi aziendali. Le criticità più significative sono emerse con riguardo ai criteri di classificazione dei prodotti, alle metodologie di profilatura della clientela e ai modelli di valutazione dell'adeguatezza. All'esito degli accertamenti ispettivi la Commissione ha ordinato alle banche interessate la rimozione delle criticità specificamente individuate.

Con particolare riferimento all'abolizione della regola della concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, introdotta dalla Direttiva MiFID, unitamente agli sviluppi tecnologici e ai cambiamenti strutturali in corso nei mercati dei capitali, la Commissione sottolinea nella relazione che il consolidamento delle informazioni *pre* e

post-negoziazione e la trasparenza delle negoziazioni assumono particolare rilievo per la tutela dell'investitore e per la garanzia di ordinato svolgimento delle negoziazioni, a fronte del rischio che la crescente tendenza alla frammentazione degli scambi determini un peggioramento della qualità dell'informazione disponibile al pubblico.

Tra le criticità evidenziate nella relazione, si fa riferimento al tema relativo all'applicazione dei requisiti di trasparenza *pre* e *post-trade* agli strumenti finanziari diversi dalle azioni ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati. Ciò in quanto la mancata armonizzazione in questa area compromette l'attività di vigilanza sulla regolarità degli scambi sui mercati secondari di obbligazioni e altri strumenti finanziari *non equity* e crea spazi per arbitraggi regolamentari fra diversi ordinamenti. L'Italia ha introdotto gli obblighi in discorso partecipando attivamente alle iniziative del *CESR* ed inviando anche una lettera alla Commissione Europea recante, tra le altre, indicazioni sulla necessità di una maggiore trasparenza *post-trade* per gli strumenti *non equity* e sollecitando un intervento in tal senso attraverso una modifica alla MiFID.

I lavori di revisione della Direttiva MiFID, che dovrebbero avviarsi entro luglio 2010 con la pubblicazione di un documento di *advice* del *CESR*, costituiranno l'occasione per promuovere una maggiore armonizzazione nell'interpretazione e applicazione della disciplina comunitaria, al fine di ridurre i rischi di arbitraggi regolamentari e le possibili ripercussioni negative sulla piazza finanziaria italiana nonché di contrastare la tendenza alla diminuzione del livello di trasparenza delle negoziazioni.

In tale ottica la Consob, nella continuità della sua attiva contribuzione ai lavori del *CESR*, intende avviare un confronto con il mercato per valutare le criticità per l'attività di intermediazione mobiliare e per il funzionamento dei mercati derivanti dalle citate problematiche.

***

3) Attività regolamentare

La relazione dà altresì conto del completamento delle iniziative di revisione della normativa primaria e secondaria in materia di mercati finanziari, collegato alla trasposizione nell'ordinamento nazionale delle direttive del Piano d'azione per i servizi finanziari della Commissione Europea (direttiva sul Prospetto, direttiva *Transparency* e Direttiva OPA).

L'attività riguardante il recepimento delle direttive sulla revisione contabile e sui diritti degli azionisti, il perfezionamento della disciplina relativa alle materie delle offerte pubbliche di acquisto e dei consulenti persone fisiche, è stata caratterizzata da un'intensa collaborazione con questo Ministero.

In data 12 marzo 2010 la Consob ha concluso l'iter di approvazione (avviato nell'aprile del 2008) della nuova disciplina sulle operazioni con parti correlate effettuate, direttamente o tramite società controllate, da società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

La nuova disciplina riunisce in un unico disegno gli obblighi di informazione continua e periodica e i principi in materia di procedure che le società quotate e diffuse devono adottare al fine di assicurare condizioni di correttezza nell'intero processo di realizzazione con parti correlate.

Come lo scorso anno occorre, tuttavia, rilevare che i tempi necessari all'adozione di taluni provvedimenti regolamentari appaiono molto lunghi.

Infatti solo nel marzo di quest'anno è stato deliberata la disciplina regolamentare di attuazione dell'articolo 2391–*bis* del codice civile in materia di operazioni correlate (introdotto nel dicembre 2004). Peraltro il regime di trasparenza delle operazioni con

parti correlate entrerà in vigore soltanto dal 1° ottobre 2010, mentre le regole relative alle procedure decisionali interne avranno efficacia dal 1° gennaio 2011.

Non risultano inoltre ancora definite le norme di attuazione previste dal decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229, con il quale è stata recepita nell'ordinamento nazionale la direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto (OPA): sebbene, in questo caso, le nuove disposizioni intervenute nel corso del 2009 abbiano reso necessari nuovi approfondimenti da parte dell'Autorità di vigilanza si devono sottolineare le difficoltà operative, segnalate a questo Ministero da diversi *stakeholders*, derivanti dall'assenza di un quadro regolamentare univoco.

L'occasione per una verifica in ordine ai tempi e alle procedure dell'attività normativa 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, in ossequio alla disciplina della *better regulation.* Al contempo, andrebbe tenuta in conto l'esigenza che tali principi non si traducano in regole rigide che comportino un ulteriore aggravio dei tempi dell'attività regolamentare.

Si auspica che il provvedimento regolamentare anzidetto, sottoposto ad una seconda consultazione nei primi mesi del 2010, possa essere presto approvato.

La Consob è chiamata ad emanare entro il mese di settembre anche la disciplina di attuazione del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 con il quale è stata recepita la direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti delle società quotate: la tempestiva approvazione delle relative norme regolamentari appare essenziale per il corretto svolgimento della prossima stagione assembleare.

La Consob, insieme alla Banca d'Italia, ha fornito il proprio contributo all'elaborazione dello schema di regolamento concernente i contratti relativi agli strumenti finanziari derivati sottoscritti da regioni ed enti locali, ai sensi dell'articolo

62, comma 3, del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, così come modificato e integrato dall'articolo 3, comma 1, della legge 22 dicembre 2008, n. 203. In particolare la scelta dell'approccio metodologico individuato in quello schema di regolamento è stata effettuata tenendo conto delle proposte formulate dalla Banca d'Italia e dalla Consob. A seguito della consultazione pubblica sul predetto schema di regolamento, che ha evidenziato talune non trascurabili perplessità sulla effettiva capacità della metodologia proposta di fornire agli enti interessati uno strumento di valutazione della convenienza dell'operazione e dei rischi in essa insiti, il Ministero sta svolgendo ulteriori approfondimenti al fine dell'elaborazione di un nuovo schema di regolamento. In materia di controlli, il predetto schema di regolamento, in coerenza con la normativa primaria e nel rispetto dell'autonomia degli enti interessati, conferma l'esercizio da parte del Ministero di un controllo solo sulla presenza degli elementi informativi richiesti e non un controllo sulla convenienza dell'operazione. Si prevede comunque che il contratto sia trasmesso alla Banca d'Italia e alla Consob per le finalità proprie di ciascuna Autorità di vigilanza: in particolare per quanto riguarda la Consob, il riferimento è all'esercizio della vigilanza sul rispetto da parte degli intermediari controparti degli enti nelle operazioni in derivati del rispetto degli obblighi di trasparenza e correttezza. Si sottolinea, a tale riguardo, che è in corso di ultimazione l'iter per l'approvazione del regolamento da emanarsi ai sensi dell'articolo 6, comma 2-*sexies*, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) che definisce i clienti professionali pubblici e i criteri di identificazione dei soggetti pubblici i quali, a richiesta, possono essere trattati come clienti professionali.

I riflessi della crisi finanziaria sull'economia reale hanno avuto effetti rilevanti sulle società quotate italiane, determinando tensioni e problemi di continuità aziendale che hanno reso necessario un articolato complesso di interventi, anche di carattere

generale, sui contenuti dell'informativa contabile e finanziaria resa dagli emittenti. La Consob ha rivisitato – come si è in precedenza accennato - 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 generali. Ciò al fine di rendere più chiari e trasparenti per il mercato i criteri per l'individuazione degli emittenti da assoggettare a tali obblighi, più omogenee e standardizzate le richieste di informativa al pubblico e di precisare meglio le modalità di graduazione degli obblighi stessi. A tale riguardo sono state apportate significative modifiche al Regolamento Emittenti, finalizzate a introdurre 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. È stata inoltre modificata la disciplina degli obblighi di informazione periodica in materia di rendicontazione finanziaria e degli obblighi di informazione continuativa in materia di assetti proprietari.

***

4) Attività di *enforcement* e rapporti con Autorità Giudiziaria

Nel corso del 2009, l'attività di *enforcement* della Consob si è avvalsa intensamente dello strumento di vigilanza ispettiva. Merita sicuro apprezzamento l'incremento che si è registrato rispetto agli anni precedenti del ricorso agli accertamenti ispettivi in termini sia quantitativi sia qualitativi. In particolare sono state concluse 29 ispezioni che hanno interessato trasversalmente tutte le aree di interesse istituzionale coinvolgendo non solo intermediari finanziari ma anche emittenti quotati, società di revisione e una società di gestione di un mercato regolamentato.

Oltre a permettere l'avvio di procedimenti sanzionatori, talvolta particolarmente incisivi, l'attività ispettiva ha consentito di attuare una vigilanza preventiva e di segnalare l'attenzione della Consob su specifici temi. Si collocano in questa ottica, in particolare, le verifiche ispettive finalizzate ad accertare, nell'ambito della più ampia verifica dell'adeguamento alla MiFID, le soluzioni adottate dai principali intermediari bancari per la distribuzione dei prodotti illiquidi presso la clientela al dettaglio.

Per quanto riguarda l'attività sanzionatoria, nel 2009 si è registrato un significativo incremento dell'entità delle sanzioni applicate, riconducibile essenzialmente alle condotte illecite accertate in materia di abusi di mercato (*insider trading* e manipolazione). A fronte della sostanziale stabilità del numero dei procedimenti conclusi e dei provvedimenti sanzionatori complessivamente adottati, il controvalore complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate si è più che triplicato, passando dai 6,5 milioni di euro nel 2008, ai 21,1 milioni nel 2009.

Si tratta di un volume di attività significativo non solo sotto il profilo quantitativo, ma anche per la rilevanza delle operazioni di mercato interessate in questi anni dall'azione della Consob, talune delle quali oggetto di iniziative anche in ambito penale, tuttora in corso. Nel 2009 è infatti proseguita l'intensa attività di collaborazione con la competente Autorità Giudiziaria attraverso i contributi forniti, sia sotto forma di trasmissione di dati relativi ai soggetti vigilati sia di documenti, informazioni e chiarimenti su istruttorie svolte o in corso di svolgimento.

Nella relazione viene sottolineata la possibilità di interventi migliorativi dell'impianto sanzionatorio del TUF, già segnalati nella precedente relazione 2008 che, pur preservandone la necessaria capacità di deterrenza, rendano le sanzioni più flessibili e proporzionate alla gravità degli illeciti accertati. La Commissione riferisce che la riforma dovrebbe avere l'obiettivo di ripristinare, lasciando inalterati gli attuali importi

massimi fissati dal TUF, i minimi edittali vigenti prima dell'entrata in vigore della legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262) per rendere più flessibile lo strumento sanzionatorio senza, tuttavia, inficiarne l'attuale capacità afflittiva e dissuasiva in presenza di comportamenti illeciti connotati da maggiore gravità.

Nel corso del 2009 è proseguita la collaborazione tra Consob e Banca d'Italia al fine di dare attuazione al Protocollo d'intesa stipulato dalle due Autorità in data 31 ottobre 2007 ai sensi dell'art. 5, comma 5-*bis* del TUF. In particolare, al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sugli intermediari, in data 8 settembre 2009 è stato siglato un accordo (entrato in vigore il successivo 15 settembre 2009) per disciplinare le modalità di scambio reciproco dei dati statistici acquisiti nello svolgimento delle rispettive attività di vigilanza con riferimento all'area dei servizi di investimento e del risparmio gestito.

Inoltre, con la Convenzione sottoscritta dal Presidente della Consob e dal Capo della Polizia di Stato si è voluto realizzare l'obiettivo di sviluppare procedure di collaborazione utili a prevenire e reprimere attacchi informatici, di matrice criminale o terroristica, contro i sistemi informativi, per la tutela della sicurezza del sistema finanziario, nel quale operano infrastrutture informatizzate di particolare rilievo nazionale. Sono in fase di definizione accordi in materia di contrasto ai fenomeni del riciclaggio e del finanziamento al terrorismo con l'Unità di Informazione Finanziaria (Uif), Banca d'Italia e Guardia di Finanza.

***

5) Linee di indirizzo per il 2010

Nella relazione vengono segnalate le principali strategie di intervento della Commissione sotto il profilo del rafforzamento dell'informativa finanziaria e la

governance degli emittenti quotati, anche attraverso la costituzione di unità specializzate - nell'ambito delle strutture preposte alla vigilanza sui mercati secondari - in grado di interagire con gli emittenti e con gli analisti finanziari e di verificare che l'informativa al mercato rifletta tutti gli elementi necessari per meglio garantire l'efficienza del processo di formazione dei prezzi. Relativamente alla prestazione dei servizi di investimento, l'obiettivo fondamentale rimane quello di avviare un'azione di verifica sistematica sul campo dell'effettivo rispetto delle norme sull'adeguatezza e sui conflitti di interesse al fine di innalzare il livello di tutela degli investitori.

A questo approccio di vigilanza, incentrato sul controllo della correttezza dei comportamenti degli intermediari, come rilevato nella relazione, è necessario però affiancare una diversa impostazione della regolamentazione e dei controlli sull'informativa sul "prodotto" nella fase di sollecitazione e offerta al pubblico al fine di offrire agli investitori elementi che consentono di apprezzare immediatamente il profilo di rischio-rendimento dei prodotti e di confrontarlo con prodotti simili presenti sul mercato. Tale obiettivo richiede un miglioramento dell'informativa agli investitori, soprattutto con riferimento ai cosiddetti prodotti *non equity*, cioè quelli diversi dalle azioni e dagli strumenti rappresentativi di capitale di rischio di emittenti quotati, e in particolare a quelli strutturati e complessi.

La soluzione di tali problematiche potrà essere realizzata quando diverranno pienamente operative le modifiche alla nuova Direttiva sui fondi comuni (cosiddetta Ucits IV) e alla direttiva Prospetto, anche se ciò richiederà verosimilmente un tempo non breve. Tuttavia la Consob ritiene comunque utile continuare a sviluppare e applicare al proprio interno modelli quantitativi per il calcolo e l'aggiornamento del profilo di rischio dei prodotti *non equity* distribuiti presso la clientela *retail*.

Tali indicatori saranno utilizzati per monitorare il grado di sofisticazione dei prodotti distribuiti presso i risparmiatori, per valutare la corretta rappresentazione della complessità dei prodotti stessi e per verificare la capacità degli intermediari "produttori" e distributori di applicare metodologie adeguate per la valutazione del livello di rischio.

La Consob, inoltre, è da tempo impegnata anche nell'attuazione di iniziative finalizzate all'innalzamento del livello medio della cultura finanziaria degli investitori *retail*, anche allo scopo di rafforzare i presupposti alla base di scelte di investimento consapevoli nonché alimentare la fiducia nei mercati finanziari.

La recente crisi ha riproposto con evidenza le criticità legate al basso livello di educazione finanziaria nel nostro Paese nonché la necessità di interventi mirati e al tempo stesso capillari, sia per il novero delle Istituzioni che dovrebbero essere coinvolte sia per la platea dei destinatari che dovrebbero essere raggiunti. Compatibilmente alla disponibilità di risorse umane e finanziarie, è pertanto nei programmi della Consob avviare iniziative di educazione finanziaria che, riflettendo i principi e le indicazioni della finanza comportamentale, siano tese a migliorare non solo la capacità di giudizio degli investitori, ma anche l'attitudine a riconoscere le principali "trappole" comportamentali che possono inficiare il processo decisionale.

Per quanto riguarda infine la gestione finanziaria dell'Autorità, la Commissione ha segnalato che le entrate contributive hanno registrato di necessità un incremento di 25,2 milioni di euro rispetto al 2009, dovuto alla riduzione del fondo a carico dello Stato (-7,5 milioni), al minor importo dell'avanzo disponibile 2009 (-4,5 milioni) e delle altre voci di entrata (essenzialmente interessi attivi; -2,0 milioni) e alla crescita della spesa preventivata per il 2010 (+11 milioni). In particolare nella relazione viene evidenziato che la previsione di una contribuzione a carico del bilancio dello Stato costituisce diretta conseguenza delle funzioni esercitate dall'Istituto e delle attività di interesse generale da

esso svolte le quali, pertanto, non possono essere finanziate unicamente a carico degli operatori del mercato. Nonostante la rilevanza di tali attività, la misura del trasferimento dall'erario ha subito negli anni una continua decurtazione, passando da circa 27,8 milioni di euro nel 2004 a circa un milione di euro nel 2010, fino a risultare di 508 mila euro per il 2011. Al riguardo la Consob sottolinea come le determinazioni assunte con l'ultima legge finanziaria e le previsioni per gli anni successivi di fatto pongono il finanziamento dell'Istituto a carico del mercato, generando effetti potenzialmente negativi sulla capacità di intervento in tutti i settori di attività e di perseguimento degli obiettivi istituzionali.

È naturalmente opportuno che la Consob mantenga una costante tensione al monitoraggio dei costi della vigilanza, perseguendo l'obiettivo di migliorare l'efficienza della gestione. Ciò assume maggiore rilievo in una difficile fase congiunturale, in cui tutte le amministrazioni pubbliche sono chiamate a intraprendere iniziative di contenimento dei costi. Nel caso delle autorità di vigilanza finanziate dagli stessi vigilati, il contenimento dei costi contribuisce anche al miglioramento dei risultati economici di operatori oggi sottoposti a rilevanti difficoltà. La produttività dei processi richiede a tutte le organizzazioni un'attività di manutenzione continua, finalizzata al migliore utilizzo delle risorse umane e strumentali. Il controllo di gestione supporta anche sul fronte dell'efficacia, permettendo una migliore programmazione degli obiettivi, attraverso il confronto tra i risultati dell'attività di regolamentazione e vigilanza e i relativi costi.

PAGINA BIANCA

A – Le questioni in corso e le linee di indirizzo

PAGINA BIANCA

Il contesto istituzionale ed economico 1

Nel 2008 si sono dispiegati gli effetti di una crisi finanziaria senza precedenti nella storia del Dopoguerra. Le quotazioni azionarie nei mercati dei principali paesi avanzati si sono pressoché dimezzate; i titoli bancari sono arrivati a perdere fino all'80 per cento del loro valore.

L'impatto della crisi sui mercati finanziari ha conosciuto il periodo di massima intensità fra la fine del 2008 e l'inizio del 2009. Gli eventi innescati dall'insolvenza della banca d'affari americana Lehman Brothers, resa nota al mercato il 15 settembre 2008, hanno scosso profondamente la fiducia degli operatori, alimentando un clima di fortissima tensione e incertezza. Le turbolenze che hanno caratterizzato la dinamica dei mercati hanno chiamato le Autorità di vigilanza a un impegno eccezionale per ristabilire la fiducia, garantire l'ordinato svolgimento degli scambi e la piena trasparenza dell'informativa societaria.

A partire dalla metà di marzo del 2009 le turbolenze dei mercati finanziari si sono in parte attenuate e la volatilità è tornata su valori analoghi a quelli registrati prima del *default* Lehman. Tuttavia, nonostante l'andamento complessivamente positivo dei mercati nel 2009, i corsi azionari rimangono largamente inferiore ai livelli *pre*-crisi. Nel 2008 il mercato italiano ha perso quasi il 50 per cento, mentre in Europa e negli Usa la flessione si è attestata rispettivamente attorno al 44 e al 34 per cento. Nel 2009 i mercati azionari in Italia, Europa e Stati Uniti hanno guadagnato il 20 per cento, mentre nel primo trimestre del 2010 vi è stata una correzione dell'1 per cento circa in Italia e in Europa e una crescita pari a quasi il 4 per cento negli Usa. Dal 2008 a marzo 2010, complessivamente il mercato italiano ha perso poco meno del 40 per cento, mentre quello europeo e quello americano hanno perso, rispettivamente, il 33 e il 18 per cento circa.

Le misure di supporto e sostegno al sistema finanziario sono state numerose e ingenti, comprendendo interventi pubblici di salvataggio e nazionalizzazione di alcuni istituti in maggiore difficoltà, estensione dei regimi di garanzia dei depositi, garanzie pubbliche sull'emissione di passività bancarie, facilitazioni nell'accesso alle operazioni di rifinanziamento con le banche centrali ed elevata offerta di liquidità. A fronte del graduale riassorbimento delle tensioni e delle turbolenze che hanno caratterizzato i periodi più acuti della crisi, istituzioni nazionali e internazionali hanno iniziato a riflettere sulla rimozione – pur con la necessaria gradualità – delle misure di protezione (cosiddetta *exit strategy*) per permettere al sistema

finanziario di ritornare a operare in condizioni fisiologiche e ordinate senza aiuti pubblici, eliminando, allo stesso tempo, gli incentivi all'adozione dei comportamenti che sono stati all'origine della crisi.

In molte giurisdizioni, inoltre, sono state attivate per la prima volta opzioni di intervento urgenti, come il divieto di vendite allo scoperto di titoli azionari, delle quali non erano pienamente conoscibili a priori costi e benefici.

Per quanto riguarda le regole e gli assetti istituzionali, è stata messa in discussione la capacità di tenuta di quasi tutti i comparti della regolamentazione del sistema finanziario, da quella sui requisiti di capitale a quella sui principi contabili, per l'attitudine a creare un sistema di incentivi distorto e deresponsabilizzante; è emersa la necessità di rivedere l'approccio tradizionalmente improntato all'autodisciplina in alcuni settori del mercato finanziario, tra i quali quello delle agenzie di rating, dei fondi speculativi e dei mercati cosiddetti *over-the-counter*, e di dettare standard più vincolanti in materia di *governance* delle imprese, soprattutto per ciò che riguarda le politiche di remunerazione dei manager e di gestione dei rischi; sono stati proposti progetti di riforma dell'assetto istituzionale della supervisione finanziaria in Europa e negli Usa.

La crisi ha dunque contribuito, da un lato, a determinare un profondo cambiamento di vedute e di approcci da parte delle Autorità di vigilanza e degli Organismi internazionali su alcune importanti questioni di *policy* e, dall'altro, ad accelerare il dibattito e l'adozione di iniziative concrete già precedentemente in discussione in altri campi.

Questi sviluppi hanno comportato una fortissima crescita degli impegni internazionali della Consob, necessari per assicurare il proprio contributo ai gruppi deputati alla definizione e allo studio di nuovi standard regolamentari e al coordinamento delle iniziative di vigilanza tese a fronteggiare gli sviluppi della crisi. Complessivamente l'Istituto ha partecipato a oltre 190 riunioni internazionali, di cui 122 in ambito Cesr e 26 in ambito Iosco.

I successivi paragrafi daranno conto di tale attività in dettaglio, partendo dall'illustrazione delle implicazioni del processo di riforma dell'assetto istituzionale della supervisione finanziaria in Europa per l'attività istituzionale (§1) e analizzando, poi, gli sviluppi che caratterizzeranno l'evoluzione della disciplina comunitaria in materia di valori mobiliari (§2) e le iniziative in corso da parte dei principali gruppi e istituzioni internazionali in materia di definizione di standard e prassi armonizzate di vigilanza relativamente alle aree di interesse istituzionale (§3 e §4).

Altrettanto impegnativa è stata l'attività di supervisione in ambito domestico, illustrata analiticamente nei successivi Capitoli II ("*L'attività di vigilanza*") e IV ("*L'attività di* enforcement *e i rapporti con l'Autorità giudiziaria*"), così come l'attività connessa all'emanazione della normativa secondaria, dettagliatamente illustrata nel successivo Capitolo III ("*L'attività*

regolamentare"), necessaria per completare il processo di pieno adeguamento del quadro normativo domestico alle direttive comunitarie.

In corrispondenza delle fasi più intense della crisi, la Consob ha tempestivamente posto in essere una serie di interventi di vigilanza di diversa natura in materia di integrità dei mercati, informativa societaria, correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari al fine di assicurare la massima protezione degli investitori.

La vigilanza sull'integrità del mercato è stata intensa e assidua e ha condotto, in concomitanza al riaccendersi di ulteriori forti turbolenze nell'andamento dei corsi azionari nei mesi di febbraio e nella prima metà di marzo 2009, alla proroga fino al 31 maggio dei provvedimenti restrittivi in materia di vendite allo scoperto inizialmente adottati il 22 settembre 2008. Tali provvedimenti sono stati ulteriormente prorogati, pur graduandone l'intensità, fino al 31 luglio 2009 (si veda anche il §2 del successivo Capitolo I "*L'attività di vigilanza*").

Sono state emanate, inoltre, 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 a Banca d'Italia e 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).

In coincidenza con una fase di maggiore stabilità dei mercati finanziari, la Consob, come più diffusamente illustrato nel successivo Capitolo II, è stata anche impegnata in numerose iniziative di vigilanza di particolare delicatezza, riguardanti il recepimento della MiFID da parte degli intermediari, il collocamento di prodotti finanziari particolarmente complessi, i controlli di qualità delle società di revisione, l'informativa finanziaria resa dalle società in crisi, la definizione di orientamenti di *policy* in materia di *governance* delle società quotate e il regime delle vendite allo scoperto.

Nel corso del 2009 è proseguita la collaborazione tra Consob e Banca d'Italia al fine di dare attuazione al Protocollo d'intesa stipulato dalle due Autorità in data 31 ottobre 2007 ai sensi dell'art. 5, comma 5-*bis*, del Tuf.

In particolare, al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sugli intermediari, è stato siglato, in data 8 settembre 2009, un accordo per disciplinare le modalità di scambio reciproco dei dati statistici acquisiti nello svolgimento delle rispettive attività di vigilanza con riferimento all'area dei servizi di investimento e del risparmio gestito. Tale accordo, entrato in vigore il 15 settembre 2009, ha rinnovato e integrato un precedente Protocollo d'intesa sottoscritto dalle due Autorità in data 9 febbraio 2001. Sempre nella prospettiva di contenere gli oneri e i costi a carico degli intermediari, Consob e Banca d'Italia hanno anche rafforzato l'attività di coordinamento ai fini dello svolgimento dei rispettivi interventi di vigilanza.

Sono in fase di definizione accordi in materia di contrasto ai fenomeni del riciclaggio e del finanziamento al terrorismo con l'Unità di Informazione Finanziaria (Uif), Banca d'Italia e Guardia di Finanza. I tempi per la conclusione di tali accordi riflettono la necessità di assicurare la piena coerenza delle disposizioni ivi previste al fine di garantire l'efficace coordinamento soprattutto degli interventi di natura ispettiva.

Un valido strumento di coordinamento si è dimostrato il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria[1], presieduto dal Ministro dell'Economia e composto dal Governatore della Banca d'Italia e dai Presidenti di Consob e Isvap, riunitosi 5 volte nel corso del 2009.

Ciascuna Autorità, nell'ambito delle proprie competenze, apporta in esso tempestivi contributi di conoscenza e valutazione. Il confronto aperto tra le Istituzioni sulle misure per fronteggiare le crisi ha consentito 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.

Nel 2009 la Consob ha inoltre partecipato alle riunioni del Comitato di Sicurezza Finanziaria[2]. Le norme vigenti assegnano al Comitato, che è presieduto del Direttore Generale del Tesoro, specifici compiti di 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. Nel 2009 il Comitato si è riunito più volte e in 14 occasioni la Consob ha fornito il proprio parere in merito a decisioni su specifiche questioni operative.

[1] 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.

[2] Il Comitato è stato istituito con Decreto Legge 12 ottobre 2001, convertito con legge 14 dicembre 2001 n. 431, subito dopo gli attentati dell'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 è composto da rappresentanti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, del Ministero degli Affari Esteri, del Ministero della Giustizia, del Ministero dell'Interno, della Consob, della Banca d'Italia, dell'Unità di Informazione Finanziaria, della Guardia di Finanza, dell'Arma dei Carabinieri, della Direzione Nazionale Antimafia e della Direzione Investigativa Antimafia.

Le audizioni parlamentari sono state un utile e proficuo strumento di dialogo con le Istituzioni, rappresentando, come di consueto, un'importante occasione per riferire sull'attività d'Istituto e per fornire contributi tecnici su questioni di rilievo. Nel corso del 2009 in 4 occasioni la Consob è stata ascoltata da Commissioni parlamentari di Camera e Senato nell'ambito di programmi di audizioni su materie di interesse istituzionale.

La Consob si è sempre impegnata per mantenere il quadro regolamentare e l'approccio di vigilanza il più possibile allineato con la normativa comunitaria e con gli standard internazionali (in particolare, con i principi Iosco). Positivo è stato il riconoscimento del Fondo Monetario Internazionale (Fmi) sia in esito al Fsap (*Financial Sector Assessment Program*), che è stato pubblicato nel 2005, sia nel corso dei successivi incontri tenutisi con cadenza annuale fra i rappresentanti del Fondo e le Autorità italiane (visite *ex* art. IV dello Statuto del Fondo). Nel corso del 2010 l'Italia sarà nuovamente sottoposta a una verifica di carattere generale ad opera del *Financial Stability Board* (Fsb) nel quadro della nuova attività condotta dallo stesso, anche in collaborazione con il Fmi, volta a verificare l'attuazione degli standard internazionali.

1 Gli assetti istituzionali della vigilanza finanziaria nell'Unione Europea

I problemi emersi in occasione della crisi finanziaria hanno messo in luce, ancora prima delle criticità derivanti da una incompiuta armonizzazione del quadro normativo, la necessità di una riforma degli assetti istituzionali della supervisione finanziaria.

Ne è scaturito un ampio e articolato dibattito, culminato con le proposte legislative della Commissione Europea del dicembre 2009[3] che delineano una nuova architettura istituzionale volta a promuovere regole armonizzate e prassi uniformi di vigilanza e applicazione delle norme. Le proposte si ispirano in linea generale alle raccomandazioni del gruppo di alto livello presieduto da Jacques de Larosière pubblicate il 25 febbraio 2009, assumendo tuttavia per alcuni aspetti connotati diversi.

La riforma proposta si sviluppa su due pilastri: il primo consiste nell'istituzione di un Consiglio Europeo per il rischio sistemico (Esrc); il secondo nell'istituzione di un Sistema europeo delle Autorità di vigilanza finanziaria (Esfs). Quest'ultimo dovrebbe comprendere un Comitato di coordinamento congiunto (*Joint Committee*), tre nuove Autorità europee

[3] Tali proposte si basano sulle Comunicazioni della Commissione (rispettivamente, del 4 marzo e del 29 maggio 2009) che delineavano un piano d'azione per la riforma della regolamentazione e della vigilanza finanziaria in Europa e lanciavano una consultazione delle parti coinvolte. Il Consiglio europeo si è peraltro espresso favorevolmente su tali documenti il 19 giugno 2009.

(*European Supervisory Authorities – ESAs*), dotate di personalità giuridica, e le Autorità di vigilanza nazionali[4]. Il *Joint Committee* avrà il compito di favorire la cooperazione e la coerenza degli approcci di vigilanza adottati dalle tre Autorità europee, soprattutto rispetto ai conglomerati finanziari e alle istituzioni attive su base transfrontaliera. Le Autorità europee, specializzate per settore, replicherebbero l'attuale ripartizione delle responsabilità fra i Comitati di livello 3 (Cebs, Ceiops e Cesr[5]), vigilando rispettivamente su banche, compagnie di assicurazione e mercati mobiliari. Le Autorità nazionali, infine, continueranno a esercitare la vigilanza sui singoli soggetti nazionali[6], ad eccezione delle agenzie di rating, che è previsto siano assoggettate a una vigilanza centralizzata a livello europeo, secondo modalità ancora da definire.

Nel novembre 2009 era stato raggiunto l'accordo politico sulle citate proposte legislative nell'ambito del Consiglio dei Ministri Economico-Finanziari dell'Unione Europea (Ecofin) con riferimento ai poteri delle *ESAs* in materia di definizione di standard tecnici, raccomandazioni basate anche sulle cosiddette "revisioni tra pari" (*peer review*), interventi in caso di violazioni della normativa comunitaria e in situazioni di emergenza[7]; su tali proposte si dovrà pronunciare il Parlamento Europeo.

La nuova architettura delle Autorità di vigilanza non si sostituisce al modello Lamfalussy ma ne rappresenta un'evoluzione; la produzione della normativa comunitaria continuerà, infatti, a basarsi su direttive di primo e secondo livello e su regolamenti direttamente applicabili. La sostanziale riproposizione di un modello di vigilanza simile a quello attuale, basato sui Comitati di livello 3 specializzati per soggetti, è in parte giustificata dalla necessità di un approccio graduale e pragmatico al fine di accelerare il

[4] *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, Brussels, 23.9.2009, COM(2009) 499 final; Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Banking Authority, Brussels, 23.9.2009, COM(2009) 501 final; Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Securities and Markets Authority, Brussels, 23.9.2009, COM(2009) 503 final.*

[5] Il Cesr (*Committee of European Securities Regulators*) è il Comitato che riunisce le Autorità di vigilanza sui mercati finanziari dei paesi europei; il Cebs (*Committee of European Banking Supervisors*) riunisce le Autorità di vigilanza delle banche; il Ceiops (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) è competente per le compagnie di assicurazione.

[6] Tale decisione trova giustificazione anzitutto nella prossimità delle singole autorità nazionali ai soggetti vigilati e agli utenti dei servizi finanziari. Rispetto agli operatori transfrontalieri, invece, continuano a operare e saranno centrali nella nuova architettura i cosiddetti "collegi di supervisori", costituiti dai rappresentanti delle autorità nazionali competenti a diverso titolo sulle attività. Sinora il concreto operare di tali collegi è rimasto condizionato al consenso e all'iniziativa successiva delle singole autorità nazionali coinvolte; la riforma si adopera per un loro potenziamento, prevedendo che le nuove Autorità europee vi partecipino come osservatori e si impegnino per favorire il buon operare all'interno del collegio. A differenza della proposta originaria della Commissione, tuttavia, il testo non prevede più la possibilità per l'Autorità europea di intervenire per assicurare la composizione di eventuali divergenze tra Autorità nazionali.

[7] *Council of the European Union, Financial Stability Arrangements and Crisis Management, Draft Council Conclusions*, n. 16434/2009, Brussels, 20 November, 2009; *Council of the European Union, Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council establishing a European Securities and Markets Authority (ESMA) - Presidency Compromise, n. 16751/1/09, Brussels, 7 December 2009.*

processo di riforma. Alla luce dei forti vincoli istituzionali esistenti, tale approccio individua una strada politicamente percorribile nel breve termine; non si può negare, infatti, che l'attuale proposta sia perfettibile con riguardo a taluni profili molto rilevanti per l'efficacia della riforma stessa.

Le proposte di regolamento attuali non attribuiscono poteri di vigilanza diretti alle nuove Autorità. Solo agli standard tecnici di natura applicativa elaborati dalle ESAs, infatti, è riconosciuta natura vincolante (peraltro subordinata all'intervento favorevole della Commissione Europea secondo la procedura di *endorsement*)[8]. Ciò rende meno agevole la convergenza delle regole e delle prassi di vigilanza in ambito europeo; parimenti difficile appare la realizzazione di un "codice" unico di regole armonizzate (*single rule book*) indicato come uno degli obiettivi fondamentali della riforma[9].

Il modello di vigilanza europea prefigurato dalla proposta di riforma non supera, inoltre, l'attuale frammentazione istituzionale. Un sistema fondato su 5 nuovi organismi potrebbe pregiudicare la tempestività delle reazioni necessarie per prevenire e fronteggiare rischi di nuove crisi e per assicurare un'adeguata tutela dei risparmiatori.

Sul piano istituzionale, un aspetto che rischia di indebolire l'attività dei controlli di trasparenza e correttezza riguarda il fatto che gli interessi generali considerati meritevoli di tutela continuano a porsi, nel nuovo disegno di riforma, su livelli differenziati. L'obiettivo di stabilità trova una codifica nel Trattato (i cui articoli prefigurano, peraltro, anche la possibilità di attribuire la vigilanza prudenziale alla Banca Centrale), mentre la protezione degli investitori – tipica delle autorità di vigilanza dei mercati mobiliari – non trova analogo riconoscimento, contenendo il Trattato soltanto un generico cenno agli "interessi economici" dei consumatori.

Gli obiettivi di protezione degli investitori dovrebbero trovare, invece, un'adeguata codificazione nella disciplina comunitaria "primaria", allo scopo di rafforzare la legittimazione politica e istituzionale della nuova Autorità europea preposta ai controlli di trasparenza e di correttezza dei

[8] È in discussione al Consiglio e al Parlamento Europeo una proposta di direttiva, cosiddetta direttiva *omnibus*, con la quale verranno puntualmente indicati sia i casi nei quali le Autorità potranno adottare norme vincolanti sia i casi nei quali potranno svolgere un ruolo di mediazione. In altre parole, verranno emendate tutte le direttive di settore per prevedere – come attualmente stabilito dal sistema Lamfalussy – in quali casi e su quali materie le Autorità potranno dettare regole vincolanti in aggiunta alle norme di dettaglio di secondo livello, che continueranno a essere emanate secondo la cosiddetta procedura di comitologia.

[9] Secondo il testo di compromesso, l'applicazione delle linee guida elaborate dalle ESAs da parte delle istituzioni nazionali avverrà su base volontaria, secondo il principio *comply or explain*; le Autorità potranno decidere caso per caso se dare pubblicità della mancata attuazione. La natura non vincolante di queste linee guida lascia, pertanto, ampi margini di discrezionalità, i quali non necessariamente saranno eliminati attraverso la pratica della *peer review*, che le Autorità potranno disporre secondo la nuova normativa al fine di identificare divergenze e/o non attuazione degli standard. Sono stati in tal modo anche vanificati gli sforzi del Cesr tesi a rendere maggiormente vincolanti le raccomandazioni emanate attraverso la previsione dei casi specifici nei quali un paese membro poteva non adottare gli standard.

comportamenti con riferimento ai mercati mobiliari – ossia la *European Securities and Markets Authority* (Esma).

Risponderebbe a queste esigenze la codifica nel Trattato di un modello di vigilanza per finalità che attribuisse competenze di regolamentazione e vigilanza a due sole Autorità, equiparate nello *status* istituzionale e responsabili, rispettivamente, per la stabilità e per la correttezza e trasparenza dei comportamenti. Sebbene il dibattito sui modelli di vigilanza sia ancora aperto e, come prima accennato, siano prevalse considerazioni pragmatiche in ordine alla maggiore fattibilità di un progetto che si limiti a trasformare strutture esistenti (piuttosto che crearne di nuove), la Commissione Europea riconosce che in futuro si dovrà adottare un approccio diverso. Il Rapporto de Larosière aveva, infatti, indicato il modello per finalità, di cui la Consob continua a essere promotrice e sostenitrice, come il punto di arrivo del percorso evolutivo degli assetti istituzionali della vigilanza.

Un ulteriore elemento di debolezza istituzionale che potrebbe pregiudicare l'efficacia della vigilanza europea concerne i rapporti tra le nuove Autorità e gli organi di governo dell'Europa (il Consiglio e la Commissione). La procedura di "riconoscimento" (*endorsement*) degli standard emanati dalle Autorità da parte della Commissione Europea può condizionare, di fatto, la regolamentazione del mercato persino in aspetti di dettaglio. Anche l'affidamento al Consiglio e alla Commissione Europea del potere di determinare le condizioni per l'esercizio di alcuni poteri di intervento in casi di urgenza potrebbe impedire alle Autorità di operare con piena indipendenza.

Il ruolo della Commissione Europea si rivela cruciale, infine, anche rispetto a due ulteriori profili che possono limitare l'indipendenza delle Autorità. Il primo concerne la composizione degli organi interni di gestione, che dovrebbero essere costituiti da personale – con requisiti e competenze tecniche adeguati – delle stesse Autorità nazionali. Il secondo riguarda il finanziamento, rispetto al quale la proposta di riforma, pur nell'ambito di un sistema misto[10], affida alla Commissione Europea il compito di individuare l'ammontare complessivo da porre a carico del *budget* generale dell'Unione.

Al di là di tali potenziali debolezze, è comunque indubbio che, in prospettiva, la riforma rafforzerà la centralizzazione a livello europeo della produzione normativa e regolamentare e promuoverà l'unitarietà delle regole tecniche e delle prassi di vigilanza e l'uniformazione dei sistemi sanzionatori; ciò si accompagnerà, verosimilmente, a una forte compressione degli spazi di autonomia e del ruolo delle singole Autorità nazionali.

La nuova architettura istituzionale pone pertanto complesse sfide per la Consob, legate alla necessità di contenere il rischio che una produzione

[10] Il sistema misto prefigurato dal compromesso approvato dal Consiglio prevede contributi a carico dei membri, del bilancio comunitario e dei soggetti direttamente vigilati (agenzie di rating).

normativa sempre più centralizzata e di elevata armonizzazione ignori le peculiarità strutturali del nostro mercato finanziario. È indispensabile, dunque, contribuire in maniera attiva e incisiva al processo normativo e regolamentare europeo, anche mediante il potenziamento della presenza nella nuova Autorità europea di settore (ossia l'Esma) con personale di adeguato livello professionale, in grado di aggregare il consenso e di orientare i negoziati su posizioni che riflettono i rischi e le specificità del sistema finanziario domestico.

2 L'evoluzione del quadro normativo europeo

Alla riforma degli assetti istituzionali della vigilanza si sta accompagnando un intenso processo di revisione e integrazione della disciplina comunitaria in materia di valori mobiliari. Sono emersi con forza, infatti, l'incompiutezza del processo di armonizzazione delineato nel *Financial Services Action Plan* (Fsap) e i limiti dell'approccio alla produzione normativa basato sul cosiddetto sistema Lamfalussy. Sebbene recenti iniziative della Commissione Europea abbiano colmato importanti vuoti normativi relativamente alle agenzie di rating e agli *hedge fund*, per alcuni fenomeni persiste l'assenza di una disciplina armonizzata a livello europeo. Nelle aree dove è stato raggiunto un livello di armonizzazione più elevato sono rimaste frammentazioni dovute a diversità nazionali nelle modalità interpretative della disciplina, nelle prassi di vigilanza e nei regimi sanzionatori, frutto di compromessi raggiunti in esito a negoziati difficili e non equilibrati.

Le diversità nelle modalità applicative e interpretative della disciplina comunitaria e le criticità che ne derivano per l'attività di supervisione – unitamente all'evoluzione dell'operatività dei mercati e degli intermediari – stanno dunque sollecitando un processo di revisione di alcune direttive alla base del Fsap.

Le modifiche al quadro normativo avranno in prospettiva un impatto rilevante sull'attività istituzionale, incidendo su diverse aree che vanno dalla sollecitazione, alla prestazione di servizi di investimento, allo scambio sui mercati secondari di strumenti azionari e di prodotti e strumenti finanziari non rappresentativi di capitale di rischio (prodotti *non equity*).

2.1 Gli strumenti non rappresentativi di capitale di rischio (*non equity*)

Nel caso dei cosiddetti prodotti *non equity* – ossia fondi comuni di investimento, polizze di assicurazione a contenuto finanziario e obbligazioni – si profilano modifiche alla disciplina comunitaria tese a pervenire a un maggiore grado di convergenza delle normative di settore, attualmente abbastanza eterogenee. La vigente normativa comunitaria sui prodotti *non*

equity è, infatti, ampia e articolata e prevede disposizioni in materia di obblighi informativi, regole di condotta, incentivi e conflitti di interessi contenute nelle direttive relative, rispettivamente, ai settori dei valori mobiliari, delle assicurazioni e dei fondi comuni nonché previsioni legislative orizzontali su canali di vendita o pratiche commerciali particolari[11].

Tale quadro normativo manca di coerenza, in quanto prevede obblighi di informazione e regole di condotta non omogenei per prodotti sostanzialmente analoghi sotto il profilo finanziario, benché commercializzati con "vesti giuridiche" e attraverso canali distributivi differenti, e detta standard di *disclosure* basati su un'illustrazione "narrativa" del profilo di rischio-rendimento. Tale standard spesso si rivela inadeguato nel consentire agli investitori *retail* di valutare la coerenza di un determinato prodotto rispetto ai propri obiettivi di investimento e di pervenire a un fondato giudizio sulla convenienza dell'investimento rispetto a operazioni in prodotti simili[12].

In considerazione della centralità che la disciplina comunitaria assegna all'Autorità del paese di origine nelle operazioni di sollecitazione in ambito transfrontaliero (in particolare per i prodotti del risparmio gestito e per le obbligazioni), ulteriori criticità nascono dalla presenza di standard di vigilanza non sempre omogenei fra le diverse Autorità.

Le citate disomogeneità nei regimi normativi e nelle modalità di applicazione della disciplina comunitaria creano opportunità di arbitraggi regolamentari che vanno a detrimento della tutela degli investitori al dettaglio e dello sviluppo equilibrato del mercato dei capitali.

Questi temi sono all'attenzione della Commissione Europea, che ha avviato, con riferimento ai cosiddetti prodotti "preassemblati" (***Packaged retail investment products*** – Prips) destinati agli investitori *retail*, una riflessione approfondita[13]. In particolare, la Commissione Europea delinea un

[11] Direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, Direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari; Direttiva 2002/83/CE relativa all'assicurazione sulla vita e Direttiva 2002/92/CE sull'intermediazione assicurativa; Direttiva 1985/611/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni Oicvm, come modificata, tra le altre, dalla 2001/107/CE in materia di taluni OICVM al fine di regolamentare le società di gestione e i prospetti semplificati e dalla 2001/108/CE in materia di investimenti degli Oicvm (benché sia stata formalmente abrogata con il recepimento della Direttiva 2009/65/CE, cosiddetta Direttiva Ucits IV, tale disciplina sugli Oicvm rimarrà in vigore fino al recepimento della citata Direttiva, che dovrà avvenire entro il 30 giugno 2011, nel nostro ordinamento e in quello degli altri Stati membri); Direttiva 2002/65/CE sulla vendita a distanza di servizi finanziari.

[12] Ad esempio, alcuni prodotti assicurativi del ramo III (polizze *unit linked*) presentano un profilo finanziario analogo a quello dei prodotti tradizionali del risparmio gestito (fondi comuni e Sicav), mentre altri (polizze *index linked*) sono assimilabili per talune caratteristiche alle obbligazioni bancarie strutturate; i prodotti assicurativi del ramo V (polizze a capitalizzazione) si connotano per analogie con le obbligazioni ordinarie; *covered warrant* e *certificates* hanno elementi di strutturazione comuni alle polizze, alle obbligazioni strutturate e ad alcune tipologie di prodotti del risparmio gestito.

[13] Comunicazione relativa ai prodotti di investimento al dettaglio preassemblati del 30 aprile 2009. La Comunicazione si riferisce tuttavia a un sottoinsieme dei prodotti *non equity*, ossia ai fondi comuni di investimento, polizze di assicurazione a contenuto finanziario (*unit- e index-linked*), titoli strutturati e

progetto di armonizzazione della disciplina sulla *disclosure* di sintesi e le regole di vendita applicabili ai prodotti del risparmio gestito tradizionali (Ucits) e assicurativi (*index* e *unit linked*) e ai prodotti strutturati[14].

La disciplina "settoriale" dei prodotti *non equity* è comunque in una fase di profonda evoluzione.

Per ciò che riguarda, ad esempio, i profili di *disclosure* per i prodotti del risparmio gestito tradizionali (fondi comuni armonizzati), alcuni mutamenti significativi sono in corso di adozione a seguito della definitiva approvazione della cosiddetta Direttiva Ucits IV, che innova profondamente la disciplina dei fondi armonizzati introdotta dalla Direttiva 85/611/CEE (Direttiva Ucits)[15]. La revisione della Direttiva Ucits riflette la presa d'atto dell'inadeguatezza del "prospetto semplificato" a garantire un'informativa sintetica, esaustiva e comprensibile sulle caratteristiche dei fondi e provvede a sostituire tale prospetto con un documento contenente le "informazioni chiave per gli investitori" (*Key Investor Information* – Kii). Tale documento dovrà essere redatto in modo chiaro e comprensibile e dovrà fornire agli investitori le informazioni essenziali per assumere decisioni di investimento consapevoli[16].

La disciplina di dettaglio che darà attuazione a tali disposizioni sarà oggetto di misure cosiddette di livello 2, che la Commissione Europea dovrà emanare sulla base della procedura Lamfalussy, e sulle quali il Cesr ha espresso nell'ottobre 2009 il proprio parere tecnico finale.

depositi a termine strutturati. Rispetto all'insieme dei prodotti *non equity* rimarrebbero escluse sostanzialmente le obbligazioni *plain vanilla*.

[14] Nella ricostruzione del Cesr, i Prips potrebbero intendersi sostanzialmente come prodotti che danno un'esposizione ad altri *assets* finanziari che può essere diretta (come nel caso ad esempio dei prodotti del risparmio gestito) o indiretta (attraverso meccanismi di indicizzazione, ad esempio, come nel caso dei prodotti strutturati). Confronta *Cesr's Report on Packaged Retail Investment Products*, novembre 2009 (Cesr/09-814).

[15] Direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm). Tale Direttiva è stata formalmente approvata il 13 luglio 2009 ed è entrata in vigore il 7 dicembre 2009. La scadenza per il recepimento da parte degli Stati membri è fissata entro il 30 giugno 2011. Oltre al tema della sostituzione del prospetto semplificato con un documento di sintesi a consegna obbligatoria più facilmente utilizzabile dall'investitore *retail*, di cui si dirà più avanti nel testo, tra le novità più significative si rilevano: i) l'introduzione del passaporto delle società di gestione; ii) l'introduzione della possibilità di costituire strutture *master/feeder*; iii) la semplificazione e il miglioramento della procedura di notifica dei fondi; iv) la disciplina delle operazioni di fusione tra fondi; v) il rafforzamento delle regole di cooperazione tra Autorità di vigilanza. La direttiva dovrà essere accompagnata da una serie di misure di livello 2 da emanarsi entro il 1° luglio 2010. Per la definizione di tali misure la Commissione Europea, nel mese di febbraio 2009, ha richiesto l'assistenza tecnica del Cesr che, nel corso del 2009, tramite il proprio Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito, presieduto dalla Consob, ha elaborato pareri tecnici sulle varie materie incluse nel mandato (si veda il successivo §3).

[16] Tale documento dovrà essere redatto nel medesimo formato in ogni paese, in maniera concisa, con un linguaggio non tecnico, in modo da agevolarne la comprensione da parte degli investitori, e dovrà contenere informazioni essenziali in merito a: identificazione del fondo, obiettivi e strategia d'investimento, performance storiche (ovvero, per i fondi strutturati, scenari di performance), costi e commissioni, profilo rischio-rendimento. Ognuna di tali informazioni dovrà essere facilmente comprensibile all'investitore senza la necessità di far riferimento ad altri documenti.

In particolare, il Cesr raccomanda che le Kii siano contenute in un documento di non più di 2 pagine in formato A4 (il fronte-retro di un'unica pagina con caratteri di misura opportuna), redatto in maniera chiara, con un linguaggio piano ed evitando l'uso di termini tecnici, denominato "Documento sulle informazioni chiave" (*Key Information Document* – Kid). Il Cesr indica gli standard di contenuto informativo del Kid relativamente ai profili degli obiettivi e delle strategie d'investimento, del rischio-rendimento, dei costi e delle performance storiche. Per ciò che riguarda l'informativa sul profilo di rischio-rendimento, il Cesr suggerisce di adottare un indicatore sintetico di natura qualitativa (ma basato su metodologie quantitative), accompagnato da una spiegazione narrativa dei principali limiti dell'indicatore stesso e da una presentazione dei rischi rilevanti non catturati dalla metodologia che sottende la costruzione di tale indicatore[17]. Il confronto con i consumatori, in più occasioni promosso dalla Commissione Europea e dal Cesr, ha portato infatti a maturare la convinzione che a una descrizione narrativa e prolissa dei rischi e dei rendimenti attesi è preferibile il ricorso a indicatori sintetici di immediata e facile comprensione per gli investitori con limitato livello di educazione finanziaria.

La Commissione Europea ha emanato, sulla base della cosiddetta procedura di comitologia, una prima bozza delle misure di livello 2, che recepiscono le indicazioni del parere tecnico del Cesr. È previsto che tali indicazioni siano definitivamente approvate entro il 30 giugno 2010, assumendo la veste di un regolamento direttamente applicabile in tutto il territorio dell'Unione (senza quindi necessità di recepimento da parte degli Stati membri).

A tali iniziative di revisione degli standard dell'informativa di sintesi sui fondi comuni si affiancheranno altre misure di analoga impostazione relativamente agli strumenti finanziari coperti dalla Direttiva Prospetto[18] (in particolare, le obbligazioni strutturate complesse).

Il compromesso raggiunto in Consiglio nel novembre 2009 sulla proposta di modifica di tale direttiva (concernente sia gli strumenti azionari che gli strumenti finanziari non rappresentativi di capitale di rischio) prevede che il prospetto includa una nota di sintesi (il cosiddetto *summary prospectus*), che dovrà essere un documento breve e di semplice comprensione per gli investitori *retail*. Il documento dovrà contenere le informazioni chiave sul profilo di rischio-rendimento e sui costi, tali da permettere una comparazione con strumenti finanziari simili. La proposta di

[17] L'indicatore sintetico sarà costituito da una scala numerica di numeri interi posti in ordine crescente, da sinistra a destra, che rappresentano il livello di rischio-rendimento dal più basso al più alto. La metodologia per la costruzione dell'indicatore si basa sulla volatilità storica (sebbene questa non rifletta i rischi di credito, di liquidità, di controparte e operativi) e, per i fondi strutturati, sulla volatilità calcolata attraverso una rielaborazione del VaR (sebbene questa non rifletta, ad esempio, i rischi di eventi nelle "code" della distribuzione dei rendimenti).

[18] Direttiva 2003/71/CE.

direttiva è all'esame del Parlamento Europeo, che ha peraltro allo studio una serie di emendamenti alla definizione di informazione chiave per gli investitori.

A questa iniziativa dovranno fare seguito misure attuative che dettaglino il contenuto informativo del *summary prospectus,* modificando la disciplina di secondo livello attualmente in vigore[19].

Per ciò che riguarda in particolare gli strumenti *non equity,* appare condivisa dalle Istituzioni Europee la necessità di un coordinamento fra la proposta di modifica della direttiva Prospetto e il citato progetto di armonizzazione delle regole sui prodotti preassemblati (Prips). Al fine di evitare che per i titoli coperti dalla Direttiva Prospetto rientranti nella definizione di Prips (sostanzialmente le obbligazioni strutturate) vi sia una duplicazione nelle informazioni chiave agli investitori, il documento di sintesi che sarà adottato nell'ambito del progetto Prips potrebbe fungere da *summary prospectus.* La Commissione Europea, in un documento informale, ha evidenziato la possibilità che il concetto di Kii attualmente allo studio per i fondi comuni possa rappresentare un *benchmark* sul quale lavorare per armonizzare l'informativa di sintesi su tutti i Prips[20].

È prevedibile, pertanto, che nell'arco dei prossimi anni giunga a compimento una serie di iniziative regolamentari che condurranno a una piena armonizzazione dell'informativa di sintesi agli investitori *retail* per i prodotti *non equity* coperti dal progetto Prips, sulla base del modello delle Kii delineato per i fondi comuni; l'armonizzazione non includerebbe quindi le obbligazioni ordinarie che non presentano elementi di strutturazione (cosiddette *plain vanilla*).

Più complessa appare invece l'armonizzazione delle regole di vendita e distribuzione (principi generali di agire nel migliore interesse dei clienti, informativa pre-contrattuale resa dagli intermediari collocatori, regole su incentivi e gestione dei conflitti di interessi, prestazione di servizi di consulenza, ecc.) dei prodotti *non equity.* Nella comunicazione sui Prips, la Commissione Europea auspica un'integrale estensione delle regole della MiFID ai prodotti assicurativi e del risparmio gestito (come in parte realizzato in ambito domestico)[21].

[19] Regolamento 809/2004.

[20] Il Cesr ha suggerito che il Kid, come definito nel citato parere tecnico dell'ottobre 2009 alla Commissione Europea nell'ambito delle misure di livello 2 della Ucits IV, venga adottato come riferimento per la standardizzazione e armonizzazione dell'informativa di sintesi per tutti gli altri prodotti Prips (cioè per i prodotti assicurativi e le obbligazioni strutturate).

[21] I prodotti che rientrano nella definizione di strumenti finanziari di cui alla MiFID (pertanto obbligazioni, quote di fondi comuni, derivati, ecc.) sono attualmente sottoposti alle regole di vendita previste dalla MiFID, pur con alcune accezioni di rilievo (le regole della MiFID non si applicano, ad esempio, al collocamento diretto di fondi da parte di società di gestione del risparmio); altri prodotti, quali le polizze assicurative a contenuto finanziario non sono invece soggette alle regole della MiFID. Il Cesr osserva peraltro come alcune disposizioni contenute nella disciplina sui prodotti assicurativi (*Investment Mediation Directive* o Imd) – in particolare, in materia di informativa pre-contrattuale e di disciplina dei servizi di

L'evoluzione del quadro normativo europeo porterà dunque a una maggiore armonizzazione dei regimi di *disclosure* e di collocamento dei prodotti *non equity* strutturati, che dovrebbe creare un effettivo livellamento del campo da gioco (***level playing field***); è verosimile, tuttavia, che questo processo richieda alcuni anni prima di giungere a compimento. Nel medio periodo, rimangono pertanto significativi i rischi per la tutela degli investitori derivanti dalla difficoltà di accesso a informazioni sintetiche, armonizzate e facilmente comprensibili sulle caratteristiche e sul profilo di rischio-rendimento dei prodotti che rendano agevole il confronto fra prodotti simili ma con vesti giuridiche diverse.

Il legislatore nazionale e la Consob hanno da tempo posto in essere iniziative volte a favorire una maggiore convergenza della normativa riguardante i prodotti *non equity*. In particolare, con riguardo alle regole di condotta in fase di sottoscrizione e collocamento, sono state estese ai prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni le norme previste dalla MiFID per gli strumenti finanziari.

Con riferimento alla disciplina sulla trasparenza in fase di sollecitazione, la Consob è inoltre intervenuta sull'offerta al pubblico di fondi comuni italiani e polizze finanziarie, per standardizzare l'informativa contenuta nei documenti di sintesi (rispettivamente la "scheda sintetica" e il "prospetto semplificato"[22]), dei quali è prevista la consegna obbligatoria in fase di sollecitazione. La Consob ha inoltre introdotto indicatori sintetici di natura quantitativa sul profilo rischio-rendimento di immediata e facile comprensione[23].

L'estensione di questo approccio alle obbligazioni bancarie comporterebbe l'inclusione delle medesime informazioni in una sezione del prospetto a consegna obbligatoria (la "nota di sintesi" per i cosiddetti "prospetti completi" o le "condizioni definitive" per i prospetti base). Un intervento di questo tipo trova tuttavia un vincolo nelle disposizioni comunitarie, che non prevedono per gli Stati membri la facoltà di intervenire sugli schemi di prospetto o la possibilità di rendere obbligatoria la consegna della documentazione di offerta o di una parte di essa (la Direttiva 2003/71/CE prevede tale consegna solo "a richiesta del cliente"). La Consob ha avviato nel luglio 2009 una consultazione su una proposta di raccomandazione[24] al fine di invitare gli emittenti a includere nella "nota di

consulenza – potrebbero rappresentare un punto di riferimento più appropriato, integrando utilmente la disciplina della MiFID (confronta *Cesr's Report on Packaged Retail Investment Products*, cit.).

[22] Allegato 1B del Regolamento Emittenti.

[23] Ci si riferisce, in particolare, agli indicatori sintetici definiti secondo un approccio metodologico per la trasparenza di tipo *risk-based* fondato su tre pilastri informativi: i) tabella dell'investimento finanziario e, per taluni prodotti, scenari probabilistici dell'investimento finanziario; ii) grado di rischio e, ove pertinente, grado di scostamento dal *benchmark*; iii) orizzonte temporale di investimento consigliato. Per maggiori dettagli, si veda il §1 del Capitolo III – "*L'attività regolamentare*").

[24] Documento di consultazione del 14 luglio 2009, avente ad oggetto la Raccomandazione sul prospetto d'offerta o di ammissione alle negoziazioni dei prodotti finanziari non rappresentativi di capitale, diversi

sintesi" o nelle "condizioni definitive" informazioni di sintesi standardizzate analoghe a quelle previste per fondi e polizze.

Con una comunicazione interpretativa delle modalità applicative della *disciplina sulle regole di condotta nella prestazione dei servizi di* investimento, con specifico riferimento agli strumenti finanziari illiquidi[25], la Consob ha inoltre raccomandato agli intermediari di mettere a disposizione dei clienti una "scheda informativa" contenente una serie di informazioni essenziali per valutare il profilo di rischio del prodotto[26]. La Commissione ha chiarito che la citata "scheda informativa" può essere rappresentata dalla "scheda sintetica" e dal "prospetto semplificato" per i fondi e le polizze; nel caso delle obbligazioni, invece, qualora la documentazione d'offerta o le condizioni definitive contengano le informazioni essenziali raccomandate nella citata consultazione avviata nel luglio 2009, la "scheda informativa" potrà essere costituita da tale documentazione.

Le azioni adottate dalla Consob per la standardizzazione dell'informativa relativa ai prodotti *non equity* hanno in parte natura di raccomandazioni, giuridicamente non vincolanti, rispetto alle quali non vi sono i presupposti per un'incisiva azione di *enforcement*. Tali misure, inoltre, laddove non adottate anche da altri paesi europei, potrebbero penalizzare il mercato finanziario domestico e creare spazi per arbitraggi regolamentari. I citati tentativi di armonizzazione dell'informazione sintetica per i prodotti *non equity* non si applicano, infatti, ai fondi e alle obbligazioni collocate in Italia da società di gestione del risparmio ed emittenti esteri sulla base del prospetto approvato dall'Autorità del paese di origine (cosiddetto prospetto "passaportato").

2.2 La MiFID e i mercati secondari di strumenti finanziari

L'abolizione della regola della concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, introdotta dalla Direttiva 2004/39/CE (MiFID), unitamente agli sviluppi tecnologici e ai cambiamenti strutturali in corso nei mercati dei capitali, ha posto le premesse per un'intensificazione della concorrenza fra piattaforme di negoziazione (mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione) e per un aumento del livello di frammentazione degli scambi.

In questo contesto, il consolidamento delle informazioni *pre* e *post*-negoziazione e la trasparenza delle negoziazioni assumono particolare rilievo

dalle quote o azioni di Oicr e dai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione: modalità di presentazione e contenuti dell'informativa sul profilo di rischio-rendimento e sui costi.

[25] Comunicazione 9019104 del 2 marzo 2009.

[26] In particolare si suggerisce l'indicazione in un'apposita "scheda informativa" di alcuni elementi informativi, quali costi, *fair value*, valore e modalità di smobilizzo (con particolare riferimento al livello dello *spread* denaro-lettera e ai tempi di esecuzione della liquidazione).

per la tutela dell'investitore e la garanzia di ordinato svolgimento delle negoziazioni, a fronte del rischio che la crescente tendenza alla frammentazione degli scambi determini un peggioramento della qualità dell'informazione disponibile al pubblico.

Per quanto riguarda la materia del consolidamento, la MiFID si limita a raccomandare agli Stati membri di eliminare gli ostacoli che possono impedire il consolidamento a livello europeo; il Cesr ha poi emanato misure di livello III che la Consob ha trasposto nell'ordinamento nazionale. Tali misure non consentono tuttavia di contenere le criticità che si pongono soprattutto con riferimento agli scambi realizzati al di fuori dei mercati regolamentati, vista la tendenza degli intermediari a pubblicare le informazioni attraverso molteplici canali (in prevalenza solo sui propri siti internet) e in un formato spesso incompatibile con un processo di consolidamento. Tale circostanza rende, peraltro, molto complessa e onerosa l'attività di vigilanza sulla correttezza dei dati pubblicati[27].

In materia di trasparenza delle informazioni, il legislatore comunitario della MiFID ha dettato un articolato regime di trasparenza *pre*-negoziazione (*pre-trade*) e *post*-negoziazione (*post-trade*) con riferimento alle azioni, prevedendo peraltro che le norme di trasparenza *pre*-negoziazione possano essere derogate dalle Autorità competenti su istanza degli operatori, al ricorrere di determinate condizioni; ha inoltre rimesso agli Stati membri la facoltà di introdurre obblighi di trasparenza sulle transazioni aventi ad oggetto strumenti non azionari. Su questi temi non si è registrata, tuttavia, una convergenza nella regolamentazione e nell'interpretazione delle disposizioni comunitarie da parte degli Stati membri, con conseguenti ripercussioni sulla qualità del processo di formazione dei prezzi e sul *level playing field* nell'offerta dei servizi di negoziazione. Esempi significativi delle disomogeneità nell'interpretazione e nell'applicazione della disciplina comunitaria emergono con riguardo al regime di autorizzazione alle deroghe alla trasparenza *pre-trade* per i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) e all'inquadramento di iniziative degli operatori che potrebbero sfuggire all'applicazione degli obblighi di trasparenza.

Altrettanto critico è il tema relativo all'applicazione dei requisiti di trasparenza *pre* e *post-trade* agli strumenti finanziari diversi dalle azioni ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati. La mancata armonizzazione in questa area compromette l'attività di vigilanza sulla regolarità degli scambi sui mercati secondari di obbligazioni e altri strumenti finanziari *non equity* e crea spazi per arbitraggi regolamentari fra diversi ordinamenti. L'Italia ha introdotto gli obblighi in discorso e ha partecipato

[27] I dati diffusi risultano, invece, complessivamente affidabili quando sono relativi agli scambi su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf), poiché i principali *dato vendors* europei (ad esempio, Reuters e Bloomberg) raccolgono le informazioni direttamente dalle sedi di negoziazione, procedendo poi a consolidarle e diffonderle in forma aggregata, generalmente per sede di negoziazione.

attivamente alle iniziative del Cesr che, dopo aver pubblicato un rapporto sul tema[28], ha successivamente inviato, anche su impulso di alcuni paesi tra i quali l'Italia stessa, una lettera alla Commissione Europea indicando, tra l'altro, la necessità di una maggiore trasparenza *post-trade* per gli strumenti *non equity* e sollecitando un intervento in tal senso con una modifica alla MiFID.

I lavori di revisione della Direttiva MiFID, che dovrebbero avviarsi entro luglio 2010 con la pubblicazione di un documento di *advice* del Cesr, costituiranno l'occasione per promuovere una maggiore armonizzazione nell'interpretazione e applicazione della disciplina comunitaria, al fine di ridurre i rischi di arbitraggi regolamentari e le possibili ripercussioni negative sulla piazza finanziaria italiana nonché di contrastare la tendenza alla diminuzione del livello di trasparenza delle negoziazioni.

In tale ottica la Consob, nella continuità della sua attiva contribuzione ai lavori del Cesr, intende avviare un confronto con il mercato per valutare le criticità per l'attività di intermediazione mobiliare e per il funzionamento dei mercati derivanti dalle citate problematiche.

I temi sui quali verterà il confronto riguardano, in primo luogo, il regime delle deroghe agli obblighi di trasparenza *pre-trade* per gli strumenti azionari. In particolare, è necessario valutare in quale misura un'eventuale revisione delle soglie che definiscono gli ordini di grandi dimensioni[29] (*large scale orders*) comporti il rischio di un ingiustificato aumento del livello di opacità. Un ulteriore tema concerne la possibile revisione del regime delle deroghe alla trasparenza previste per i sistemi nei quali il prezzo è determinato in relazione a un prezzo di riferimento generato da un altro sistema (cosiddetto *reference price waiver*).

Per ciò che riguarda la disciplina delle sedi di negoziazione (cosiddette *trading venues*), le questioni più rilevanti si riferiscono all'eventuale maggiore uniformità dei requisiti organizzativi applicabili ai mercati regolamentari e agli Mtf e a una più chiara definizione delle caratteristiche che qualificano l'attività di negoziazione di un intermediario come internalizzazione sistematica di ordini (anche alla luce dell'esiguo numero di intermediari che, allo stato attuale, hanno segnalato un'attività di tale tipo). Un altro tema attiene alla possibile inclusione fra le *trading venues* disciplinate dalla MiFID di particolari forme di organizzazione dei servizi di scambio (in particolare i sistemi di incrocio di ordini, ossia i *crossing*

[28] *Transparency of corporate bonds, structured finance products and credit derivatives*, Cesr 09/348. Sul tema si era già espresso il *Financial Stability Board*, in occasione del Rapporto dell'aprile 2008, raccomandando alle Autorità di vigilanza e all'industria di verificare la fattibilità di un sistema in grado di fornire un adeguato livello di trasparenza su prezzi e volumi scambiati sul mercato secondario delle obbligazioni e dei prodotti di strutturati.

[29] Si tratta degli ordini che beneficiano di deroghe alla trasparenza poiché la relativa esecuzione è più esposta al cosiddetto rischio di *market impact*.

network), che allo stato attuale non sono direttamente riconducibili né agli Mtf né agli internalizzatori sistematici.

Infine, per ciò che riguarda la trasparenza sulle negoziazioni di strumenti finanziari diversi dalle azioni (in particolare sugli strumenti obbligazionari), si tratta di valutare, come in precedenza accennato, la fattibilità di un regime di trasparenza *post-trade*, così come auspicato dal Cesr. Tale regime permetterebbe di disporre di un quadro informativo affidabile sugli scambi che si svolgono in larga misura su base bilaterale al di fuori delle *trading venues* disciplinate dalla MiFID (cosiddetti scambi *Over the counter* o Otc), consentendo alle Autorità di attuare una più incisiva azione di vigilanza e di monitoraggio delle dinamiche di mercato e agli intermediari una più efficace implementazione delle procedure per il rispetto della *best execution.*

3 L'attività nell'ambito del Cesr e della Iosco

Nel corso del 2009 i gruppi di lavoro istituiti in ambito Cesr per affrontare le specifiche problematiche emerse con la crisi dei mercati finanziari hanno continuato le attività e hanno pubblicato numerosi rapporti di approfondimento e definizione di standard comuni di vigilanza.

Si segnala, in particolare, il rapporto pubblicato dalla *Task Force Lehman*, che analizza l'impatto della crisi del gruppo statunitense in Europa e individua possibili aree critiche della regolamentazione europea.

Il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito, 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. Nell'ottobre 2009 è stato approvato un documento di consultazione per una definizione armonizzata dei fondi di mercato monetario basata sulle tipologie di investimenti ammissibili. Soltanto i fondi i cui investimenti rispetteranno le scadenze stabilite dal Cesr potranno essere commercializzati come fondi di mercato monetario. 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, con particolare riguardo al ruolo e alle responsabilità del depositario. Sulla base di quanto prodotto dal Cesr, la Commissione Europea ha lanciato una consultazione pubblica finalizzata a valutare eventuali azioni legislative per meglio armonizzare la delicata materia.

Il Gruppo sul risparmio gestito ha inoltre predisposto una serie di documenti finalizzati a prestare assistenza tecnica alla Commissione Europea

nella redazione delle misure di livello 2 di implementazione della Direttiva Ucits IV[30]. Oltre al citato parere tecnico sul contenuto e il formato delle "informazioni chiave" per gli investitori in fondi comuni (*key investor information* o Kii), che andranno a sostituire il prospetto semplificato, discusso in dettaglio al precedente §2, il Gruppo ha predisposto il parere tecnico sulle condizioni necessarie all'operatività del passaporto europeo per le società di gestione, incluse le misure in materia di requisiti organizzativi, conflitti di interesse, regole di condotta, gestione dei rischi e cooperazione internazionale. Nel dicembre del 2009 il Gruppo ha anche finalizzato un secondo parere tecnico sulle misure di attuazione della Direttiva Ucits IV in materia di informazioni da fornire agli investitori in occasione di fusioni transfrontaliere di fondi comuni di investimento e di istituzione di strutture nelle quali un organismo di investimento collettivo (*feeder*) investe tutte le sue attività in un altro fondo (*master*) (cosiddette *master-feeder*) e relative procedure di notifica.

Sono continuati i lavori della *Task Force* congiunta tra i comitati di livello 3 (Cesr, Cebs e Ceiops) in materia di delega di compiti tra le Autorità di vigilanza europee. L'istituzione della *Task Force* risponde alle raccomandazioni formulate dall'Ecofin a dicembre 2007 di analizzare le 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. La *Task Force* ha pubblicato un primo rapporto nell'aprile del 2009 nel quale si esaminano le problematiche e i possibili ostacoli all'istituzione di efficaci meccanismi di delega.

Nell'ambito della Iosco (*International Organization of Securities Commissions*), la Consob ha partecipato attivamente anche ai lavori delle *Task Force*[31] istituite nel 2008 per analizzare le questioni legate alla crisi finanziaria e coordinare le misure regolamentari a livello internazionale a supporto degli obiettivi espressi dal Gruppo del G20. I lavori delle *Task Force* sono proseguiti nel 2009 e hanno dato luogo alla pubblicazione di orientamenti condivisi e di standard internazionali diretti a favorire una maggiore convergenza delle normative nazionali e nelle prassi di vigilanza.

Una delle prime iniziative ha riguardato l'istituzione di 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 luglio 2008), con il compito di analizzare il comportamento degli operatori su tali mercati e l'incidenza di condotte di tipo speculativo. Tale *Task Force* ha presentato le proprie conclusioni il 5 marzo 2009 consentendo al Comitato Tecnico della

[30] Direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm).

[31] *International Organization of Securities Commissions*, organizzazione che riunisce le Autorità di vigilanza sui mercati finanziari dei principali paesi avanzati.

Iosco di emanare raccomandazioni in materia di vigilanza sui mercati di merci.

Successivamente, è stata decisa la creazione di una *Task Force on Short Sales* che ha definito standard internazionali per una maggiore armonizzazione della disciplina in materia di vendite allo scoperto; nel giugno del 2009 il Comitato Tecnico ha pubblicato il rapporto finale in cui si elaborano principi generali comuni sulla trasparenza e la disciplina sulle vendite allo scoperto.

La *Task Force* su "Prodotti e mercati non regolamentati" è stata invece istituita per emanare standard di regolamentazione in materia di trasparenza sui mercati Otc. Nel settembre 2009 il Comitato Tecnico della Iosco ha pubblicato il rapporto finale della *Task Force*, che raccomanda l'introduzione di misure regolamentari per i prodotti strutturati (cartolarizzazioni di crediti) e i derivati sul rischio di credito (*credit default swaps*, Cds).

La Consob ha presieduto, insieme alla *Financial Services Authority* (Fsa), una *Task Force* sulle "Entità finanziarie non regolamentate" avente il compito di approfondire e sviluppare nuovi approcci regolamentari in materia di soggetti quali gli *hedge fund*. Tale *Task Force* ha emanato alcuni principi che devono presiedere alla regolamentazione dei fondi speculativi. È stato, altresì, deciso di avviare un esame del settore attraverso la condivisione delle informazioni da richiedere ai gestori di fondi *hedge*. Tale indagine dovrà essere completata entro settembre 2010.

Particolare rilevanza, infine, hanno assunto i lavori del *Joint Forum* (un gruppo che riunisce delegati del Comitato Tecnico Iosco, del Comitato di Basilea e dell'*International Association of Insurance Supervisors* – Iais) che il 9 gennaio 2010 ha presentato al *Financial Stability Board* il rapporto "*Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation. Key Issues and Recommendations*", che individua le aree nelle quali sono emerse differenze significative tra gli approcci di vigilanza adottati rispettivamente nei settori bancario, finanziario e assicurativo, ovvero sono risultate non assoggettate a regolamentazione (come quella degli *hedge fund*).

4 Le indicazioni del *Financial Stability Board* e la riduzione dei rischi sistemici

Il *Financial Stability Board* (Fsb), al quale la Consob partecipa, ha emanato una serie di raccomandazioni volte a prevenire e a mitigare gli effetti di comportamenti che possono avere impatti negativi a livello sistemico e che possono generare rischi di macro-stabilità. Pur riguardando prevalentemente i profili di stabilità e di vigilanza prudenziale, si tratta di questioni che hanno riflessi importanti anche per i temi della trasparenza e della correttezza, presidiati dai *securities regulators* e sui quali la stessa

Commissione Europea ha avviato riflessioni che potranno preludere a importanti iniziative regolamentari e di indirizzo ai partecipanti al mercato.

Uno dei profili di maggiore rilievo riguarda la regolamentazione della remunerazione degli amministratori di società del settore finanziario (banche e assicurazioni). Gli eventi che hanno caratterizzato la crisi finanziaria hanno infatti reso evidente come meccanismi di retribuzione variabile basati sulle performance di breve periodo, collegati a indicatori di bilancio o all'andamento dei corsi azionari (*bonus* e *stock option*), creino incentivi ad assumere rischi eccessivi, a scapito della sana e prudente gestione, e a manipolare l'informazione finanziaria.

In linea teorica, le opzioni regolamentari per fronteggiare questi rischi sono diverse. Interventi in tema di *corporate governance* possono contribuire a rafforzare il ruolo degli azionisti nelle decisioni in materia di remunerazione, limitando l'influenza che i manager possono avere sulla determinazione delle loro stesse remunerazioni. La previsione di regole di *disclosure* sulle politiche e sul livello delle remunerazioni può contribuire a incrementare il grado di consapevolezza del mercato finanziario sul tema e a rafforzarne l'azione disciplinante e di scrutinio che esso può svolgere. In merito alla struttura delle remunerazioni, interventi regolamentari troppo intrusivi (ad esempio, norme che definiscono limiti o vincoli rigidi alle remunerazioni totali o alle componenti fisse o variabili) devono essere invece valutati con estrema cautela alla luce degli effetti potenzialmente molto negativi sul mercato del lavoro manageriale, sui sistemi incentivanti, sul mercato del controllo societario e sulle possibilità stesse di sviluppo del mercato finanziario.

Alla luce di queste considerazioni, il Fsb ha emanato linee guida ispirate fondamentalmente al principio per cui le remunerazioni devono essere collegate con i rischi assunti (in particolare definendo meccanismi di calcolo che aggiustino le performance alle quali sono collegate le componenti variabili delle remunerazioni per il livello di rischio assunto).

Nella stessa direzione si è mossa anche la Commissione Europea, che ha emanato raccomandazioni in materia di remunerazione degli amministratori. Tali raccomandazioni rappresentano un punto di riferimento per lo sviluppo di iniziative di autoregolamentazione e per l'inserimento nei codici di autodisciplina in materia di *corporate governance* di previsioni più specifiche volte ad allineare i comportamenti delle società agli standard di *best practice* definiti a livello internazionale.

Anche il Comitato per la *corporate governance* presso Borsa Italiana Spa ha adeguato, nel marzo 2010, il Codice di autodisciplina delle società quotate italiane alle indicazioni contenute nelle raccomandazioni della Commissione Europea. I temi di maggiore rilievo riguardano la necessità di collegare la componente variabile della remunerazione a indicatori che misurino, in maniera oggettiva, la performance delle imprese e la creazione di

valore nel lungo periodo e l'opportunità di prevedere che l'esercizio di *stock option* e la cessione delle azioni esercitate o assegnate debba avvenire decorso un periodo di tempo adeguatamente lungo.

Un altro profilo di grande importanza sottolineato dal Fsb riguarda la necessità di creare sistemi di incentivi che inducano gli operatori a canalizzare verso mercati regolamentati o verso sistemi assistiti da controparte centrale le transazioni Otc, in particolare per ciò che riguarda le operazioni in derivati sul rischio di credito. Anche in questo caso la crisi finanziaria ha fatto emergere in tutta evidenza le criticità che nascono dal funzionamento di mercati non regolamentati dove il rischio di controparte può avere un impatto rilevante sulla liquidità e sull'ordinato svolgimento delle transazioni, con effetti che possono assumere natura e impatto sistemico. L'interposizione di controparti centrali non solo consente di minimizzare e di gestire in maniera ottimale il rischio di controparte, ma permetterebbe alle Autorità di avere informazioni più precise sulla dimensione e la dinamica dei mercati Otc.

Anche su questo tema sono in corso riflessioni da parte della Commissione Europea, della Banca Centrale Europa e dei Comitati di livello 3. In particolare, il Cesr e la Banca Centrale Europea hanno elaborato raccomandazioni in materia di gestione dei sistemi di liquidazione dei titoli e di controparti centrali istituiti nell'Unione Europea, pubblicando un rapporto nel maggio 2009. Il Cesr ha inoltre avviato un progetto per valutare la possibilità di estendere gli obblighi di segnalazione alle Autorità di operazioni su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati europei (cosiddetti obblighi di *transaction reporting*) alle operazioni in derivati, concluse anche fuori dai mercati regolamentati, su tali strumenti finanziari. Un'ulteriore iniziativa concerne, infine, la consultazione sui repertori di dati (cosiddetti *trade repository*, che raccolgono informazioni, ad esempio, sul numero delle operazioni, sulle dimensioni delle posizioni in essere, ecc.) attivi nell'Unione Europea allo scopo di sviluppare opzioni regolamentari comuni sulla vigilanza dei soggetti che mantengono informazioni sulle negoziazioni in titoli Otc.

Di particolare rilievo in materia sono anche le proposte legislative allo studio della Commissione Europea, incluse nel progetto di direttiva in materia di sistemi di *post-trading* e infrastrutture di mercato. La proposta di direttiva, attualmente in una fase di consultazione informale con gli Stati membri, introdurrebbe una disciplina di armonizzazione delle società che si pongono come controparti centrali nella negoziazione di titoli e di contratti derivati, prevedendo l'obbligo di avvalersi di controparti centrali per la compensazione dei contratti derivati standardizzati e opportuni presidi di trasparenza (*reporting*) su tutte le transazioni in derivati.

Il Fsb ha, infine, richiamato l'attenzione sul persistere di incentivi a comportamenti caratterizzati dal cosiddetto "azzardo morale". Già si è accennato all'eventualità che meccanismi di remunerazione basati su

performance di breve periodo possano indurre ad assumere rischi troppo elevati. La crisi ha poi rafforzato la convinzione che il settore pubblico sia pronto a intervenire a sostegno delle banche il cui *default* potrebbe avere effetti sistemici troppo rilevanti per essere tollerati (cosiddette *too big to fail*). La stessa congiuntura negativa e le incertezze sulle prospettive di redditività del settore finanziario possono, inoltre, orientare gli operatori a compiere scelte che, pur potendo implicare elevati profitti di breve periodo, comportano rischi insostenibili nel medio e lungo periodo. Il ricorso ad alcuni strumenti ibridi di patrimonializzazione – in particolare i cosiddetti *contingent convertible*, cioè obbligazioni che si trasformano automaticamente in capitale di rischio quando il patrimonio di vigilanza scende sotto determinate soglie – può incentivare l'assunzione di rischi eccessivi e avere un effetto deresponsabilizzante sulle condotte del *management*.

Per prevenire e mitigare i rischi collegati all'azzardo morale, appare necessario affiancare ai tradizionali strumenti di vigilanza di micro-stabilità sulla sana e prudente gestione interventi che consentano al mercato di esercitare una maggiore pressione disciplinante e di avere accesso a un più ampio *set* informativo sulla situazione dei singoli intermediari, rafforzando i meccanismi di trasparenza sulle politiche di gestione dei rischi e l'integrità dell'informativa contabile.

5 Le prospettive economiche e la situazione dei mercati finanziari

5.1 La congiuntura economica e finanziaria

Dopo il *default* Lehman, nel settembre 2008, sono emersi gli effetti reali di una crisi che nelle prime fasi sembrava circoscritta al sistema finanziario. La crescita del prodotto interno lordo per il 2009 è stata negativa per i paesi industrializzati e ha segnato una significativa decelerazione per i principali paesi in via di sviluppo. Nel 2009 il Pil è diminuito a livello globale dell'uno per cento circa. Gli esercizi di simulazione condotti dalle principali organizzazioni internazionali indicano che nel 2010 si dovrebbe assistere a una lieve ripresa, sebbene disomogenea tra aree geografiche, mentre nel 2011 la crescita potrebbe essere più sostenuta, soprattutto per i paesi più dipendenti dal commercio internazionale. Per l'Italia, la contrazione del prodotto nel 2009 è prossima al 5 per cento, configurando una delle più gravi recessioni dal dopoguerra; nel 2010 e nel 2011 dovrebbe registrarsi invece un'inversione di tendenza, con un tasso di crescita attorno all'uno per cento[32].

[32] Si veda, tra gli altri, International Monetary Fund, *World Economic Outlook Update. A Policy-Driven, Multispeed Recovery*; January 26, 2010.

Ad oggi, rimangono ancora numerosi fattori di rischio sul piano macroeconomico che potranno condizionare fortemente l'entità e la tempistica della ripresa. In particolare, l'aumento della disoccupazione e degli squilibri dei bilanci pubblici minano la crescita della domanda interna nei principali paesi industrializzati e dunque la solidità della ripresa. Risultano importanti anche i possibili effetti negativi sui consumi e sul costo del lavoro derivanti dal processo di aggiustamento di variabili quali i tassi di occupazione e i salari reali.

Un fattore di rischio di particolare rilievo per l'evoluzione del quadro congiunturale è rappresentato dalla crescita del deficit del bilancio pubblico in tutti i principali paesi avanzati, dovuta in parte al dispiegarsi degli effetti prociclici dei meccanismi di stabilizzazione automatica e in parte alle misure per fronteggiare la crisi finanziaria e sostenere la domanda aggregata. È aumentato in maniera significativa il *pricing* del rischio emittente sui titoli sovrani, soprattutto per i paesi più piccoli e con situazioni di finanza pubblica più tese (Grecia, Portogallo e Irlanda). L'aumento dei Cds spinge al rialzo i tassi a lungo termine e quindi la spesa per interessi, creando il rischio di un circolo vizioso potenzialmente destabilizzante per i mercati finanziari.

Gli effetti dell'aumento del rischio sovrano hanno implicazioni molto rilevanti per la stabilità complessiva del sistema finanziario poiché un'eventuale crisi di fiducia rispetto alle prospettive di tenuta dei conti pubblici di un singolo paese potrebbe avere effetti di contagio su altri paesi. In questo contesto assumeranno inevitabilmente un ruolo sempre più critico i giudizi delle agenzie di rating, proprio per la possibilità che eventuali *downgrading* possano essi stessi amplificare situazioni di tensione e innescare crisi di fiducia. A livello microeconomico, invece, è necessario riconsiderare il ruolo che i titoli di Stato hanno tradizionalmente avuto come *benchmark* nell'identificare strumenti *risk free* e per il *pricing* di strumenti di emittenti privati.

I bilanci delle grandi imprese quotate rimangono fragili e incominciano a mostrare in maniera sempre più evidente gli effetti della crisi. Per il settore *corporate* i dati al terzo trimestre 2009 confermano la forte flessione dei ricavi in Europa e negli Usa (in media 10 per cento su base annua) e la crescita dell'incidenza del debito rispetto agli utili (soprattutto in Europa) già emerse con le semestrali[33].

Nel settore bancario il peggioramento della qualità del credito continua ad avere riflessi fortemente negativi sulla redditività in tutti i principali paesi europei. Per il biennio 2009-2010 gli analisti si attendono una contrazione della redditività superiore al 40 per cento, mentre nel 2011 potrebbe registrarsi un miglioramento che tuttavia porterebbe gli utili a un

[33] Elaborazioni su dati Worldscope sulle società dell'indice S&P 100 (Usa), Dow Jones Euro Stoxx 50 (Europa), S&P Mib (Italia).

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[34].

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

[34] 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)[35].

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

[35] 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[36].

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[37]. 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

[36] 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.

[37] 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***)[38].

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[39], 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***[40]), 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[41]. 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[42].

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

[38] 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.

[39] 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.

[40] 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*.

[41] 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*.

[42] 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[43] 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[44]; 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.

[43] Il passaggio alla piattaforma MilleniumIT 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.

[44] 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[45] e, successivamente, fino al 31 maggio[46] 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.

[45] 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.

[46] 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[47]. A partire dalla fine di luglio la Commissione ha rimosso il divieto, fatte salve limitazioni previste per le società oggetto di aumento di capitale[48], 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[49]. 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)[50].

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"[51]. 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

[47] 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.

[48] Delibera 16971 del 28 luglio 2009.

[49] Delibera 17034 del 14 ottobre 2009.

[50] Delibera 17078 del 26 novembre 2009.

[51] 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) [52].

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

[52] 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*[53] 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.

[53] 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*-negoziazione, 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[54], 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[55].

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

[54] Si veda il §2 del successivo Capitolo III "*L'attività regolamentare*".

[55] 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.

da parte della banca chiamata a darvi attuazione nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento alla clientela.

Tali circostanze, riconducibili a scelte strategiche e a modelli di *business* degli intermediari, segnalano potenziali anomalie, costituendo i presupposti di procedure e soluzioni organizzative foriere di situazioni strutturalmente idonee ad alimentare conflitti di interesse e, di conseguenza, il rischio di condotte difformi dalla disciplina vigente.

Anche i sistemi di incentivazione adottati (definiti a livello centrale) favoriscono i conflitti di interesse, soprattutto se riferiti a "prodotti della casa" o a uno specifico prodotto, in quanto possono indurre a consigliare investimenti che incrementano la componente variabile della remunerazione del personale addetto ai rapporti con la clientela, a prescindere dalle reali esigenze dei clienti. Tali effetti distorsivi permangono anche nei casi, poco diffusi, in cui gli intermediari applicano misure correttive legando la remunerazione al grado di soddisfazione della clientela.

L'attenzione agli obiettivi di vendita dei prodotti si riflette altresì nelle modalità di prestazione del servizio di consulenza, per il quale non è mai richiesta una remunerazione specifica essendo questa legata al prezzo del prodotto oggetto dell'operazione e alle retrocessioni alla rete distributiva. Il servizio di consulenza, talvolta associato al servizio di collocamento, appare altresì a "basso valore aggiunto" coincidendo, nella maggior parte dei casi, con la mera valutazione di adeguatezza del singolo ordine.

La maggior parte delle banche, inoltre, non ha individuato i criteri da seguire in sede di formulazione di consigli d'investimento, lasciando ampia discrezionalità agli operatori a contatto con la clientela, né ha impiegato strumenti e procedure di valutazione della convenienza di ciascuna operazione per il cliente in termini di rischio/rendimento atteso o di confronto fra prodotti succedanei. In generale, non appare soddisfacente la tracciabilità del processo di formulazione dei consigli d'investimento, non essendo agevole distinguere *ex post* le operazioni effettuate in presenza di un consiglio personalizzato dagli ordini impartiti dal cliente spontaneamente. Poiché questi ultimi possono essere eseguiti nonostante l'eventuale inadeguatezza, emerge il rischio di una sostanziale elusione del divieto normativo di fornire consigli d'investimento non adeguati.

Sebbene tutti gli intermediari esaminati abbiano previsto specifiche procedure per la valutazione di adeguatezza, molteplici appaiono i profili suscettibili di miglioramento. Le criticità più significative sono emerse con riguardo ai criteri di classificazione dei prodotti, alle metodologie di profilatura della clientela e ai modelli di valutazione dell'adeguatezza. In particolare, i criteri di classificazione dei prodotti presentano differenti livelli di sofisticazione essendo basati alcuni sulla considerazione delle varie tipologie di rischio dell'investimento, altri sull'assegnazione di un profilo sintetico che ignora importanti fattori di rischio, quale, ad esempio, quello di

liquidità. In talune circostanze, inoltre, è risultata diffusa la prassi di adottare correttivi e/o adattamenti delle procedure standard nel caso di classificazione di titoli propri.

In relazione alla profilatura della clientela, sono state talvolta registrate carenze negli algoritmi utilizzati per la determinazione dei profili degli investitori e/o negli elementi informativi di base da questi considerati, a volte non pienamente rispondenti a quanto richiesto dalle disposizioni normative vigenti. Tali carenze possono compromettere la corretta valutazione da parte degli intermediari della capacità dei clienti di percepire e sopportare gli specifici profili di rischio dei prodotti, con riflessi negativi sulla significatività di taluni controlli previsti nei processi di valutazione di adeguatezza.

Soltanto alcuni intermediari hanno sviluppato sistemi in grado di effettuare una valutazione di adeguatezza basata su un approccio per "portafoglio" complessivo dell'investitore. In alcuni casi, inoltre, è stata rilevata l'applicazione di correttivi alle procedure standard generalmente utilizzate nei casi di operazioni aventi ad oggetto titoli propri, allo scopo di favorirne la distribuzione fino a incidere, talvolta, sull'effettiva coerenza delle operazioni con le caratteristiche della clientela. La maggior parte degli operatori, infine, non riconosce, nell'ambito dei propri modelli di valutazione di adeguatezza, una valenza autonoma all'orizzonte di investimento del risparmiatore (*holding period*) in relazione alle caratteristiche di durata e di liquidità dei prodotti. Entro il 2010, comunque, tale aspetto dovrebbe risultare rilevabile autonomamente dai sistemi informatici di controllo che la maggior parte degli intermediari ha già provveduto ad avviare, come raccomandato peraltro dalla Comunicazione n. 9019104 avente ad oggetto "*Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*" (si veda il §2 del successivo Capitolo III "*L'attività regolamentare*").

Con riferimento all'informativa resa agli investitori, la maggior parte degli operatori ha predisposto schede informative *ad hoc*, da consegnare al cliente, i contenuti delle quali non risultano pienamente allineati alle raccomandazioni esposte nella Comunicazione.

Con riferimento ai profili attinenti alla negoziazione sul mercato secondario, sono stati rilevati differenti criteri e modalità di negoziazione dei titoli di propria emissione. Nella generalità dei casi, gli intermediari non prevedono di assumere impegni contrattuali al riacquisto dei titoli distribuiti presso la clientela; talvolta hanno assunto l'obbligo di richiedere l'ammissione alla negoziazione su un Mtf oppure hanno valorizzato la funzione di internalizzazione sistematica svolta dallo stesso emittente o da altro soggetto all'interno del gruppo di appartenenza.

Si è rilevato, infine, con riguardo alle modalità di *pricing* dei prodotti finanziari, e alle connesse procedure di *best execution* per i titoli che non

sono scambiati in più sedi di negoziazione, che il grado di formalizzazione e di oggettività è migliorato per gli intermediari che sono al contempo emittenti del prodotto. Per gli intermediari che operano nella veste di meri collocatori, viceversa, le procedure di verifica e di controllo della congruità delle condizioni praticate alla clientela sono risultate carenti o inesistenti, essendo adottate come riferimento esclusivo le indicazioni degli emittenti e/o negoziatori del gruppo di appartenenza.

Alla luce delle evidenze raccolte, la Consob nel febbraio 2010 ha ordinato a due banche di convocare i rispettivi Consigli di amministrazione per esaminare tematiche inerenti alla prestazione dei servizi di investimento (ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. b) del Tuf).

Il primo intervento ha avuto ad oggetto le politiche di incentivazione del personale addetto alla relazione con la clientela e ha condotto alla richiesta di approntare efficaci modalità di gestione della situazione di conflitto di interessi determinate dalle politiche medesime.

Il secondo intervento è stato focalizzato sulle modalità di prestazione del servizio di consulenza, sottolineando che qualora l'intermediario prescelga un modello di servizio alla clientela che non contempla il rilascio di raccomandazioni di consulenza, occorre che siano previsti meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali e di controllo) in grado di contenere effettivamente il rischio di fornire raccomandazioni alla clientela, conformando le condotte dei propri collaboratori e dipendenti ai predefiniti schemi relazionali.

In entrambi i casi è stata richiamata l'attenzione degli intermediari sull'importanza della funzione di conformità alle norme (*compliance*). Infatti, la direttiva MiFID, nel ridisegnare la configurazione del sistema dei controlli interni, ha conferito a tale funzione un ruolo di assoluta centralità. Viene, in particolare, enfatizzata la necessaria separazione fra le funzioni di *compliance* e quelle di revisione interna (*internal audit*), alle quali sono attribuite, rispettivamente, la verifica dell'osservanza del rispetto degli obblighi in materia di prestazione dei servizi (controlli di secondo livello) e la valutazione su completezza, funzionalità e adeguatezza dei sistemi, anche di controllo, dell'intermediario (controlli di terzo livello). In particolare, la funzione di *compliance* alle norme deve verificare, in via di continuità, le ricadute in ordine al rischio di non conformità delle scelte strategiche adottate dall'intermediario. La medesima funzione deve altresì condurre una concreta attività di controllo sul campo della coerenza con la normativa di riferimento delle procedure e dei comportamenti degli addetti.

Oltre ai citati interventi, un'iniziativa di vigilanza di particolare valenza per le implicazioni che ha avuto sia sui profili di trasparenza in operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio, sia su quelli di correttezza nella prestazione di servizi di investimento riguarda il collocamento di un prestito obbligazionario a conversione obbligatoria, con abbinati *warrant* su

azioni ordinarie, da parte di un istituto bancario. L'offerta, inizialmente rivolta esclusivamente in opzione ai soci, è stata successivamente aperta anche alla clientela *retail*.

In occasione dell'offerta al pubblico *retail*, la Consob, avendo presente la complessità della struttura finanziaria del titolo e il ridotto grado di liquidità, ha ritenuto opportuno intensificare i controlli sul rispetto delle regole di condotta previste dalla normativa vigente nella fase del collocamento.

Gli accertamenti condotti hanno rivelato significative carenze delle procedure operative utilizzate nonché rilevanti irregolarità nella distribuzione da parte dell'intermediario dei titoli obbligazionari di propria emissione con riguardo: alla prevalenza di operazioni inadeguate, a seguito di strumentale classificazione delle stesse come operazioni a "iniziativa del cliente"; alla "riprofilatura" dei clienti strumentale a valutare come adeguate le operazioni sui titoli oggetto dell'offerta; alla mancata effettiva valutazione del profilo di illiquidità dei titoli stessi.

L'Istituto ha pertanto emanato un provvedimento ingiuntivo nei confronti dell'intermediario, ai sensi dell'art. 51, comma 1, del Tuf.

Contestualmente all'attività di verifica della Consob, l'intermediario ha integrato la rappresentazione del profilo di rischio-rendimento del prodotto con indicatori di natura quantitativa, arricchendo il prospetto informativo con indicazioni volte a rappresentare, rispettivamente, il contributo delle diverse componenti dell'investimento finanziario al valore teorico dell'obbligazione alla data di offerta; la probabilità che, alla data di scadenza, i titoli offerti generassero un rendimento più o meno elevato rispetto a quello dell'attività finanziaria priva di rischio sul medesimo orizzonte temporale e il grado di rischio associato al titolo.

Ulteriori iniziative di vigilanza hanno avuto ad oggetto 30 collocamenti di prestiti obbligazionari, emessi da istituti bancari e da società non finanziarie, i quali includevano in prevalenza una clausola di subordinazione e clausole di revisione periodica del tasso di interesse e/o di rimborso anticipato. Dati i profili di complessità della struttura finanziaria dei titoli, i controlli sono stati tesi a garantire che agli investitori fosse resa un'informativa adeguata sui rischi dell'investimento per poter pervenire a un fondato giudizio sull'offerta e a un confronto tra proposte di investimento alternative.

Nel corso del 2010 si registrano inoltre sviluppi della vicenda legata al *default* delle obbligazioni emesse dalla Repubblica Argentina, che ha impegnato negli anni scorsi in maniera intensa la Consob e che ha dato luogo a rilevanti provvedimenti sanzionatori nei confronti di intermediari che avevano prestato servizi di investimento relativamente a tali titoli.

Nei primi mesi del 2010, nell'ambito di incontri con rappresentanti della Repubblica Argentina volti a definire i termini e le modalità della nuova

offerta di scambio che l'Argentina intende effettuare sui propri titoli obbligazionari, la Consob ha fatto presente che – attesa la rilevanza dell'operazione e il numero dei risparmiatori interessati – l'utilizzo di un documento di offerta redatto in lingua italiana e approvato dall'Istituto ai sensi dell'art. 102, comma 4-*bis* del Tuf era lo strumento più idoneo a garantire una maggior tutela per gli investitori e la massima trasparenza per il mercato.

In esito ai colloqui intervenuti, in data 23 marzo 2010 la Repubblica Argentina ha effettuato alla Consob e al mercato, ai sensi dell'art. 102 commi 1 e 3, del Tuf, la prescritta comunicazione relativa all'offerta pubblica di scambio (Ops) e ha contestualmente trasmesso la bozza del relativo documento di offerta.

L'offerta, che fa seguito a un'analoga operazione effettuata nel corso del 2005, è rivolta ai possessori delle obbligazioni in *default* emesse dalla Repubblica Argentina antecedentemente al 2005 (già oggetto della precedente Ops svoltasi nel 2005) e ancora in circolazione nonché ai possessori dei prestiti obbligazionari emessi dall'offerente in occasione dell'offerta del 2005.

La nuova offerta prevede lo scambio con nuove obbligazioni secondo modalità e dettagli che saranno resi noti una volta pubblicato il documento di offerta. L'Ops sarà parte di un'offerta globale che l'Argentina intende rivolgere ai titolari di obbligazioni esistenti in alcuni paesi europei e sarà condizionata al successo di una parallela offerta globale di nuovi titoli (non rivolta al pubblico italiano) con scadenza 2017 e per un ammontare non inferiore a un miliardo di dollari Usa.

4 La vigilanza sul risparmio gestito

Nel corso del 2009 hanno continuato a dispiegarsi gli effetti della crisi finanziaria sul settore del risparmio gestito italiano. I fondi comuni aperti di tipo tradizionale e i fondi speculativi (cosiddetti ***hedge fund***) hanno subito forti deflussi, arrestatisi solo a fine anno, quando sono emersi deboli segnali di ripresa.

In questo contesto, l'attività di vigilanza è stata tesa ad accertare il rischio di liquidità e, più in generale, i rischi assunti dai fondi italiani anche in ragione della natura transnazionale dell'attività di gestione; particolare attenzione è stata dedicata, inoltre, alla verifica della relativa composizione patrimoniale.

Con riferimento ai fondi *hedge*, costituiti in prevalenza da fondi di fondi, la vigilanza si è inizialmente concentrata sui provvedimenti assunti dalle Sgr per gestire le tensioni di liquidità, quali la dilazione dei rimborsi (cosiddetto ***gate***) o il trasferimento delle posizioni illiquide in nuovi fondi di

tipo chiuso costituiti *ad hoc* (cosiddetto *side-pocket*). Sono poi state affrontate le criticità collegate all'effettiva conoscenza delle caratteristiche di rischiosità dei fondi *target* da parte dei gestori di fondi di fondi *hedge* e alla insufficiente articolazione del processo di investimento, con particolare riguardo all'attività di acquisizione e analisi di informazioni adeguate all'assunzione di scelte di investimento (cosiddetta *due diligence*).

Alla luce delle risultanze acquisite, la Commissione ha ritenuto opportuno formulare talune linee di indirizzo per la definizione di idonee procedure interne finalizzate all'ordinata e corretta attività di ricerca e selezione dei fondi *target*, in conformità alla *ratio* della regolamentazione vigente in tema di correttezza di comportamento e coerentemente con le specificità dell'attività svolta (comunicazione 9079688 del 4 settembre 2009).

In particolare, posto che il concreto atteggiarsi del processo di investimento riveste un ruolo centrale ai fini di una corretta prestazione del servizio gestorio, si è richiamata l'attenzione sulla necessità che ogni scelta iniziale di investimento risulti non solo conforme alle strategie deliberate, ma coerente con le informazioni previamente acquisite, che delle strategie costituiscono il presupposto. Anche il mantenimento dell'esposizione verso un'attività o la sua vendita costituiscono decisioni che devono essere costantemente e consapevolmente ponderate alla luce delle informazioni disponibili.

Il ricorso a consulenti, inoltre, non fa venir meno in capo alle Sgr e Sicav la responsabilità del rispetto dei prescritti canoni di diligenza e correttezza comportamentale. I consulenti potrebbero essere peraltro portatori di interessi in conflitto con quello degli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr), che gli intermediari gestori sono chiamati a gestire definendo presidi adeguati.

Ulteriori indicazioni sono state fornite in relazione: all'identificazione del novero dei fondi che possono divenire oggetto di investimento; all'attività di *due diligence*, che si estrinseca nella materiale acquisizione e analisi delle informazioni relative ai fondi *hedge* individuati al fine di accertare le condizioni per l'investimento; alla selezione dei fondi, che deve avvenire sulla base delle informazioni acquisite in merito alla capacità del gestore di conseguire gli obiettivi di investimento dichiarati; al monitoraggio dei fondi selezionati, al fine di verificare nel continuo la persistenza delle condizioni riscontrate e soddisfatte nella fase di selezione iniziale.

La vicenda legata al caso Madoff ha continuato a impegnare l'Istituto anche nel corso del 2009. In particolare, in relazione a una Sgr di fondi aperti, sono state riscontrate esposizioni verso attività riconducibili alla *Bernard L. Madoff Investment Securities LLC* in violazione degli obblighi di diligenza e correttezza. La Commissione ha pertanto disposto in via d'urgenza la sospensione per 60 giorni degli organi amministrativi della Sgr e la nomina

di un commissario incaricato della gestione, ai sensi dell'art. 53, commi 1 e 6, del Tuf. A seguito di ulteriori evidenze emerse nel corso dell'attività di accertamento, la Consob ha poi proposto lo scioglimento degli organi con funzione di amministrazione e controllo della Sgr e la sua sottoposizione alla procedura di amministrazione straordinaria, ai sensi dell'art. 56, comma 1 del Tuf; tale procedura è stata conseguentemente disposta con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze nel mese di giugno.

Tra gli altri provvedimenti adottati nel 2009, si ricorda la proposta al Ministero dell'Economia e delle Finanze di revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività e di sottoposizione a liquidazione coatta amministrativa (ai sensi dell'art. 57, comma 1, del Tuf) di una Sgr il cui fondo di fondi *hedge* è risultato investito per la quasi totalità in un sistema *master-feeder* di fondi *off-shore* e per la quale sono state accertate violazioni della normativa e irregolarità di eccezionale gravità.

Infine un'iniziativa di vigilanza, che ha visto operare congiuntamente Consob e Banca d'Italia, ha avuto ad oggetto le procedure di valutazione degli *assets* dei fondi comuni di investimento immobiliari, con specifico riferimento alla fase dell'analisi e del riesame da parte delle Sgr delle relazioni di stima redatte dagli "esperti indipendenti" di cui all'art. 17 del decreto ministeriale del 24 maggio 1999, n.228.

L'indagine condotta dalla Consob ha evidenziato, oltre alla genericità delle procedure definite dalle Sgr per l'esame delle relazioni di stima, una significativa concentrazione in capo a pochi esperti indipendenti degli incarichi di stima conferiti dalle Sgr stesse e una scarsa trasparenza delle relazioni da questi predisposte, relativamente alla metodologia applicata e alle motivazioni sottese all'impiego della stessa nonché ai parametri, alle ipotesi e ai rischi considerati.

La Commissione, congiuntamente con la Banca d'Italia, ha pertanto avviato ulteriori attività tese a indirizzare le Sgr verso la formalizzazione di regole e procedure di valutazione degli *asset* immobiliari più stringenti e complete, in grado di assicurare la dovuta trasparenza e la necessaria verificabilità *ex post*.

Su questo tema si registrano peraltro le iniziative dell'industria, in particolare delle associazioni di categoria delle Sgr e delle società immobiliari.

Nel corso del 2009 sono stati ultimati i lavori, condotti in collaborazione con la Banca d'Italia, relativi alla valutazione delle condizioni per il passaggio a un sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti, analogo a quello in vigore per tutti gli altri strumenti finanziari.

Il passaggio a una gestione accentrata in regime di dematerializzazione è strumentale alla creazione di un'infrastruttura di sistema capace di interconnettere i flussi informativi di intermediari-distributori, case-prodotto (gestori) e banche depositarie nonché di

automatizzare completamente l'esecuzione delle operazioni di sottoscrizione e rimborso e le relative registrazioni.

Sebbene sia in larga misura rimesso all'iniziativa del settore privato, la Consob (insieme alla Banca d'Italia) ha da tempo sollecitato l'industria e gli operatori a intraprendere iniziative che potessero agevolare lo sviluppo di una gestione accentrata in regime di dematerializzazione. L'affermazione di un sistema siffatto stimolerebbe la competizione nel settore della gestione collettiva del risparmio e nella distribuzione dei fondi, con ricadute positive sull'efficienza, il livello dei costi per i risparmiatori e l'innovazione di prodotto.

5 I controlli sulla *governance* e gli assetti proprietari delle imprese

5.1 La disciplina sull'elezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo

Nel corso del 2009 la Commissione ha proceduto a verificare la trasparenza delle valutazioni dell'organo amministrativo sui requisiti di indipendenza dei suoi componenti rese al mercato dalle 98 società quotate che hanno provveduto a rinnovare la composizione dei consigli di amministrazione nel primo semestre dell'anno. Sono stati analizzati, in particolare, i comunicati stampa diffusi dalle società a seguito dell'assemblea in cui è avvenuta la nomina degli amministratori e gli eventuali successivi comunicati (diffusi entro il mese di ottobre 2009) nei quali è stata divulgata la composizione del consiglio e/o la valutazione dell'indipendenza degli amministratori.

Dall'esame delle informazioni diffuse nei comunicati stampa successivi alle nomine è emerso un quadro complessivo eterogeneo: pur riscontrandosi, rispetto all'anno precedente, un generale miglioramento nel grado di trasparenza delle informazioni rese dagli emittenti, continuano infatti a registrarsi casi in cui l'informativa al mercato è del tutto insoddisfacente e/o incompleta.

In particolare, 44 società hanno dichiarato l'indipendenza dei consiglieri con riferimento ai criteri individuati dal Tuf e dal Codice di autodisciplina di Borsa Italiana; 19 si sono attenute esclusivamente a uno dei due criteri; 32 hanno fatto riferimento a una nozione imprecisata di indipendenza, mancando di menzionare il criterio utilizzato; le restanti 9 società hanno omesso di comunicare al mercato quali dei componenti del proprio organo amministrativo fossero stati qualificati come indipendenti. Nella metà dei casi, inoltre, non è stata fornita al mercato informazione circa la valutazione da parte del consiglio di amministrazione della sussistenza in capo agli amministratori dei requisiti di indipendenza, limitandosi i comunicati a riportare quali componenti dell'organo amministrativo hanno

dichiarato di essere in possesso dei requisiti. Da ultimo, le modalità di applicazione dei criteri di indipendenza previsti dal Codice di autodisciplina *sono risultati di immediata evidenza solo in 9 casi.*

Alla luce delle risultanze raccolte, la Consob ha avviato 8 procedimenti sanzionatori; ha altresì ritenuto opportuno avviare una consultazione su una proposta di modifica al Regolamento Emittenti avente ad oggetto la *disclosure* sulle valutazioni concernenti gli amministratori indipendenti ai sensi del Tuf (si veda, in particolare, il §2 del successivo Capitolo III "*L'attività regolamentare*").

5.2 La vigilanza sulla trasparenza degli assetti proprietari

Nel corso del 2009 l'Istituto ha rafforzato l'azione di vigilanza sulla trasparenza degli assetti proprietari in considerazione, tra l'altro, del forte ribasso dei corsi azionari che ha contraddistinto larga parte dell'anno e della conseguente riduzione della capitalizzazione degli emittenti quotati, inclusi quelli di maggiore dimensione.

Le condizioni congiunturali negative hanno peraltro dato impulso a un'iniziativa legislativa avente ad oggetto taluni provvedimenti di "sostegno" alle società italiane che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e in particolare a quelle quotate in borsa, tesi a fornire alle società stesse strumenti di difesa da possibili manovre speculative nei loro confronti.

Sul piano della trasparenza, l'art. 7 della legge n. 33 del 9 aprile 2009 (di conversione del decreto legge del 10 febbraio 2009 n. 5) ha inserito all'art. 120 del Tuf il comma *2-bis*, conferendo alla Consob il potere di abbassare la soglia minima di rilevanza per l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, attualmente fissata al 2 per cento del capitale. Tale previsione, riferita solo agli emittenti con elevato flottante e di particolari dimensioni, può essere applicata in via provvisoria e con provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario. La Consob non si è ancora avvalsa di tale facoltà.

Altri interventi da parte del legislatore hanno rivestito carattere più sostanziale, risultando volti a incrementare la possibilità di difesa da scalate ostili. In particolare, con la medesima legge 33 del 9 aprile 2009, è stato sostituito il terzo comma dell'art. 2357 c.c., aumentando al 20 per cento del capitale sociale il limite massimo del valore nominale delle azioni proprie acquistabile, direttamente o indirettamente, dalle società che fanno ricorso al capitale di rischio (e fermi restando i limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili previsti dal comma 1 dell'art. 2357 c.c.). Parallelamente, il limite del 10 per cento del capitale è stato innalzato al 20 per cento anche nel secondo comma dell'art. 2357-*bis* del codice civile, che disciplina le ipotesi in cui la società si venga a trovare in possesso di azioni proprie in

particolari situazioni (ad esempio, in caso di successione universale, fusione o scissione).

Un'ulteriore innovazione apportata con la legge 33 del 2009 ha riguardato la disciplina dell'Opa cosiddetta da consolidamento, ossia l'obbligo di offerta che consegue agli acquisti effettuati da chi già detiene una partecipazione superiore al 30 per cento del capitale senza possedere il 50 per cento più un'azione (per maggiori dettagli, si veda il §1 del Capitolo III "*L'attività regolamentare*").

6 La vigilanza sulle società di revisione

Nel corso del 2009 è proseguita l'attività di controllo di qualità sulle società di revisione iscritte all'albo Consob e sono stati portati a termine, in particolare, i controlli su tre società di grandi dimensioni.

Le verifiche sono state dirette a valutare l'adeguatezza e la conformità del sistema procedurale adottato dai soggetti vigilati ai principi contenuti nel Documento n. 220, raccomandato dalla Consob, avente ad oggetto "*Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile*". Tale sistema, soprattutto nelle società di grandi dimensioni, costituisce un primo fondamentale presidio interno per la salvaguardia della qualità dei servizi professionali offerti al mercato.

Dagli esiti dell'attività di vigilanza si evince la complessiva adeguatezza, rispetto alle previsioni dei principi di riferimento, dei diversi modelli organizzativi applicati dalle società per il controllo della qualità. Con riferimento a specifici aspetti procedurali e organizzativi, sono stati tuttavia riscontrati taluni profili di debolezza, che hanno formato oggetto di raccomandazioni in merito a interventi correttivi (ai sensi dell'art. 162, comma 1, del Tuf). Le società hanno già avviato tali interventi ponendo in essere misure procedurali e organizzative idonee a superare i rilievi emersi.

L'attività di verifica si è concentrata, in via preliminare, sull'analisi delle "reti" professionali (*network*) presenti su base mondiale a cui aderiscono tutte le più importanti società di revisione; tali "reti" incidono fortemente sulle scelte organizzative delle società aderenti, soprattutto con riguardo agli aspetti legati alla qualità dei servizi professionali resi sul mercato. La struttura organizzativa e i rapporti con i *network* di appartenenza hanno costituito, pertanto, il quadro di riferimento nell'ambito del quale è stata svolta la valutazione dell'adeguatezza delle procedure interne di controllo.

In tale contesto, è emersa l'esigenza di un rafforzamento organizzativo e procedurale – anche mediante l'introduzione di presidi volti a garantire lo svolgimento di adeguati controlli interni – attinente, in generale, all'indipendenza del revisore e, più in particolare, alla prestazione dei servizi cosiddetti *non audit* ai clienti che hanno conferito l'incarico di revisione.

È stata quindi raccomandata l'integrazione delle procedure esistenti per la verifica della corretta prestazione di servizi *non audit* (ai sensi dell'art. 160, comma 1-*ter* del Tuf). La normativa in vigore ha esteso, infatti, il perimetro di applicazione delle situazioni di incompatibilità a tutte le entità del *network*, rendendo piuttosto complessi i controlli relativi a "reti" molto articolate, come quelle delle società di grandi dimensioni. Da qui discende la necessità di procedure a salvaguardia del principio di indipendenza dalle potenziali situazioni di incompatibilità, derivanti dalla prestazione di servizi non consentiti ai clienti *audit* anche da parte di altre entità della rete e, in alcuni casi, di un rafforzamento del monitoraggio interno su tali fattispecie.

Ulteriori interventi in materia di indipendenza del revisore hanno riguardato: l'integrazione delle procedure relative alle dichiarazioni del personale in occasione dell'assegnazione degli incarichi; l'affinamento di alcuni strumenti informatici per l'accertamento delle cause di incompatibilità; le modalità seguite dai *partner* responsabili, in sede di accettazione di nuovi clienti o incarichi, nell'applicazione delle procedure finalizzate all'identificazione di eventuali situazioni di conflitto di interesse.

È stata altresì ravvisata la necessità di introdurre controlli indipendenti per la verifica sistematica di taluni profili particolarmente critici, quali lo scostamento tra i tempi previsti per lo svolgimento dell'incarico di revisione e le prestazioni riportate a consuntivo e la compatibilità della concentrazione degli incarichi in capo a *partner* e *manager* con un'adeguata direzione, supervisione e riesame del lavoro svolto da parte dei suddetti soggetti.

È stato riscontrato, inoltre, che sebbene tutte le società di grandi dimensioni siano oggetto di programmi periodici di monitoraggio particolarmente strutturati, sia interni sia da parte del *network* di appartenenza, alcuni aspetti non risultano sufficientemente controllati. In particolare, rispetto all'assegnazione di personale professionale ai *team* di revisione, alla consultazione tecnica, all'accettazione di nuovi clienti e di nuovi incarichi e all'indipendenza è stato necessario raccomandare l'introduzione di specifici *test*, finalizzati a integrare le verifiche in essere, e il miglioramento della documentazione sugli esiti di tale attività.

Il rafforzamento e la migliore formalizzazione delle verifiche svolte sono stati richiesti anche con riguardo all'*independent review* sugli incarichi di revisione, ossia rispetto ai controlli sulla correttezza del processo di revisione da parte di un *partner* diverso da quello responsabile dell'incarico prima dell'emissione dell'*opinion*, poiché la modulistica utilizzata non consentiva di apprezzare la portata degli interventi effettivamente realizzati.

Particolare attenzione è stata riservata, inoltre, all'archiviazione delle carte di lavoro e alle relative procedure che, per quanto articolate, non riescono sempre a garantire l'integrità nel tempo delle carte di lavoro, soprattutto quando la gestione non si avvale di supporti elettronici

adeguatamente protetti. Rispetto a tale profilo, in un caso è stato chiesto il rafforzamento delle procedure di archiviazione esistenti nonché la previsione di ulteriori presidi interni di monitoraggio, in vista della successiva adozione di un sistema di carte di lavoro elettroniche.

Specifiche raccomandazioni sono state formulate, infine, con riguardo ai due momenti procedurali propedeutici all'avvio dei lavori di revisione, ossia l'accettazione della clientela e l'assegnazione del personale agli incarichi.

Rispetto al primo punto, le raccomandazioni sono state mirate a garantire il completamento dell'intero processo di accettazione del cliente, compresi i diversi livelli autorizzativi, prima dell'emissione della proposta di prestazione di servizi professionali e dell'effettivo avvio dei relativi lavori. In tal modo si è inteso contenere la possibilità che considerazioni di natura commerciale possano influenzare le valutazioni che devono essere svolte in occasione del rilascio della proposta (con riguardo alla determinazione dei tempi di svolgimento dell'incarico anche in funzione dei profili di rischio rilevati), con riflessi potenzialmente negativi sulla qualità dei lavori.

Con riguardo, poi, all'assegnazione del personale agli incarichi è stata portata all'attenzione la necessità di documentare adeguatamente il relativo processo (soprattutto con riferimento alle figure chiamate a svolgere all'interno dei *team* ruoli di direzione, supervisione e riesame dell'attività di revisione). La raccomandazione è tesa ad assicurare una composizione quali-quantitativa dei *team* equilibrata, in linea con le indicazioni fornite dalla Consob, e a mantenere il carico di lavoro per i *partner* e i *manager* entro limiti compatibili con un adeguato livello di direzione e supervisione nello svolgimento degli incarichi stessi.

L'attività regolamentare 3

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 si è sostanzialmente concluso. Nel 2007 erano 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), pure se con successive modifiche, la Direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti quotati (cosiddetta direttiva *Transparency* – Direttiva 2004/109/CE) e la Direttiva sul prospetto (Direttiva 2003/71/CE). Più recentemente si è concluso il processo di recepimento della VIII Direttiva sulla revisione contabile (Direttiva 2006/43/CE) e della Direttiva relativa all'esercizio dei diritti degli azionisti di società quotate (Direttiva 2007/36/CE), mentre con riguardo all'attuazione della Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto (Direttiva 2004/25/CE), il legislatore italiano è intervenuto apportando modifiche alle norme relative alla *passivity rule* e alla regola della neutralizzazione.

Nell'ambito di questo processo la Consob ha svolto una proficua e intensa attività di collaborazione con il Ministero dell'Economia e delle Finanze finalizzata a fornire i propri contributi tecnici in occasione del recepimento delle Direttive sulla revisione contabile e sui diritti degli azionisti. Ulteriori contributi sono stati forniti per il perfezionamento della disciplina riguardante le materie delle offerte pubbliche di acquisto e dei consulenti persone fisiche. Altre proposte di modifica alle norme primarie hanno, invece, riguardato l'estensione della disciplina degli abusi di mercato anche agli emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano.

Per ciò che riguarda, in particolare, il recepimento della Direttiva sulla revisione contabile, la Legge Comunitaria per il 2008 aveva delegato il Governo a emanare i decreti legislativi necessari all'attuazione delle disposizioni contenute nella direttiva stessa, relative all'abilitazione all'esercizio dell'attività, al suo svolgimento secondo adeguate regole tecniche e di indipendenza, al sistema di controllo pubblico che gli Stati membri sono chiamati a realizzare su persone fisiche e società che esercitino tale attività e infine alla cooperazione internazionale in materia.

Nelle norme di recepimento della Direttiva sono stati rafforzati tutti i presidi volti a garantire una maggiore qualità della revisione legale,

introducendo in particolare significative novità nel sistema pubblico di vigilanza sui revisori, con la finalità di garantire una sempre maggiore affidabilità dell'informazione finanziaria oggetto dell'attività di revisione. La complessiva rivisitazione della materia ha, peraltro, condotto alla realizzazione di un unico testo normativo che raccoglie tutta la disciplina in tema di revisione.

Il nuovo decreto introduce regole più stringenti con riferimento a tutti gli aspetti rilevanti dell'attività (abilitazione, formazione, trasparenza delle informazioni relative ai revisori e agli incarichi, applicazione di principi etici e di revisione) e prevede l'attribuzione al sistema di vigilanza, accanto ai tradizionali compiti di indagine su casi specifici, anche compiti di verifica preventiva, da effettuarsi in maniera periodica, volti al "controllo della qualità" dell'attività di revisione svolta. La disciplina di tali controlli, in parte già prevista per i soggetti iscritti all'albo speciale della Consob, viene ora ampliata ed estesa a tutti i soggetti che svolgono l'attività di revisione legale. Presidi ulteriori sono inoltre previsti per la revisione degli "enti di interesse pubblico" (società quotate, banche, assicurazioni, intermediari finanziari e altri soggetti), attività che viene presidiata da norme speciali tese a fornire salvaguardie ulteriori, in tema di indipendenza, trasparenza e modalità di vigilanza.

È stata realizzata, infine, una nuova attribuzione delle responsabilità di vigilanza, assegnando alla Consob la vigilanza sui revisori degli enti di interesse pubblico e al Ministero dell'Economia la vigilanza sulla restante attività di revisione legale. Sarà dunque necessario avviare forme di collaborazione e coordinamento per realizzare coerenza e unitarietà degli obiettivi della vigilanza.

La disciplina richiederà l'emanazione di un'articolata regolamentazione attuativa che si estenderà a tutti gli aspetti di maggiore rilievo, quali la disciplina del Registro dei revisori legali, la regolamentazione degli incarichi di revisione, l'emanazione delle regole di revisione e di indipendenza, i controlli di qualità, l'ambito di applicazione delle norme sugli enti di interesse pubblico, la registrazione dei revisori dei paesi terzi. La Consob è chiamata a svolgere una funzione di supporto al Ministero dell'Economia incaricato di predisporre la maggior parte dei regolamenti; l'Istituto è altresì tenuto a effettuare interventi regolamentari sia in via autonoma sia d'intesa con altre Autorità, quali Isvap e Banca d'Italia.

La Commissione ha fornito ampio e articolato supporto tecnico anche per il recepimento della Direttiva 2007/36/CE in materia di esercizio dei diritti degli azionisti di società quotate. Tale direttiva prevede un insieme di garanzie minime in materia di diritti degli azionisti di società quotate, con l'obiettivo di favorirne la partecipazione alla vita societaria, rimuovendo ostacoli all'intervento in assemblea e all'esercizio del voto. Le norme comunitarie riguardano, in particolare, il procedimento di convocazione assembleare con riferimento alla determinazione dei requisiti per partecipare

e votare, la partecipazione con mezzi elettronici, la possibilità di presentare proposte di delibera e di iscrivere materie all'ordine del giorno nonché il voto su delega e il voto a distanza.

Secondo le disposizioni della direttiva, i diritti degli azionisti di partecipare e votare in assemblea sono determinati sulla base delle azioni detenute dagli stessi a una determinata data precedente l'assemblea (cosiddetta *record date*). Tale data deve essere fissata tra i 30 giorni precedenti la convocazione dell'assemblea e gli 8 giorni successivi al termine ultimo per la pubblicazione dell'avviso di convocazione, in modo da dare una rappresentazione quanto più corretta possibile dell'azionariato. Vengono inoltre rimossi l'obbligo di depositare le azioni prima dell'assemblea e il divieto di vendere le azioni stesse durante il periodo che intercorre tra la *record date* e l'assemblea. Gli Stati membri, comunque, non sono tenuti ad applicare queste disposizioni alle società in grado di desumere l'identità dei loro azionisti da un registro aggiornato degli azionisti alla data dell'assemblea.

La direttiva richiede inoltre che le limitazioni e i vincoli esistenti per l'esercizio del voto per delega siano eliminati. Per arginare eventuali abusi del voto per delega, tuttavia, gli Stati membri possono stabilire che il rappresentante sia tenuto a osservare le istruzioni eventualmente ricevute dall'azionista e possono introdurre misure appropriate per prevenire conflitti di interessi tra il rappresentante e gli azionisti deleganti.

Nel recepire la direttiva, il legislatore nazionale ha definito la *record date* contemperando adeguatamente l'esigenza di fare sì che l'azionariato legittimato alla partecipazione sia il più possibile corrispondente a quello effettivo alla data dell'assemblea con quella di non scoraggiare la partecipazione dei soggetti esteri, i quali necessitano di un congruo lasso di tempo tra la data in cui hanno certezza del numero di azioni con le quali possono votare e l'invio di eventuali istruzioni di voto ai propri delegati in assemblea.

Il legislatore ha inoltre stabilito che la legittimazione alla partecipazione in assemblea continui a basarsi sulla certificazione rilasciata dall'intermediario depositario sulla base della richiesta dell'azionista.

Allo scopo di incentivare la partecipazione in assemblea risulta di particolare importanza, soprattutto per gli azionisti non residenti, evitare fenomeni di sovrapposizione delle date assembleari o di concentrazione di tali date su archi di tempo molto ristretti. A tal fine, il legislatore nazionale ha rivisto la disciplina sui termini per l'approvazione del bilancio, permettendo alle società maggiore flessibilità nella definizione della data dell'assemblea (rispetto all'attuale vincolo dei quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio, che invece dovrebbe essere riferito alla messa a disposizione della documentazione assembleare).

Il legislatore ha anche definito procedure più agevoli ed efficienti per l'esercizio del voto per delega, al fine di incentivare la partecipazione alla vita societaria da parte dei piccoli azionisti, e ha rimosso gli ostacoli e i costi connessi a questo tipo di operazioni (quali i vincoli quantitativi alla raccolta di deleghe, l'obbligo di avvalersi di un intermediario autorizzato, il nulla-osta preventivo da parte della Consob alla pubblicazione del prospetto per le operazioni di sollecitazione di deleghe), prevedendo al tempo stesso nuove forme di tutela dei piccoli azionisti (obblighi di trasparenza a carico dei delegati in presenza di raccolte superiori a determinati quantitativi e per tutte le operazioni di raccolta delle deleghe che superano determinate soglie quantitative e che configurano la sollecitazione di deleghe come disciplinata dal nuovo art. 136 del Tuf).

Oltre a fornire il proprio supporto tecnico ai lavori di studio per la definizione delle modalità di recepimento delle citate direttive, nel 2009 e nei primi mesi del 2010, come più ampiamente illustrato di seguito, la Commissione ha emanato la regolamentazione attuativa di alcune direttive recepite negli anni precedenti. In particolare, nel marzo 2009 è stata emanata la regolamentazione attuativa delle norme di recepimento della direttiva sul prospetto (Direttiva 2003/71/CE) e nell'aprile 2009 la regolamentazione attuativa delle norme di recepimento della direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti quotati (cosiddetta *Transparency* – Direttiva 2004/109/CE). È in corso il processo di definizione della regolamentazione secondaria in materia di Opa, che ha risentito delle citate modifiche apportate alla normativa primaria nel corso del 2009, mentre nel 2010 la Consob ha in previsione di emanare la regolamentazione secondaria collegata alla più recente normativa di recepimento delle direttive sulla revisione contabile e sui diritti degli azionisti, portando sostanzialmente a compimento il pieno adeguamento dell'ordinamento domestico alle direttive del Piano d'azione per i servizi finanziari della Commissione Europea.

Il 22 settembre 2009 il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha avviato una consultazione pubblica sullo schema di regolamento ministeriale volto a definire i criteri e i principi necessari per la stipula di contratti di finanziamento, anche con componenti derivative, da parte di Enti territoriali. Lo schema di regolamento, la cui consultazione si è chiusa il 30 ottobre 2009, e il relativo allegato, contenente le istruzioni metodologiche per la predisposizione dell'informativa finalizzata alla trasparenza dei contratti, recepiscono integralmente l'approccio *risk-based* adottato dalla Consob per i prodotti di investimento *non equity*, definendolo lo strumento più idoneo a illustrare in modo chiaro ed efficace gli aspetti di onerosità e opportunità delle operazioni in derivati.

Al riguardo, si sottolinea che la 6° Commissione permanente (Finanza e Tesoro) del Senato della Repubblica, nel documento dell'11 marzo 2010 contenente le conclusioni della "*Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle*

pubbliche amministrazioni", ha espresso il proprio apprezzamento per la scelta di aver fondato il regolamento ministeriale su un approccio metodologico mutuato da quello «*largamente utilizzato in altri contesti dall'autorità di vigilanza dei mercati finanziari relativamente all'informazione obbligatoria da rendere al sottoscrittore meno esperto*» e che consente «*la rappresentazione degli scenari di probabilità del valore a scadenza del portafoglio strutturato rispetto al valore a scadenza del portafoglio iniziale*».

L'operatività in derivati, e più in generale l'accesso al mercato dei capitali, da parte degli Enti locali sono già da tempo oggetto di una disciplina speciale, il cui obiettivo non è quello di protezione di una particolare categoria di investitori, ma del controllo e del contenimento della spesa pubblica. L'utilizzo dei derivati da parte degli Enti locali risponde, infatti, a logiche in parte diverse da quelle che prevalgono nel mondo delle imprese.

I vincoli di bilancio sempre più stringenti e la necessità di rispettare il Patto di stabilità hanno indotto lo Stato a ridurre progressivamente i trasferimenti a favore degli Enti locali e a consentire agli stessi di accedere liberamente al mercato dei capitali anche emettendo prestiti obbligazionari[56]. Ciò ha comportato nel tempo la creazione di una disciplina speciale in tema di regolamentazione e vigilanza dell'accesso degli Enti locali al mercato dei capitali, inclusa una disciplina di dettaglio sull'operatività in prodotti derivati. In generale, tale sistema di vigilanza prevede sia controlli esterni, demandati al Ministero dell'Economia e delle Finanze, al Ministero dell'Interno e alla Corte dei Conti, sia controlli interni, demandati al Collegio dei Revisori dei singoli enti.

1 I regolamenti e le consultazioni con il mercato

1.1 La regolamentazione attuativa della Direttiva Prospetto

Nel mese di marzo 2009 la Commissione ha completato il quadro normativo di recepimento della Direttiva 2003/71/CE concernente le disposizioni in materia di prospetto relativo all'offerta al pubblico o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato (direttiva Prospetto) adottando, con delibera n. 16840, modifiche al Regolamento Emittenti.

Le modifiche introdotte interessano anche la disciplina relativa agli Oicr e ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (rami III e V del Codice delle assicurazioni private), rispetto ai quali sono stati anche modificati gli schemi di prospetto, con innovazioni volte ad agevolare gli

[56] In particolare, la legge 23 dicembre 1994, n. 7244 ha eliminato il regime di monopolio della Cassa Depositi e Prestiti per ciò che attiene all'attività di esercizio del credito a favore delle Regioni, Province e Comuni (vigente dalla fine degli anni settanta).

investitori nella comprensione del profilo di rischio-rendimento e dei costi connessi all'investimento.

Il prospetto semplificato degli Oicr aperti (italiani ed esteri non armonizzati) e la scheda sintetica dei prodotti finanziario-assicurativi sono stati articolati secondo una struttura di tipo modulare che vede concentrate nella parte denominata "*informazioni specifiche*" le informazioni essenziali sulla struttura finanziaria del prodotto. Tali informazioni sono definite secondo un approccio metodologico per la trasparenza di tipo *risk-based* fondato su tre pilastri informativi: i) tabella dell'investimento finanziario e, per taluni prodotti, scenari probabilistici dell'investimento finanziario; ii) grado di rischio e, ove pertinente, grado di scostamento dal *benchmark*; iii) orizzonte temporale d'investimento consigliato. La metodologia in questione costituisce l'approccio tecnico-quantitativo adottato dalla Consob nella vigilanza di trasparenza *risk-based* per tutti i prodotti d'investimento *non-equity*.

Si segnala, inoltre, che al fine di agevolare il compito degli emittenti e nel contempo garantire la significatività e l'oggettività dell'informativa prevista dai nuovi schemi, la Commissione ha emanato la Comunicazione n. 9025454 del 24 marzo 2009 contenente, tra l'altro, indicazioni metodologiche specifiche per il calcolo degli indicatori sintetici di rischio, sottolineando l'importanza di definire tali indicatori in relazione a misure quantitative oggettivamente determinabili e universalmente riconosciute. Le indicazioni metodologiche fornite dalla comunicazione sono, inoltre, volte ad agevolare la comparabilità tra le diverse alternative d'investimento disponibili sui mercati finanziari in termini di rischio su basi oggettive e garantire, quindi, un sostanziale "livellamento del campo di gioco" tra prodotti succedanei.

A seguito delle modifiche regolamentari in materia di prospetto, la Commissione ha ritenuto opportuno precisare i contenuti dell'attività istruttoria di competenza della Consob con una comunicazione sul tema della "*Definizione dei compiti assegnati alla Consob in sede di approvazione dei prospetti concernenti titoli azionari, redatti ai sensi della Direttiva n. 2003/71/CE*" (n. 9025420 del 24 marzo 2009). La comunicazione ha formulato alcune precisazioni in merito al contenuto e alla portata dei controlli di completezza, coerenza e comprensibilità assegnati alla Consob, sulla base di un confronto comparativo con le prassi di altre autorità dell'Unione europea. Tale comparazione è risultata 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 di stampa pubblicate). La comunicazione è stata preceduta da un'ampia consultazione con gli operatori del mercato, in un'ottica di valutazione dell'impatto sull'operatività dei soggetti coinvolti a vario titolo

nelle offerte pubbliche o nelle ammissioni alle negoziazioni delle pronunce e degli orientamenti dell'Autorità di vigilanza.

Un ulteriore intervento regolamentare ha riguardato la disciplina delle offerte pubbliche di scambio, aventi ad oggetto titoli obbligazionari, promosse contestualmente in più Paesi dell'Unione Europea.

La Direttiva Prospetto, oltre a prevedere all'art. 4 un'ipotesi specifica di esenzione per gli strumenti offerti "*tramite un'offerta di scambio*" dalla disciplina delle offerte di vendita e sottoscrizione, ove sia stato redatto un documento giudicato equivalente dall'Autorità competente, fa rientrare nell'ambito di applicazione della direttiva anche le predette offerte. A differenza di altri paesi comunitari, tuttavia, l'Italia ha una disciplina specifica sulle offerte pubbliche di acquisto e di scambio e ciò ha comportato che, nelle offerte transfrontaliere, l'offerente dovesse predisporre, oltre al prospetto approvato nel proprio Stato di origine, anche il documento d'offerta previsto dalla normativa italiana (art. 102, comma 3, del Tuf), senza potere fruire del cosiddetto passaporto europeo e sostenendo così oneri aggiuntivi. Il riconoscimento del prospetto di offerta prescinde, infatti, da qualsivoglia intervento dell'Autorità del paese ospitante e può comportare, ove il prospetto sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, la traduzione della sola nota di sintesi.

Per evitare quindi che nelle operazioni transnazionali di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da soggetti comunitari e diffusi anche in Italia gli obbligazionisti italiani fossero esclusi per motivi connessi agli adempimenti imposti dalla normativa nazionale, la Commissione è intervenuta, dapprima con una comunicazione interpretativa (comunicazione n. 9034174) e successivamente con la delibera n. 16893 del 14 maggio, con la quale ha modificato il Regolamento Emittenti. Con tale ultimo intervento è stato previsto che, in occasione di offerte di scambio transfrontaliere aventi ad oggetto titoli obbligazionari, l'offerente può chiedere alla Consob di utilizzare, in luogo del documento d'offerta, il prospetto approvato dall'Autorità competente del paese d'origine in conformità alla Direttiva Prospetto. Sono state poi disciplinate le informazioni integrative da inserire nella nota di sintesi; il regime linguistico applicabile al prospetto e, sempre in conformità alla prassi internazionale, la durata delle offerte pubbliche di acquisto e scambio aventi ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito in modo tale da consentirne lo svolgimento in un più ridotto arco temporale (5 giorni).

1.2 La regolamentazione attuativa della Direttiva *Transparency*

Nell'aprile 2009 la Commissione, in attuazione del decreto di recepimento della Direttiva *Transparency* (2004/109/CE) e dopo un'ampia consultazione del mercato, ha apportato con la delibera 16850 significative

modifiche al Regolamento Emittenti finalizzate a introdurre 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. È stata inoltre modificata la disciplina degli obblighi di informazione periodica in materia di rendicontazione finanziaria e degli obblighi di informazione continuativa in materia di assetti proprietari, oltre che di tutela degli azionisti nell'esercizio dei propri diritti. Con riguardo al sistema di diffusione delle informazioni regolamentate, sono state introdotte nel regolamento nuove disposizioni che disciplinano le fasi della diffusione (*dissemination*), dello stoccaggio (*storage*) e del deposito presso l'Autorità competente (*filing*) in attuazione delle deleghe regolamentari conferite alla Consob dal nuovo art. 113-*ter* del Tuf.

In materia di *dissemination*, il regolamento prevede che la diffusione delle notizie sia effettuata dai soggetti interessati mediante l'utilizzo di uno Sdir, ossia di un "sistema di diffusione delle informazioni regolamentate", ovvero in proprio.

Relativamente allo stoccaggio, è stato previsto un sistema basato su un numero diversificato di operatori, autorizzati dalla Consob e in possesso di specifici requisiti, ognuno dei quali dovrà coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto[57]. Qualora non vi fossero operatori interessati ovvero dotati dei requisiti adeguati a svolgere l'attività di stoccaggio previsti dalla disciplina, l'Istituto sarebbe chiamato a organizzare e gestire tale servizio, con ricadute potenzialmente molto rilevanti sulle risorse e l'organizzazione interna.

Con riferimento al *filing*, infine, è stato previsto che esso venga attuato tramite collegamento della Consob ai meccanismi di stoccaggio autorizzati ovvero tramite il sistema di Teleraccolta.

Anche l'art. 38 del Regolamento Mercati è stato oggetto di modifiche al fine di adeguare le modalità di comunicazione al pubblico delle informazioni previste dal comma 2 al nuovo sistema di diffusione delle informazioni regolamentate.

È stato altresì previsto un differimento dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni in materia di sistemi di diffusione delle informazioni e dei meccanismi di stoccaggio centralizzato delle stesse, considerata la necessità di consentire ai soggetti interessati di provvedere al conseguente adeguamento. La diffusione continua, pertanto, a essere effettuata tramite l'utilizzo delle modalità precedentemente vigenti, ossia per quanto riguarda le informazioni *price sensitive* tramite il il *Network Information System* (Nis) di Borsa Italiana.

[57] Con una successiva delibera del 14 maggio 2009, la Commissione ha apportato alcuni perfezionamenti alla neo-introdotta disciplina in materia di modalità di stoccaggio e deposito presso la Consob delle informazioni regolamentate da parte di soggetti controllanti emittenti quotati.

La delibera 16850, in attuazione della Direttiva *Transparency*, aveva anche abrogato l'obbligo di dare notizia delle informazioni societarie regolamentate tramite pubblicazione su giornali quotidiani a diffusione nazionale. Il decreto legislativo 101 del 17 luglio 2009 (entrato in vigore il successivo 18 agosto) è intervenuto sulla materia, modificando il Tuf e, in particolare, prevedendo, nell'ambito delle deleghe regolamentari conferite alla Consob per la definizione delle modalità di pubblicazione delle informazioni regolamentate, "*la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali*". La Commissione ha pertanto introdotto un regime transitorio (in vigore dal 21 agosto 2009), che ripristina gli obblighi di pubblicazione sui quotidiani a diffusione nazionale già previsti fino al 31 marzo 2009 dal Regolamento Emittenti[58]. L'Istituto, preso atto che l'attuazione delle nuove disposizioni introdotte dal d.lgs. 101/2009 presuppone una disciplina regolamentare, intende avviare una consultazione sugli obblighi di pubblicità degli avvisi o delle informazioni societarie, sottoponendo al mercato una bozza della disciplina regolamentare di attuazione degli articoli 113-*bis*, comma 2, 113-*ter*, comma 3 e 114, comma 1 del Tuf, così come modificati dal decreto. Relativamente alla disciplina dell'informazione periodica, le modifiche apportate al Regolamento Emittenti sono tese a conformare le disposizioni in esso contenute alla nuova tipologia di documentazione contabile prevista dalla Direttiva *Transparency* (relazione finanziaria annuale, relazione finanziaria semestrale e resoconto intermedio di gestione) e ad allineare il modello dell'attestazione sul bilancio di esercizio, consolidato e semestrale abbreviato, rilasciata dagli organi amministrativi delegati e dal dirigente preposto (contenuto in allegato al Regolamento), alla disciplina comunitaria.

In materia di assetti proprietari, il recepimento della Direttiva *Transparency* ha rappresentato l'occasione per una rivisitazione complessiva della disciplina già vigente sulla trasparenza proprietaria, al fine di procedere, oltre agli adeguamenti imposti dalle disposizioni comunitarie, a una sua razionalizzazione, senza con ciò diminuire il livello di trasparenza già assicurato dalle disposizioni nazionali.

In particolare, con riferimento alle soglie di rilevanza ai fini degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti detenute è stato recepito quanto previsto dall'art. 9, par. 1, della direttiva *Transparency* con riguardo all'entità delle soglie. Inoltre, è stato ridotto, rispetto alla disciplina

[58] In particolare, nelle more delle definizione di una disciplina regolamentare che riguardi l'intera materia, è stato previsto che della messa a disposizione del pubblico dei documenti previsti negli artt. i 71, 72, commi 3, primo periodo, e 4, 77, 81, 82, 102, comma 4, 103, comma 1, e 110, comma 1, del Regolamento Emittenti è data immediata notizia anche tramite un avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale; le informazioni regolamentate di cui agli artt. 84 e 89 del Regolamento Emittenti sono pubblicate anche su almeno un quotidiano a diffusione nazionale; nei casi previsti dall'art. 103-*bis*, commi 2 e 4, del Regolamento Emittenti, i soggetti tenuti agli obblighi informativi ivi indicati pubblicano su almeno un quotidiano a diffusione nazionale, entro il mese di febbraio di ciascun anno, un avviso concernente l'avvenuto aggiornamento del prospetto pubblicato, con la data di riferimento.

previgente, il numero delle soglie rilevanti e sono state inserite ulteriori soglie rispetto a quelle previste dalle disposizioni comunitarie per tenere conto sia dell'esperienza applicativa nella vigenza della precedente normativa che dell'analisi comparata delle discipline di recepimento degli altri Stati membri.

Si è poi proceduto a specificare con maggior dettaglio i criteri, già presenti nella normativa nazionale, per il calcolo delle partecipazioni; al riguardo sono state inserite a livello regolamentare indicazioni già contenute nelle Istruzioni al Regolamento Emittenti e sono stati recepiti i criteri di rilevanza nel calcolo delle partecipazioni contenuti nella direttiva che non erano presenti nella disciplina italiana.

Ulteriori modifiche hanno riguardato la comunicazione in materia di azioni proprie. In particolare, è stato eliminato l'obbligo in capo al soggetto controllante l'emittente quotato di comunicare le operazioni aventi ad oggetto azioni proprie poste in essere dall'emittente medesimo ovvero da sue controllate. La comunicazione, pertanto, deve ora essere resa solo dall'emittente quotato.

La Commissione ha inoltre rivisitato la disciplina relativa alle partecipazioni potenziali (riferite, in conformità alle disposizioni comunitarie e al sistema nazionale previgente, ai soli strumenti derivati regolati con *physical settlement*). In particolare, è stata prevista una disciplina separata per gli obblighi di comunicazione relativi alle partecipazioni potenziali rispetto alle partecipazioni cosiddette "effettive", con conseguente eliminazione dell'obbligo di aggregazione ai fini del calcolo delle soglie rilevanti; sono state ampliate le soglie rilevanti (è stata introdotta, anche per le partecipazioni potenziali, la soglia del 2 per cento prevista dal legislatore italiano come soglia minima della trasparenza proprietaria e sono state aggiunte le soglie del 15, 20 e 30 per cento); è stata mantenuta la rilevanza (a differenza delle disposizioni comunitarie) anche degli strumenti che attribuiscono il diritto di vendere (limitando, rispetto al sistema previgente, l'obbligo ai soggetti che detengono una partecipazione effettiva o potenziale in acquisto superiore al 2 per cento); infine, sono stati previsti due obblighi distinti per le partecipazioni in acquisto e vendita senza la possibilità di compensare (*netting*) i diritti di acquisto con quelli di vendita.

Per quanto riguarda la materia della detenzione delle partecipazioni rilevanti tramite derivati, è stato pubblicato un *position paper* contenente riflessioni preliminari in ordine a una possibile estensione del regime di trasparenza anche alle posizioni assunte in strumenti derivati con regolamento in contanti (*cash settled*) e aventi come sottostante azioni di emittenti quotati in mercati regolamentati italiani. Tale estensione potrebbe essere adottata in virtù della delega contenuta nell'art. 120, comma 4, lett. *d-ter*), che demanda alla Consob di individuare con regolamento "*i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati determina obblighi di comunicazione*" e già attuata parzialmente come sopra descritto. Sulla base delle evidenze e delle opinioni raccolte sarà successivamente effettuata

un'analisi approfondita dei costi e benefici delle diverse opzioni regolamentari disponibili al fine di giungere alla definizione di una proposta da sottoporre alla consultazione del mercato.

In materia di esenzioni degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, si è proceduto a recepire le esenzioni dall'obbligo di comunicazione previste dalla direttiva estendendone, per quanto possibile e compatibilmente con la disciplina comunitaria, l'ambito di applicazione (avvalendosi del potere generale previsto dall'art. 120 del Tuf) a tutti i casi nei quali la mancata comunicazione non comporta alcuna riduzione della portata informativa voluta dalla disciplina della trasparenza azionaria.

È stato meglio delineato, inoltre, l'ambito applicativo soggettivo e oggettivo delle norme dedicate agli intermediari che detengono partecipazioni rilevanti nell'ambito dell'attività di gestione collettiva o individuale; è stata altresì prevista un'esenzione dagli obblighi di comunicazione per le partecipazioni, superiori al 2 per cento ma inferiori al 5 per cento, di Oicr armonizzati ovvero fondi aperti extracomunitari a essi assimilabili.

Infine, allo scopo di chiarire l'ambito di applicabilità delle relative discipline, ulteriori modifiche hanno riguardato la trasparenza dei patti parasociali e la comunicazione da parte degli emittenti quotati delle partecipazioni superiori al 10 per cento in società non quotate.

1.3 La regolamentazione attuativa della Direttiva sull'Opa

Gli interventi legislativi volti all'attuazione della Direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche d'acquisto e, in particolare, le modifiche alla disciplina apportate dal d.lgs. del 25 settembre 2009 n. 146 individuano numerosi temi rispetto ai quali la Consob è chiamata a emanare disposizioni attuative.

Tra le modifiche delle norme primarie più significative, si ricordano quelle relative all'applicabilità della *passivity rule* e della regola di neutralizzazione, concernenti la possibilità di difesa da scalate ostili da parte degli emittenti quotati. Già nel novembre 2008 (con il d.lgs. 185/2008, convertito nella legge 2/2009) il legislatore, intervenendo sulla scelta operata con il primo decreto di recepimento della direttiva (d.lgs. 229/2007), aveva stabilito la non imperatività della *passivity rule* e della regola di neutralizzazione, dando tuttavia la possibilità alle società, come previsto dalla direttiva, di inserire tali disposizioni nei propri statuti. Tali disposizioni sono state nuovamente modificate nel corso del 2009, con il d.lgs. 146/2009, nel quale viene disposto che, con effetto dal 1° luglio 2010, la *Passivity Rule*, sia prevista per legge ma derogabile statutariamente dai singoli emittenti quotati, mentre la regola di neutralizzazione rimane una scelta statutaria.

La scelta del legislatore italiano non si discosta dalla tendenza prevalente negli ordinamenti dei maggiori paesi europei, i quali, sia pure con

talune rilevanti differenze ed eccezioni, hanno inteso mantenere un certo grado di contendibilità del mercato del controllo societario. Tale impostazione, tuttavia, potrebbe subire significative innovazioni nel Regno Unito, dove il *Takeover Panel* (l'organo di autoregolamentazione che vigila sull'applicazione del *City Code*) si accinge a lanciare una consultazione pubblica per valutare l'opportunità di apportare revisioni alle regole vigenti. Dal dibattito in corso, emergono in particolare orientamenti che prefigurano la possibilità che le eventuali modifiche riducano il grado di apertura del mercato del controllo societario inglese, soprattutto per le società reputate di interesse strategico nazionale.

Nel corso del 2009 il legislatore italiano ha, altresì, modificato la disciplina dell'Opa cosiddetta da consolidamento, relativa all'obbligo di offerta che consegue agli acquisti effettuati da chi già detiene una partecipazione superiore al 30 per cento del capitale senza possedere il 50 per cento più una azione. Tale intervento risulta volto a consentire agli azionisti di riferimento il raggiungimento della partecipazione di controllo di diritto degli emittenti quotati in tempi più rapidi rispetto a quanto previsto in passato. In particolare, con l'art. 3-*quater* della legge n. 33 del 2009 è stato modificato l'art. 106, comma 3, lett. *b)* del Tuf stabilendo nel 5 per cento la percentuale acquistabile da chi già si trova a detenere una partecipazione superiore al 30 per cento, e confermando nel contempo la delega regolamentare alla Consob a disciplinare le ipotesi in cui sorge l'obbligo di offerta. Con la delibera n. 16893 del 14 maggio 2009, la Consob ha innalzato la soglia rilevante ai fini dell'Opa da consolidamento al 5 per cento, adeguando l'art. 46 del Regolamento Emittenti (che prevedeva il 3 per cento) al dettato legislativo.

Altre modifiche contenute nel citato decreto legislativo 146/2009 hanno riguardato, tra l'altro, il già citato regime applicabile alle offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito; le definizioni di persone che agiscono di concerto e di partecipazione rilevante per l'obbligo di Opa; l'ambito di applicazione della disciplina e il regime pubblicitario dei patti parasociali. In ordine a tali modifiche sono state conferite alla Consob apposite deleghe regolamentari. Tra le deleghe di maggior rilievo si rammentano quella che conferisce all'Istituto il potere di indicare i casi e le modalità in cui gli strumenti finanziari derivati detenuti debbano essere computati nella nozione di partecipazione rilevante ai fini Opa e quella concernente la possibilità di individuare presunzioni relative di azione di concerto e casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto.

La Consob si propone di recepire le disposizioni comunitarie tenendo anche conto delle questioni emerse nell'esperienza applicativa e delle indicazioni che si evincono dall'analisi comparata dei principali ordinamenti esteri.

In particolare, al fine di rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza sono al vaglio disposizioni volte a contrastare il fenomeno noto come "*coazione a vendere*" (*pressure to tender*), ossia la circostanza in cui anche l'azionista non favorevole all'offerta sarebbe indotto ad aderirvi dal timore, in caso di successo dell'offerta stessa, di restare in possesso di titoli destinati a deprezzarsi a causa della riduzione della liquidità degli stessi e della contendibilità della società. Le ipotesi di modifiche regolamentari sono dirette a contenere gli elementi che possono alterare la scelta di adesione all'offerta da parte dei soggetti destinatari dell'offerta stessa. Agirebbero in tal senso disposizioni in ordine alla riapertura dei termini dell'offerta promossa dall'azionista di controllo in caso di suo successo (poiché ciò lascerebbe all'azionista che non avesse ritenuto conveniente aderire all'Opa nella prima fase l'opportunità di farlo nella seconda); l'attribuzione di un rafforzato contenuto informativo al comunicato dell'emittente nonché la revisione dei criteri per la determinazione del prezzo nei casi di obbligo di acquisto dei titoli residui in seguito al superamento di determinate soglie di capitale.

Ulteriori modifiche in corso di elaborazione potrebbero attenere all'ambito applicativo delle disposizioni in materia di trasparenza informativa e regole di correttezza, con riguardo: alla rilevanza degli strumenti finanziari derivati anche con clausola "*cash settlement*" ai fini dell'applicabilità delle norme sulla trasparenza in pendenza di Opa e sulla *best price rule*; all'allungamento del periodo di decorrenza della medesima *best price rule*; al maggiore coinvolgimento degli azionisti di minoranza in materia di esenzioni dall'applicazione della disciplina dell'Opa obbligatoria.

Al fine di preservare l'efficienza del mercato del controllo societario, sono allo studio disposizioni volte a favorire la promozione di offerte concorrenti (mediante l'eliminazione dell'obbligo di promozione a un corrispettivo superiore a quello dell'offerta originaria) nonché a limitare la discrezionalità della Consob e la portata applicativa delle disposizioni in materia di "correzione" del prezzo dell'Opa obbligatoria, allo scopo di dare maggiore certezza al mercato sull'applicabilità delle norme.

Nell'ottica di assicurare parità di trattamento agli investitori italiani ed esteri e di perseguire l'armonizzazione della disciplina nazionale rispetto a quella degli altri paesi, si intende snellire gli adempimenti delle offerte transfrontaliere (ossia delle procedure per il riconoscimento dei documenti approvati da Autorità di vigilanza di uno Stato membro UE o di Stati extracomunitari) nonché prevedere disposizioni regolamentari *ad hoc* per le offerte pubbliche connesse a operazioni di ristrutturazione del debito e casi di inapplicabilità della disciplina Opa per le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dalle azioni.

Allo scopo di rafforzare la trasparenza informativa, ridurre i costi di *compliance* in capo agli operatori e di rendere più veloce il procedimento istruttorio da parte della Consob, sono in corso di elaborazione modifiche ai

contenuti delle comunicazioni *ex* art. 102 del Tuf e ai documenti d'offerta tese a realizzare una maggiore standardizzazione delle informazioni richieste.

1.4 La disciplina delle operazioni con parti correlate

La Consob ha concluso l'iter di approvazione della nuova disciplina sulle operazioni con parti correlate effettuate, direttamente o tramite società controllate, da società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante, secondo la definizione di cui all'art. 2325-*bis* c.c.).

L'*iter* era stato avviato con un primo documento di consultazione pubblicato il 9 aprile 2008 a cui aveva fatto seguito, dopo un seminario aperto al pubblico svoltosi presso la sede Consob di Roma il 20 giugno 2008 e la ricezione di 31 risposte alla consultazione, la pubblicazione di un secondo documento di consultazione in data 3 agosto 2009. Si è quindi tenuto un altro seminario aperto al pubblico in data 13 ottobre 2009 e sono pervenute, fino ai primi giorni di dicembre 2009, numerose risposte alla consultazione.

La nuova disciplina riunisce in un nuovo distinto Regolamento norme su obblighi di informazione continua e periodica, attuative, fra l'altro, degli articoli 114 e 154-*ter* del Tuf e sostitutive di regole già dettate dal Regolamento Emittenti, e norme attuative della delega attribuita dall'art. 2391-*bis* c.c.; tale ultima norma demanda alla potestà regolamentare della Consob la definizione di principi generali in tema di trasparenza e di correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, precisando che devono essere disciplinate la competenza decisionale, le motivazioni e la documentazione delle operazioni stesse.

La nuova disciplina integra in un unico disegno gli obblighi di trasparenza e i principi in materia di procedure che le società quotate e diffuse devono adottare al fine di assicurare condizioni di correttezza nell'intero processo di realizzazione delle operazioni con parti correlate.

Con riguardo alla trasparenza nei confronti del pubblico, che sarà efficace dal primo ottobre 2010, il regolamento prevede un significativo rafforzamento della disciplina attuale (contenuta principalmente nell'art. 71-*bis* del Regolamento Consob in materia di emittenti), richiedendo la comunicazione al mercato delle operazioni (definite di maggiore rilevanza) che superano determinate soglie quantitative[59]. La comunicazione al mercato

[59] Le soglie corrispondono al 5 per cento di determinati parametri specificamente indicati, quali capitalizzazione di borsa, patrimonio netto, attivo totale, passività totali, ossia il 2,5 per cento nel caso di società quotate controllate da altre quotate, o le minori percentuali indicate dalle società. Nel caso di banche sono stati previsti adeguamenti ai parametri per tener conto delle loro specificità. È stato inoltre eliminato, rispetto alla proposta iniziale, in via generale il parametro che faceva riferimento ai ricavi della società e sono stati apportati altri aggiustamenti tecnici, tenendo conto di quanto emerso dalle consultazioni.

deve descrivere, tra l'altro, le caratteristiche dell'operazione, le motivazioni economiche della società emittente al compimento dell'operazione e le modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione.

Con riferimento all'informativa periodica in attuazione dell'art. 154-*ter* del Tuf, è previsto che nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale vengano date informazioni sulle singole operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza; sulle altre operazioni con parti correlate concluse nel periodo di riferimento che abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società; su qualsiasi modifica o sviluppo delle operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione finanziaria annuale che abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società.

Per i profili attinenti alla trasparenza e correttezza procedurale e sostanziale, la regolamentazione adottata, da applicarsi entro il 1° gennaio 2011, conferma la scelta di fondo di attribuire un ruolo centrale agli amministratori indipendenti nell'assicurare che le operazioni siano realizzate nell'interesse della società.

Il regolamento definisce una procedura generale (meno complessa) per le operazioni con parti correlate definite "di minore rilevanza". Tale procedura generale prevede un parere non vincolante di un comitato composto da amministratori non esecutivi né correlati, in maggioranza indipendenti. Dovrebbe così essere possibile alle società utilizzare i comitati già presenti composti da soli amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti. Come richiesto nella consultazione, è stato precisato l'oggetto del parere del comitato, che deve riguardare l'interesse della società al compimento dell'operazione nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle sue condizioni[60].

È prevista una procedura speciale più rigorosa per le "operazioni di maggiore rilevanza" con parti correlate (quelle che superano le soglie stabilite per gli obblighi di trasparenza). In questi casi, a integrazione di quanto dettato dalla procedura generale, gli amministratori indipendenti devono essere coinvolti nelle trattative, ricevendo un ampio e tempestivo flusso di informazioni e avendo la possibilità di chiedere chiarimenti e formulare osservazioni agli esecutivi. La delibera è assunta dall'organo amministrativo nella sua interezza con il parere vincolante degli indipendenti, che possono

[60] Il comitato di amministratori indipendenti può inoltre avvalersi di esperti indipendenti di propria scelta; le procedure possono stabilire un tetto di spesa. Si prevedono altresì: i) un'adeguata informativa *ex ante* fornita tempestivamente all'organo deliberante e al comitato che deve esprimere il parere; ii) i verbali delle delibere di approvazione che rechino un'adeguata motivazione sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle sue condizioni; iii) una completa informativa almeno trimestrale ad amministratori e sindaci sull'esecuzione delle operazioni; iv) ferma la disciplina dell'informazione cosiddetta *price sensitive*, un'informativa al pubblico almeno trimestrale sulle operazioni approvate nonostante il parere contrario degli indipendenti e la contestuale pubblicazione dei pareri negativi.

avvalersi della consulenza di esperti esterni, remunerati dalla società. Le procedure possono peraltro prevedere che, qualora il consiglio di amministrazione intenda procedere *malgrado* l'avviso contrario degli indipendenti, l'operazione possa comunque essere compiuta, previa approvazione dell'assemblea, che delibera – oltre che con le maggioranze prescritte dal codice civile – anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati (meccanismo del cosiddetto *whitewash*)[61].

Nel caso di operazioni di competenza assembleare, ferma l'applicazione delle descritte procedure per la presentazione della proposta, per le operazioni di maggiore rilevanza con parere negativo degli indipendenti, è richiesta l'applicazione del meccanismo del *whitewash*, volto a evitare che l'esito della votazione sia determinato da soci parti correlate nell'operazione (ferma restando la possibilità per le procedure di prevedere una presenza minima di soci non correlati non superiore al 10 per cento).

Sono previste facilitazioni per le società neo-quotate (nei primi 2 anni dall'ammissione in Borsa), per le società di minori dimensioni[62] e per le società con azioni diffuse. Ferma restando la disciplina di trasparenza, queste società possono applicare la normativa per le operazioni di minore rilevanza anche alle operazioni di maggiore rilevanza. Alcune operazioni, inoltre, possono essere esentate in tutto o in parte dall'applicazione della disciplina, sulla base di una scelta delle società[63].

Per la nozione di "amministratori indipendenti" la disciplina richiede quanto meno i requisiti previsti dal Tuf (art. 148, comma 3) o stabiliti da normative di settore eventualmente applicabili in ragione dell'attività svolta dalla società[64]. Per le banche i requisiti di indipendenza sono stabiliti dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentita Banca d'Italia (art. 26 del Testo Unico Bancario); per le imprese di assicurazione è competente il Ministro delle Attività Produttive, sentito Isvap (art. 76 del Codice delle assicurazioni private); per Sim, Sgr e Sicav i requisiti sono stabiliti dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite Banca d'Italia e Consob (art.

[61] Sia nel caso della procedura generale che nel caso di quella speciale, ove non dispongano di un numero sufficiente di amministratori indipendenti le società possono dotarsi di procedure che assicurino presidi equivalenti. Regole analoghe sono previste per il modello dualistico, nel quale il parere può essere reso da un comitato di consiglieri di sorveglianza indipendenti o, a scelta della società e ove presenti, di consiglieri di gestione indipendenti.

[62] Il riferimento è alle società con attivo dello stato patrimoniale e ricavi non superiori ai 500 milioni di euro.

[63] Tra queste: le operazioni di importo esiguo; le operazioni con e tra controllate e con collegate; le operazioni ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard; le operazioni urgenti (quelle indifferibili o legate a situazioni di crisi aziendale); l'assegnazione di compensi agli amministratori e agli altri dirigenti in attuazione di politiche di remunerazione già passate al vaglio dell'assemblea. Specifiche esenzioni sono state previste per le operazioni già soggette alla disciplina del Testo Unico Bancario relativa alle obbligazioni degli esponenti bancari.

[64] Ulteriori riferimenti ai fini dell'individuazione dei requisiti possono essere le procedure e gli eventuali codici di comportamento ai quali la società dichiari di aderire, purché essi siano almeno equivalenti a quelli previsti dal Tuf.

13 del Tuf). L'adozione di tali provvedimenti completerà, pertanto, il quadro normativo in materia di operazioni con parti correlate.

1.5 La regolamentazione attuativa della disciplina sui consulenti finanziari

Nel gennaio 2010 è stato emanato il Regolamento recante norme di attuazione del Tuf in materia di consulenti finanziari, persone fisiche e società di consulenza finanziaria, che ha fatto seguito, oltre che a un'ampia consultazione con il mercato, alla completa definizione del quadro della normativa primaria.

La disciplina delle nuove figure di operatori professionali abilitati alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti è ispirata all'obiettivo di favorire lo sviluppo del servizio di consulenza (essenziale canale di accesso dei risparmiatori al mercato finanziario) e di accrescere la concorrenza tra i diversi operatori presenti sul mercato, in un contesto normativo che assicuri equivalenza delle condizioni di svolgimento dell'attività da parte dei prestatori del servizio e un elevato livello di protezione degli investitori.

I punti qualificanti del nuovo assetto normativo sono, da un lato, l'innovativa architettura di vigilanza prefigurata dal legislatore, intesa a conciliare adeguati margini di autonomia dell'ordinamento professionale e idonei presidi di controllo pubblico; dall'altro, i rigorosi standard di correttezza e trasparenza dettati a salvaguardia dell'interesse dei clienti.

Sotto il primo profilo, si segnala la scelta del legislatore di articolare la supervisione sui consulenti finanziari e le società di consulenza finanziaria su un doppio livello, secondo un modello in parte simile a quello sperimentato per i promotori finanziari.

Il primo livello è affidato a un Organismo, composto da 5 membri nominati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze tra persone di comprovata professionalità ed esperienza, di cui due designati dagli operatori appartenenti alla categoria. L'Organismo è chiamato a curare la tenuta dell'albo dei consulenti persone fisiche e delle società di consulenza finanziaria istituito dall'art. 18-*bis* del Tuf nonché a vigilare sul rispetto della disciplina professionale da parte degli iscritti, attivando gli opportuni strumenti informativi, ispettivi e sanzionatori.

Il secondo livello di supervisione è affidato, nel quadro delle più generali finalità previste dall'art. 5 del Tuf, alla Consob. All'Istituto vengono attribuiti poteri regolamentari e di vigilanza che dovranno esercitarsi nei confronti dell'Organismo al fine di assicurare l'efficace e tempestivo esercizio delle funzioni assegnate a quest'ultimo.

Le scelte regolamentari compiute dalla Consob sulla base dei criteri direttivi fissati dal legislatore sono ispirate ai principi di proporzionalità e

sostenibilità dei costi di *compliance* nonché di uniformità della disciplina di trasparenza e correttezza dei comportamenti nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti.

Sotto questo aspetto assumono particolare rilievo per la salvaguardia della fiducia dei clienti l'osservanza da parte dei consulenti e delle società di consulenza finanziaria di una serie di fondamentali obblighi di correttezza professionale. Si segnalano, rispettivamente, il dovere di: fornire informazioni corrette, chiare, non fuorvianti e sufficientemente dettagliate affinché i clienti possano adottare decisioni di investimento informate; acquisire dai clienti le informazioni necessarie al fine di raccomandare gli strumenti finanziari più adatti; valutare, sulla base delle informazioni acquisite dai clienti, l'adeguatezza delle operazioni raccomandate; agire sempre nell'interesse dei clienti.

Il processo di regolamentazione secondaria si completerà con l'emanazione da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite Consob e Banca d'Italia, delle disposizioni in tema di requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza in capo agli esponenti aziendali delle società di consulenza finanziaria.

2 L'attività di livello 3 e le comunicazioni interpretative

2.1 Le comunicazioni interpretative della disciplina di attuazione della MiFID

Il 2 marzo 2009 è stata emanata la comunicazione 9019104 avente ad oggetto "*Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*". La comunicazione si inserisce nell'ambito delle misure di cosiddetto "livello 3" sul Regolamento Intermediari, con cui la Consob fornisce orientamenti interpretativi di dettaglio, funzionali alla concreta applicazione del nuovo sistema normativo adottato a seguito del recepimento della direttiva MiFID.

Il testo tratta della distribuzione alla clientela al dettaglio di prodotti illiquidi (obbligazioni bancarie, prodotti finanziario-assicurativi, derivati) e raccomanda agli intermediari concrete misure di trasparenza; prescrive presidi sulle modalità di *pricing;* richiede agli stessi intermediari una conoscenza approfondita dei prodotti illiquidi distribuiti e della clientela destinataria dell'offerta, al fine di una compiuta valutazione di adeguatezza e di appropriatezza.

Con particolare riguardo alle raccomandazioni di trasparenza, è richiesto agli intermediari di fornire al cliente informazioni sul valore corretto e sui costi impliciti ed espliciti del prodotto illiquido distribuito. È quindi rappresentata agli operatori l'opportunità di informare il cliente sulle

caratteristiche del prodotto distribuito presentando confronti con prodotti semplici e noti che agevolino il compimento di scelte consapevoli.

Sul piano della lettura delle regole vigenti in tema di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti viene richiesta all'intermediario la conoscenza approfondita delle preferenze della clientela, con particolare riguardo all'orizzonte di investimento, in maniera da poter fornire i più adeguati consigli. In proposito è sottolineata la necessità che, nel processo di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni, l'*holding period* dell'investitore sia espressamente e autonomamente raffrontato alla durata del prodotto illiquido distribuito, al fine di garantire la compatibilità delle due variabili.

La comunicazione "*La ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore*" del 14 gennaio 2009, emanata a conclusione di una consultazione condotta sul livello 3 della Direttiva MiFID, fornisce i primi orientamenti interpretativi relativi al Regolamento Intermediari con riferimento alle condizioni di ricevibilità della ricerca in materia di investimenti che i negoziatori riconoscono ai gestori (individuali o collettivi) quale specifica prestazione non monetaria. Il documento affronta i profili afferenti: alla ricerca come elemento del processo di investimento; alle condizioni di ricevibilità della ricerca quale specifica tipologia di *soft commission*; ai profili di *best execution* e coerenza con la specializzazione del negoziatore.

2.2 La disciplina sull'elezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo

L'ordinamento italiano ha dettato una disciplina particolarmente incisiva in materia di partecipazione delle minoranze azionarie al governo societario, nel contempo assegnando alla Consob un ruolo importante nella definizione delle disposizioni attuative e nella vigilanza sul loro rispetto sostanziale.

La Commissione è intervenuta in proposito con la comunicazione 9017893 del 26 febbraio 2009 sull'informativa da rendere al pubblico in occasione della presentazione di liste per l'elezione dei componenti gli organi sociali di società con azioni quotate. In particolare, la comunicazione raccomanda ai soci che presentino una lista di minoranza per l'elezione dell'organo di amministrazione di depositare, insieme alla lista, una dichiarazione che attesti l'assenza di rapporti di collegamento, anche indiretti, con gli azionisti che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa. In tale dichiarazione dovranno inoltre essere indicate le eventuali relazioni tra i suddetti soggetti, qualora significative[65], secondo l'esemplificazione fornita nella comunicazione

[65] 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, a un patto

stessa nonché le motivazioni per le quali tali relazioni non sono state considerate determinanti per l'esistenza dei citati rapporti di collegamento.

I componenti degli organi di controllo sono stati altresì 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 per il mercato in ogni fase delle procedure di presentazione delle liste e di nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo.

La comunicazione, adottata in esito alla consultazione del mercato, ha tratto impulso dalle risultanze emerse in sede di prima applicazione delle norme del Regolamento Emittenti sul voto di lista. Le verifiche effettuate in occasione della stagione assembleare 2008 avevano, infatti, lasciato emergere l'esigenza di assicurare una più ampia trasparenza sulle eventuali relazioni tra i soggetti che presentano le liste di minoranza e i soci di controllo o di maggioranza relativa, rendendo talvolta necessari interventi per integrare le informazioni fornite e per responsabilizzare gli organi sociali a un'applicazione della disciplina coerente con la finalità di tutela delle minoranze.

Contestualmente al citato intervento, nel febbraio del 2009 è stata sottoposta alla consultazione del mercato una proposta di comunicazione contenente raccomandazioni riguardanti l'informativa che l'organo amministrativo deve fornire in merito alle valutazioni sulla sussistenza dei requisiti di indipendenza in capo ai suoi componenti. L'iniziativa traeva spunto dal fatto, rilevato peraltro anche per il 2009 (si veda il §4 del precedente Capitolo II "*L'attività di vigilanza*"), che in molti casi gli amministratori sono definiti indipendenti ai sensi del Codice di autodisciplina di Borsa Italiana senza che sia stata evidenziata la mancanza di alcuni requisiti indicati dal medesimo Codice e le motivazioni per le quali gli stessi amministratori sono stati ritenuti comunque indipendenti.

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, a 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 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 cosiddetta 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.

Attesa l'esigenza di assicurare un più elevato grado di trasparenza sulla 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.

Al termine della consultazione, è stata riscontrata la generale condivisione da parte del mercato degli obiettivi di trasparenza perseguiti dalla suddetta comunicazione. Si è preso atto, peraltro, dell'intenzione manifestata da Borsa Italiana di avviare in tempi brevi una revisione del Codice di autodisciplina, anche per tener conto delle migliori prassi rilevate e delle esigenze di trasparenza emerse nella specifica materia. Il 3 marzo 2010, infatti, il Comitato per la *corporate governance* di Borsa Italiana ha raccomandato alle società che aderiscono al Codice di autodisciplina di inserire nei comunicati diffusi al mercato, dopo le nomine deliberate nelle prossime assemblee del 2010, informazioni sulle valutazioni dei consigli di amministrazione in merito ai requisiti di indipendenza. In particolare, il Comitato raccomanda alle società di illustrare nei comunicati che riportano l'esito delle proprie valutazioni in merito all'indipendenza degli amministratori se siano stati adottati e, in tal caso, con quale motivazione, parametri di valutazione differenti da quelli indicati nel Codice, anche con riferimento a singoli amministratori, nonché i criteri quantitativi e/o qualitativi eventualmente utilizzati per valutare la significatività dei rapporti oggetto di valutazione.

La Consob, oltre a rinviare l'adozione della comunicazione per poter valutare gli sviluppi dell'autoregolamentazione, ha comunque ritenuto opportuno, nelle more dell'iniziativa di Borsa Italiana, sottoporre alla consultazione una proposta di modifica regolamentare avente ad oggetto la *disclosure* sulle valutazioni concernenti gli amministratori che siano indipendenti ai sensi del Tuf, integrando le norme in cui sono previsti specifici obblighi di pubblicità sui componenti degli organi sociali eletti (amministratori e componenti degli organi di controllo di minoranza o maggioranza, amministratori indipendenti). Nel Codice di autodisciplina, infatti, si fa riferimento esclusivamente alle valutazioni aventi ad oggetto i requisiti di indipendenza previsti dal Codice stesso, mentre la proposta di comunicazione della Consob richiede una completa informativa su entrambe le fattispecie.

4 L'attività di *enforcement* e i rapporti con l'Autorità Giudiziaria

Nel corso del 2009 l'attività di *enforcement* della Consob si è avvalsa intensamente dello strumento della vigilanza ispettiva. Rispetto agli anni precedenti, infatti, si è registrato un incremento del ricorso agli accertamenti ispettivi in termini sia quantitativi sia qualitativi (per la multidisciplinarità e la complessità dei casi affrontati). In particolare, sono state concluse 29 ispezioni (24 del 2008 e 12 nel 2007), che hanno interessato trasversalmente tutte le aree di interesse istituzionale coinvolgendo non solo intermediari finanziari ma anche emittenti quotati, società di revisione e una società di gestione di un mercato regolamentato. Anche la vigilanza su Internet si è connotata per un notevole incremento dei siti *web* visitati, passati dai 24 del 2007 agli 86 del 2009.

Lo strumento ispettivo è stato modulato sia come misura di intervento rispetto alla constatazione o al forte sospetto di situazioni patologiche, sia come strumento "ricognitivo", volto cioè ad acquisire informazioni sull'evoluzione dei mercati e sugli orientamenti dei soggetti vigilati rispetto a temi di interesse istituzionale. Oltre a permettere l'avvio di procedimenti sanzionatori, talvolta particolarmente incisivi, l'attività ispettiva ha consentito di attuare una vigilanza preventiva e di segnalare l'attenzione della Consob su specifici temi. Si collocano in questa ottica, in particolare, le verifiche ispettive finalizzate ad accertare, nell'ambito della più ampia verifica dell'adeguamento alla MiFID, le soluzioni adottate dai principali intermediari bancari per la distribuzione dei prodotti illiquidi presso la clientela al dettaglio.

Per quanto riguarda l'attività sanzionatoria, nel 2009 si è registrato un significativo incremento dell'entità delle sanzioni applicate, riconducibile essenzialmente alle condotte illecite accertate in materia di abusi di mercato (*insider trading* e manipolazione del mercato).

A fronte della sostanziale stabilità del numero di procedimenti conclusi (155 rispetto ai 156 del 2008) e dei provvedimenti sanzionatori complessivamente adottati (138 rispetto ai 136 dell'anno precedente), il controvalore complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate si è più che triplicato, passando dai 6,5 milioni di euro del 2008 ai 21,1 milioni del 2009. Sono altresì cresciuti il controvalore dei beni oggetto di confisca (20,9 milioni di euro rispetto ai circa 5,5 milioni del 2008) e il dato relativo alle sanzioni

interdittive accessorie applicate in relazione ad accertate fattispecie di abusi di mercato (152 mesi in totale rispetto ai 18 mesi dell'anno precedente).

1 L'attività sanzionatoria

Nel corso del 2009 la Commissione ha assunto 17 provvedimenti sanzionatori (5 nel 2008) per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato, di cui 11 concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e le restanti 6 casi di manipolazione del mercato.

Le sanzioni pecuniarie comminate, complessivamente pari a 9,2 milioni di euro, hanno riguardato in tutto 23 soggetti di cui 3 persone giuridiche, sanzionate 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 152 mesi, per un periodo minimo di 2 mesi e fino a un massimo di 15 mesi *pro-capite*; 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 20,9 milioni di euro.

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggior rilevanza, meritano di essere segnalati quelli relativi alle operazioni di acquisto di azioni di Banca Italease poste in essere, nel gennaio 2006, da 7 gestori di patrimoni e di Oicr utilizzando l'informazione privilegiata relativa all'allora imminente pubblicazione da parte di Citigroup di una ricerca su Banca Italease (si veda il precedente § 2 del Capitolo II – "*L'attività di vigilanza*"). Tali operazioni si sono sostanziate nella violazione dell'art. 187-*bis* del Tuf (abuso di informazioni privilegiate), con conseguente applicazione di sanzioni pecuniarie nei confronti delle persone fisiche responsabili delle violazioni per complessivi 3,7 milioni di euro circa.

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 un totale di 120 mesi.

Un altro caso di violazione della disciplina in materia di abusi di mercato è stato accertato in relazione a ingenti acquisti di azioni Mediobanca effettuati, nell'agosto 2005, da una persona fisica tramite ordini impartiti telefonicamente a un *trader* di Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni Spa. Le modalità operative utilizzate per effettuare gli acquisti in esame sono risultate idonee a provocare un anomalo rialzo del prezzo delle

azioni Mediobanca al termine della negoziazione continua e nell'asta di chiusura.

Tale condotta illecita, integrante la violazione dell'art. 187-*ter*, comma 3, lett. *b)*, del Tuf, è risultata ascrivibile anche alla persona giuridica riferibile al soggetto che ha impartito gli ordini di acquisto quale soggetto responsabile in solido con l'autore dell'illecito (ai sensi dell'art. 6, comma 3, della legge 689/1981 e ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf) e nel cui interesse era stata commessa la violazione.

Nei confronti delle persone fisiche responsabili delle violazioni sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 750 mila euro, oltre alla sanzione interdittiva accessoria per complessivi 14 mesi. Un'ulteriore sanzione di 700 mila euro è stata applicata nei confronti della persona giuridica, in relazione alla violazione dell'art. 187-*quinquies* del Tuf.

Le indagini espletate con riguardo all'operatività posta in essere sui titoli Mediobanca sono all'origine di un ulteriore procedimento sanzionatorio, concluso nel corso del 2009, concernente un caso di abuso di informazione privilegiata posto in essere da un esponente aziendale di Cofito Spa, società controllante Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni Spa (Bim). Il soggetto cui sono stati contestati i fatti, tra fine maggio e inizio giugno 2005, ha disposto l'acquisto di 1,3 milioni di azioni Mediobanca per conto di Cofito Spa utilizzando l'informazione privilegiata, che possedeva in ragione dell'attività lavorativa e delle funzioni svolte, relativa al fatto che 2 persone fisiche stavano a quel tempo per conferire a Bim importanti ordini d'acquisto di azioni Mediobanca.

In relazione all'illecito posto in essere, è stata comminata nei confronti dell'autore della violazione una sanzione pecuniaria pari a 1,8 milioni di euro nonché la sanzione interdittiva accessoria, ai sensi dell'art. 187-*quater*, comma 1, del Tuf per complessivi 6 mesi. La medesima sanzione pecuniaria è stata inoltre applicata a Cofito Spa, ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf, oltre alla confisca dei titoli azionari e obbligazionari già oggetto di sequestro cautelare, per un controvalore complessivo pari a circa 20,7 milioni di euro.

Nella materia delle violazioni alla disciplina sull'intermediazione mobiliare, nel 2009 la Commissione ha adottato 9 provvedimenti sanzionatori nei confronti di una banca, 4 Sim, 2 Sgr e 2 agenti di cambio. Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 1,9 milioni di euro, sono state comminate nei confronti di 44 esponenti aziendali.

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 maggiore rilevanza hanno riguardato: 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 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 carenza delle procedure atte a consentire la compiuta valutazione dell'adeguatezza delle operazioni disposte dai clienti; iv) la mancanza di procedure idonee a garantire un'adeguata conoscenza dei prodotti commercializzati.

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggiore rilevanza, si segnala quello adottato nei confronti di esponenti aziendali del Gruppo Pirelli (Pirelli & C. Real Estate Sgr e Pirelli & C. Real Estate) in relazione a irregolarità poste in essere nel periodo aprile – luglio 2007 in concomitanza con il lancio, da parte di Gamma RE BV, di due offerte pubbliche d'acquisto sui fondi Tecla e Berenice, istituiti e gestiti da Pirelli & C. Real Estate Sgr.

Dal complesso degli accertamenti svolti sono emerse 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. Più in particolare è stato accertato che Pirelli RE Sgr non aveva adottato le misure necessarie per prevenire o, perlomeno, ridurre al minimo gli effetti negativi per i titolari delle quote dei 2 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 alla quale erano riconducibili le Opa nei confronti dei fondi Tecla e Berenice (essendo state promosse dal "veicolo societario" Gamma RE a sua volta riconducibile alla stessa Pirelli RE).

Ulteriori provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina degli intermediari sono stati adottati nei confronti di esponenti aziendali di 4 Sim, in esito ad accertamenti svolti sull'operatività dai medesimi posta in essere, per conto della clientela, in occasione dell'aumento di capitale della società DeA Capital Spa (eseguito nel periodo giugno-luglio 2007), contemplante, tra l'altro, l'offerta in opzione agli azionisti delle azioni di nuova emissione.

Dagli accertamenti condotti è risultato che tali intermediari, nel luglio 2007, dopo aver sottoscritto il predetto aumento di capitale, hanno provveduto a vendere allo scoperto, per importi complessivamente rilevanti, i titoli rivenienti dall'esercizio dei diritti di opzione, prima pertanto di venirne in possesso e nella consapevolezza di non riuscire a far fronte ai propri obblighi di consegna nei termini previsti dal Regolamento di borsa (cosiddetto "*fail*").

Più in particolare, è stato accertato che l'operatività posta in essere dai suddetti intermediari si è basata sul ricorso al *fail* come strategia operativa ed è consistita precisamente nell'aver posto in essere un numero

significativo di vendite allo scoperto di titoli azionari DeA Capital e contemporaneamente acquisti di diritti per la sottoscrizione dei titoli rivenienti dall'aumento di capitale della medesima società, allo scopo di lucrare la differenza tra il prezzo fissato per l'esercizio dei diritti di opzione per ciascuna azione di nuova emissione e quello corrente di mercato.

I fatti accertati hanno evidenziato la violazione, da parte di tali operatori di mercato, delle regole di comportamento poste dal Tuf a carico dei medesimi al fine di salvaguardare l'interesse degli investitori e l'integrità del mercato mobiliare e, più specificamente, delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari autorizzati il puntuale rispetto delle regole di funzionamento dei mercati in cui operano.

Tali condotte illecite sono risultate particolarmente gravi, considerato che le vendite allo scoperto sono state poste in essere per volumi significativi tali da comportare una riduzione di efficienza del sistema di liquidazione "*Express II*" in concomitanza con la predetta operatività nonché nocumento alle controparti *in bonis* le quali non hanno potuto ritirare i titoli che avevano acquistato.

Quanto alle violazioni della disciplina degli emittenti, l'attività di vigilanza ha comportato nel corso del 2009 l'adozione di 38 provvedimenti, che hanno riguardato rispettivamente la normativa in materia di sollecitazione, offerta pubblica di acquisto, informativa societaria, partecipazioni rilevanti e patti parasociali. A fronte di tali provvedimenti, la Commissione ha applicato sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 10 milioni di euro circa.

Tra le fattispecie di violazione accertate, merita di essere segnalato il caso, già citato, relativo agli inadempimenti delle disposizioni in materia di offerte pubbliche d'acquisto posti in essere da esponenti del Gruppo Pirelli in occasione delle Opa sui fondi Tecla e Berenice. Dal complesso degli accertamenti svolti sono emerse, infatti, violazioni anche della predetta disciplina, consistite sia in carenze informative nei documenti d'offerta relativi alle suddette Opa, sia in infrazioni alle regole di correttezza in sede di predisposizione e definizione dei contenuti dei comunicati diffusi dallo stesso emittente, Pirelli RE Sgr, *ex* art. 103, comma 3, del Tuf.

Quanto alle prime, è stato accertato che i due documenti d'offerta non contenevano tutte le informazioni necessarie per consentire ai destinatari delle Opa di pervenire a un fondato giudizio sull'operazione proposta, in particolare 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.

Quanto alle violazioni inerenti ai comunicati dell'emittente, dalle indagini ispettive è emerso che il procedimento di approvazione dei comunicati *ex* art. 103 del Tuf da parte del consiglio di amministrazione della

Sgr con riferimento alle offerte sui fondi Tecla e Berenice è stato irrimediabilmente condizionato dall'ingerenza di Pirelli RE che avrebbe, invece, dovuto lasciare che il consiglio di amministrazione della Sgr esprimesse in piena autonomia il proprio giudizio sulle offerte, attesa l'evidente situazione di conflitto d'interessi derivante dalla circostanza che Pirelli RE, oltre a essere uno dei soggetti offerenti (tramite il veicolo Gamma RE), era anche il soggetto titolare dell'intero capitale sociale della stessa Sgr.

A conclusione di tale procedimento sono state applicate agli esponenti aziendali interessati, per le violazioni accertate, sanzioni pecuniarie per complessivi 2,6 milioni di euro circa.

Altri 2 procedimenti che hanno riguardato carenze informative nel prospetto di quotazione sono stati adottati nei confronti di esponenti aziendali di Aicon Spa nonché nei confronti del soggetto responsabile del collocamento Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG (HVB, all'epoca dei fatti Unicredit Banca Mobiliare Spa), in occasione dell'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie della predetta società sul Mta nel marzo 2007.

A seguito di una segnalazione di fatti ritenuti censurabili, trasmessa alla Consob dalla società incaricata della revisione sui bilanci di Aicon, sono stati posti in essere accertamenti a conclusione dei quali sono state rilevate criticità sulla capacità dell'emittente di fornire una corretta informativa al mercato a causa di carenze significative nel sistema di controllo di gestione all'epoca della procedura di ammissione a quotazione. Tali carenze non erano state rappresentate come fattore di rischio nella versione finale del prospetto informativo, sebbene ancora presenti alla data di quotazione della società. È stata, altresì, accertata la natura di parti correlate di alcune società del gruppo nonché l'erronea applicazione dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs con riguardo ad alcune voci di bilancio.

In relazione ai fatti di cui sopra, all'esito del procedimento sanzionatorio è risultata accertata la violazione, da parte di Aicon, dell'art. 95, comma 1, del Tuf.

La complessiva istruttoria svolta ha altresì consentito di rilevare la violazione, da parte di Aicon, degli obblighi di informativa al pubblico e alla Consob, gravanti sull'emittente ai sensi rispettivamente dell'art. 114, comma 5 e dell'art. 115 del Tuf, essendo risultata accertata la non corrispondenza al vero di quanto reso noto da Aicon in un comunicato stampa del 23 aprile 2008 nel quale era stata omessa l'indicazione della natura di parti correlate di alcune società nonché di quanto rappresentato alla Consob, in una nota del 13 marzo 2007, in merito all'intervenuta risoluzione di tutte le criticità afferenti al sistema di controllo di gestione, rivelatesi, al contrario, non superate ancora alla data di quotazione.

Nella fattispecie, le irregolarità inerenti alla mancata rappresentazione nel prospetto delle informazioni relative ai rischi derivanti dalle carenze e dalle criticità sussistenti nel sistema di controllo di gestione di

Aicon sono state contestate (e sono risultate accertate all'esito dell'istruttoria espletata) anche a carico dell'esponente aziendale di HVB firmatario, per i profili di competenza, della dichiarazione di responsabilità delle informazioni contenute nel prospetto informativo, ai sensi dell'art. 5, comma 4, del Regolamento Emittenti, nel testo vigente all'epoca dei fatti.

A fronte delle violazioni accertate sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 870 mila euro.

Possibili linee di riforma della disciplina sanzionatoria

Gli interventi operati dal legislatore dal 2005 in avanti hanno significativamente valorizzato l'attività di *enforcement* della Consob. Ne è scaturito, sotto il profilo applicativo, un progressivo incremento dell'attività sanzionatoria che, nel quadriennio 2006/2009, ha comportato l'espletamento di 654 procedimenti sanzionatori, conclusisi in 574 casi con l'accertamento di violazioni e la conseguente applicazione di sanzioni a carico degli autori delle condotte illecite. Il controvalore complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate sfiora i 70 milioni di euro, mentre ammonta a oltre 65 milioni di euro il valore dei beni confiscati agli autori di violazioni delle disposizioni in materia di *market abuse*.

Si tratta di un volume di attività significativo non solo sotto il profilo quantitativo, ma anche per la rilevanza delle operazioni di mercato interessate in questi anni dall'azione della Consob, talune delle quali oggetto di iniziative anche in ambito penale, tuttora in corso. La complessiva sostanziale tenuta, in sede giudiziale, dei provvedimenti sanzionatori ha in generale confermato l'illiceità dei comportamenti di volta in volta rilevati e, più in generale, ha dimostrato l'idoneità del vigente impianto normativo a far fronte, con elevata capacità dissuasiva, a condotte abusive che possono mettere a repentaglio, anche gravemente, l'integrità dei mercati finanziari e finire con il minare la fiducia degli investitori, tanto più in fasi congiunturali, come quella attuale, contrassegnate da una profonda crisi di sistema.

Sussistono nondimeno margini per interventi migliorativi dell'impianto sanzionatorio del Tuf che, pur preservandone la necessaria capacità di deterrenza, rendano le sanzioni più flessibili e proporzionate alla gravità degli illeciti accertati.

Si tratta di possibili interventi – in parte già oggetto di segnalazione nelle Relazioni del 2007 e del 2008 – che afferiscono, anzitutto, alla materia degli abusi di mercato, per i quali la sanzione minima edittale attualmente prevista dagli artt. 187-*bis* (*insider trading*) e 187-*ter* (manipolazione del mercato) può in concreto rivelarsi eccessiva rispetto alla gravità delle condotte illecite accertate e non corrispondere al canone di proporzionalità di derivazione comunitaria.

Lo stesso dicasi per la sanzione pecuniaria prevista in caso di ostacolo all'azione di vigilanza della Consob (art. 187-*quinquiedecies*), il cui minimo edittale (50 mila euro) può parimenti risultare non proporzionato, soprattutto in presenza di condotte illecite contrassegnate da un limitato grado di offensività del bene tutelato.

Per ovviare a ciò appare sufficiente un intervento riformatore che ripristini i minimi edittali vigenti prima dell'entrata in vigore della legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262). Ciò renderebbe più flessibile lo strumento sanzionatorio senza, tuttavia, inficiarne l'attuale capacità afflittiva e dissuasiva in presenza di comportamenti illeciti connotati da maggiore gravità: rimarrebbe infatti invariata la misura del massimo edittale.

In materia di *market abuse* appare, altresì, opportuna la riformulazione dell'art. 187-*sexies*, laddove è attualmente prevista la confisca obbligatoria "*del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo*", anche per equivalente. A causa dell'attuale formulazione della norma, tale sanzione accessoria obbligatoria può infatti assumere un contenuto afflittivo di eccezionale gravità sotto il profilo economico e, anch'esso, non proporzionato alla gravità degli illeciti accertati.

Una possibile modifica all'art. 187-*sexies* potrebbe consistere nel circoscrivere l'oggetto della confisca al solo "*profitto*" ricavato dall'illecito, così da ricondurne sempre la portata entro ambiti di ragionevolezza, senza, tuttavia, minare la capacità dissuasiva e afflittiva complessivamente garantita dalle norme repressive degli abusi di mercato.

Un ulteriore intervento è auspicabile, inoltre, con riferimento alla cornice edittale prevista dall'art. 193 per la violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti nel capitale di emittenti quotati e, più in generale, in materia di informativa societaria. Nonostante le recenti modifiche legislative in tal senso, la risposta sanzionatoria può rivelarsi, infatti, tuttora non proporzionata a fronte di illeciti dotati di scarsa capacità lesiva degli interessi tutelati: anche in tal caso, una riduzione dei minimi edittali attualmente previsti consentirebbe di meglio modulare la reazione sanzionatoria.

Parimenti non proporzionata può rivelarsi l'applicazione delle sanzioni pecuniarie previste in caso di offerta al pubblico di strumenti finanziari in violazione degli obblighi di pubblicità previsti dagli artt. 94 e 98-*ter* (cosiddette offerte abusive). Ai sensi dell'art. 191, infatti, ove sia determinabile il controvalore dell'offerta abusiva, la sanzione pecuniaria non può essere inferiore ad un quarto di tale controvalore: ciò può comportare, in caso di concorso da parte di più soggetti alla realizzazione dell'illecito, l'applicazione di sanzioni pecuniarie di entità complessiva anche di gran lunga superiore al valore dell'offerta stessa. Appare quindi opportuna una modifica legislativa che rimuova tale vincolo di determinazione dell'entità minima della sanzione, fissando un minimo edittale in valore assoluto (ad

esempio, pari a 100 mila euro) e lasciando, invece, inalterato l'attuale massimo (due volte il controvalore offerto).

2 Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza

Nel 2009 non si sono registrate variazioni significative nel numero delle impugnazioni di provvedimenti della Consob. Permane una netta prevalenza di ricorsi avanti al giudice ordinario, attesa la devoluzione alle Corti d'Appello delle controversie concernenti gli atti sanzionatori adottati dalla Commissione.

In 11 sentenze depositate il 30 settembre 2009, le Sezioni Unite della Corte di Cassazione hanno chiarito numerose questioni oggetto di frequente dibattito nei giudizi di opposizione aventi ad oggetto delibere sanzionatorie adottate dalla Consob ai sensi dell'art. 187-*septies* e 195 del Tuf.

In queste decisioni, le Sezioni Unite hanno innanzitutto abbandonato l'indirizzo in precedenza univocamente espresso dalla Corte di Cassazione circa il difetto di legittimazione all'opposizione *ex* art. 195 del Tuf delle persone fisiche non ingiunte del pagamento della sanzione. Nelle sentenze di cui si tratta, la legittimazione della persona fisica, destinataria della sanzione ma non dell'ingiunzione di pagamento, a partecipare al giudizio di opposizione è stata riconosciuta in ragione della peculiare previsione normativa dell'obbligo di regresso di cui all'art. 195, comma 9, Tuf.

Le Sezioni Unite hanno, poi, definitivamente chiarito che il superamento dei termini previsti per la conclusione del procedimento sanzionatorio non comporta l'invalidità dell'atto finale, alla luce del disposto dell'art. 21-*octies* della legge 241/1990.

La Corte di Cassazione ha ribadito la legittimità delle disposizioni regolamentari con le quali la Consob detta "*principi generali e di massima*" ai quali l'assetto organizzativo e l'attività dell'intermediario devono uniformarsi (si pensi, ad esempio, alla nozione di idoneità delle procedure ad assicurare un "ordinato e corretto" svolgimento dei servizi di investimento).

Tali disposizioni sono state ritenute, innanzitutto, rispettose del principio di legalità. Né le disposizioni regolamentari di cui si tratta presentano profili di contrasto con il principio di tassatività e determinatezza. Tale principio, hanno osservato i Supremi Giudici, «*non è destinato ad operare con la medesima intensità nella sfera dell'illecito amministrativo e in quella del reato penale, specie in una materia contraddistinta da specifiche e per certi versi uniche peculiarità quale l'intermediazione finanziaria, ove si configurano condotte e comportamenti in ipotesi contrarie all'interesse dei risparmiatori e del mercato, di talché in alcun modo e sotto alcun profilo è lecito discorrere di norme sanzionatorie "in bianco", essendo i poteri regolamentari della Consob*

rigorosamente individuati ex ante secondo principi e direttive contenute in fonti primarie».

Ha formato oggetto di scrutinio anche la questione della idoneità del procedimento sanzionatorio della Consob a garantire il rispetto del principio del contraddittorio richiamato dagli artt. 195 e 187-*septies* del Tuf.

La Suprema Corte ha innanzitutto rilevato, in linea generale, che gli elementi essenziali della contestazione dell'illecito sono «*l'indicazione dei fatti rilevati, la loro qualificazione in termini di illecito, l'imputazione dell'illecito integrato da tali fatti al responsabile*» ed è su tali circostanze che può e deve esplicarsi il diritto di difesa dell'incolpato; e ciò in ossequio ai principi «*a mente dei quali il contraddittorio -e il diritto di difesa- nella fase amministrativa prodromica all'emanazione dell'ordinanza-ingiunzione resta incentrata sul fatto, individuato in tutte le circostanze concrete che valgono a caratterizzarlo e siano rilevanti ai fini della pronuncia del provvedimento finale*». Ne consegue l'inesistenza di un autonomo diritto dell'incolpato all'interlocuzione con la Commissione (in composizione collegiale) nella fase decisoria del procedimento sanzionatorio, con specifico riguardo ai criteri di determinazione, nel *quantum*, della sanzione.

Alla luce dei ricordati principi, la Corte di Cassazione ha statuito la assoluta legittimità dell'«*intero procedimento sanzionatorio disciplinato dalla delibera Consob n. 15086*» in quanto «*pienamente idoneo ad assicurare l'invocato contraddittorio*»; e ciò «*proprio in conseguenza della distinzione in due parti della fase istruttoria e dello svolgimento di una seconda fase 'di confronto' dinanzi all'Ufficio sanzioni dell'Autorità di vigilanza, ove all'interessato viene riconosciuta piena facoltà di difesa in merito ai fatti contestati*».

Nella specifica materia delle sanzioni per abusi di mercato, le Sezioni Unite hanno ritenuto legittima la scelta del legislatore nazionale di punire la medesima condotta (di manipolazione del mercato ovvero *insider trading*) con la irrogazione di sanzioni amministrative e penali.

La Cassazione ha escluso ogni ipotesi di specialità ovvero di concorso apparente tra fattispecie sanzionatorie, «*alla stregua del tenore letterale della norma* ex *187 e delle origini storiche dell'intero corpus legislativo di cui al c.d. TUF, attuativo, come noto, della direttiva 2003/6/CE la quale, nel prevedere l'obbligo di sanzionare in via amministrativa gli abusi* de quibus, *lascerà poi libero il legislatore nazionale di prevedere, in via cumulativa e non alternativo/sostitutivo, l'irrogazione (anche) di sanzioni penali, scelta, quest'ultima, concretamente attuata da parte del legislatore italiano, onde rafforzare la tutela del bene protetto attraverso il sistema del doppio binario, con conseguente, legittima cumulabilità di fattispecie* ex *art. 185 e 187*-ter».

La Suprema Corte si è poi soffermata sul tema della responsabilità degli amministratori e sindaci degli intermediari mobiliari.

La Cassazione ha innanzitutto ribadito il principio secondo cui «*in tema di obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione di una società di capitali*», gravante in capo agli amministratori, «*questo non viene meno neppure nell'ipotesi di attribuzioni assegnate espressamente al comitato esecutivo o ad uno (ovvero ad alcuni soltanto) dei componenti del consiglio di amministrazione, poiché la L. 24 novembre 1981, n. 689, art. 6, prevede la responsabilità solidale di chi viola il dovere di vigilanza, salvo che non provi di non aver potuto impedire il fatto, il componente del consiglio di amministrazione di una società di capitali, chiamato a rispondere come coobbligato solidale per omissione di vigilanza, non può sottrarsi alla responsabilità adducendo che le operazioni integranti l'illecito sono state poste in essere, con ampia autonomia, da altro soggetto che aveva agito per conto della società*».

Ad analoga soluzione deve pervenirsi con riguardo alla responsabilità dei sindaci, in capo ai quali si è sottolineata l'esistenza «*di un obbligo di vigilanza in funzione non soltanto della salvaguardia degli interessi degli azionisti contro eventuali atti di abuso di gestione da parte degli amministratori - come di norma nelle ordinarie vicende societarie: Cass. 16608/03 -, ma anche di controllo del corretto operato (secondo parametri procedimentali dettati dalla normativa regolamentare Consob) dell'intermediatrice - attesa la peculiarità dell'attività economica svolta - a garanzia degli investitori*».

In materia di giudizi amministrativi sugli emittenti, particolare rilievo assume la sentenza con cui il Consiglio di Stato ha ribaltato la decisione del Tar del Lazio che aveva annullato l'accertamento Consob del patto parasociale occulto su azioni Lazio, stipulato nel 2005 tra il dott. Lotito e l'arch. Mezzaroma.

Il Consiglio di Stato ha ritenuto l'accertamento compiuto dalla Consob «*pienamente corretto sotto il profilo della sussistenza del patto parasociale e della violazione degli obblighi di comunicazione del patto e di promozione dell'OPA*», riconoscendo la «*presenza* [...] *di una rilevante quantità di elementi precisi e concordanti nel dimostrare l'esistenza di un patto tra Lotito e Mezzaroma finalizzato all'acquisto da parte del secondo delle azioni della Lazio per conto del primo*». Inoltre, il Collegio ha reputato "*non corrette*" le argomentazioni del Tar – incentrate sul sistema di *corporate governance* dualistico adottato dalla società – relative alla presunta assenza della funzione "parasociale" del patto. Il Consiglio di Stato ha annullato la parte della delibera Consob che, nel descrivere le conseguenze dell'accertamento, affermava la permanenza (fino all'alienazione di una partecipazione di poco superiore al 14 per cento) di un divieto di esercizio del voto da parte del Lotito, ritenendo, al contrario, che «*in caso di patto parasociale, la norma non impone la vendita esterna al patto*»; l'intervenuta alienazione delle azioni da Mezzaroma a Lotito, con conseguente promozione di un'Opa da parte di

quest'ultimo, è stata ritenuta pertanto sufficiente a riacquistare il diritto di voto.

Nel corso dell'anno, il Tar del Lazio, ha confermato – con sentenza conseguente al ricorso presentato da alcuni azionisti di minoranza di Garboli Spa – l'orientamento, già assunto in passato dal giudice amministrativo, secondo il quale, in occasione di offerte pubbliche di vendita o sottoscrizione, alla Consob spetta «*esclusivamente la funzione del controllo in ordine alla correttezza e completezza del Prospetto informativo... senza che alla medesima possa essere riconosciuto alcun potere di valutazione del merito dell'offerta, ovvero di valutazione della situazione complessiva dell'emittente*». Il Tar ha, inoltre, precisato che «*qualora una società, il cui capitale risulti azzerato, voglia evitare la liquidazione*», il prospetto informativo non è altro che il «*documento necessario per lo svolgimento di un'operazione imposta dall'art. 2447 c.c.*».

Inoltre, una decisione del Tar del Lazio – pronunciata sul ricorso presentato da Magiste International Sa – ha confermato la legittimità dell'atto di accertamento della Consob relativo all'avvenuta stipulazione, nel 2005, del patto parasociale finalizzato a favorire la cosiddetta "scalata Antonveneta" da parte di Banca Popolare di Lodi Scarl.

Con tale sentenza sono stati affermati rilevanti principi relativi agli atti di accertamento della Consob. È stato, in primo luogo, riconosciuto che sussistono le «*ragioni di impedimento derivanti da particolari esigenze di celerità*» legittimanti l'omessa comunicazione di avvio del procedimento, quando vi sia la necessità di offrire nell'immediato «*un quadro informativo idoneo ad orientare le scelte del mercato...essenziale per le decisioni di investimento o disinvestimento del pubblico*». Con riferimento alle modalità di assunzione della delibera da parte della Commissione è stato ritenuto corretto che «*la volontà dell'organo collegiale si sia formata attraverso la condivisione delle motivazioni riportate nella relazione*» degli Uffici a seguito di «*un approfondito esame delle risultanze istruttorie e si sia manifestata con l'approvazione degli atti e l'assunzione della delibera*». Infine, con riguardo ad aspetti di merito, è stata riconosciuta la «*ragionevolezza dell'accertamento del patto occulto*» effettuato dalla Consob con l'utilizzo del metodo presuntivo il quale «*si rivela uno strumento, non solo legittimo, ma necessario....ove l'accertamento sia, come nella fattispecie in esame, costituito da fenomeni che solo in rare occasioni possono essere provati attraverso una prova diretta e documentale dell'accordo*»; in tal caso, «*la prova del patto, oltre che documentale, può essere indiziaria, purché gli indizi siano seri, precisi e concordanti*».

Passando ai giudizi civili in materia di emittenti, sempre con riferimento alla vicenda della "scalata Antonveneta", la Corte d'Appello di Milano ha rigettato (salvo che per limitati aspetti relativi ai termini per la contestazione di 2 violazioni) i ricorsi in opposizione promossi da Banca Popolare Italiana e da alcuni esponenti aziendali avverso le sanzioni per

inadempimento di numerosi obblighi informativi previsti in materia di appello al pubblico risparmio.

La Corte meneghina – confermando l'orientamento giurisprudenziale ormai consolidato in tema di responsabilità per inadempimento ai poteri-doveri di controllo degli amministratori e dei sindaci – ha, fra l'altro, statuito che tale responsabilità «*non può ... essere a priori e in via generale limitata ai soli fatti risultanti dalle informazioni loro fornite dall'Amministratore Delegato ... ma deve essere valutata, in relazione alle singole violazioni contestate, tenendo conto anche delle ulteriori informazioni che "secondo le circostanze concrete" ... gli stessi avrebbero avuto il dovere di acquisire per poter agire essendo adeguatamente informati*». Inoltre, «*gli amministratori deleganti e i sindaci non sono stati chiamati a rispondere come coobbligati solidali per l'omissione del generale dovere di vigilanza sull'attività degli organi delegati, ma per aver concorso, con il proprio comportamento omissivo, negli illeciti amministrativi posti in essere dall'Amministratore Delegato*».

Da evidenziare, altresì, una pronuncia della Corte d'Appello di Genova che ha annullato una sanzione amministrativa pecuniaria ingiunta a Banca Carige per la mancata pubblicazione di un patto parasociale stipulato nel 2005 con Unipol su Bnl.

La Corte di Genova, in particolare, ha ricondotto gli accordi tra Banca Carige e Unipol a un "*rapporto a formazione progressiva*", ritenendo che l'acquisto delle azioni Bnl, compiuto da Carige prima della stipulazione del patto poi comunicato al pubblico, non fosse da intendersi come attuativo di un autonomo patto parasociale e che il consenso raggiunto fra le parti su tale acquisto non assumesse valore di vincolo contrattuale autonomo, ma una funzione meramente preparatoria dell'accordo definitivo.

A sua volta, la Corte d'Appello di Roma ha annullato – per violazione da parte della Consob del termine di 180 giorni per la notifica delle contestazioni di cui all'art. 195, comma 1, Tuf – le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate al dott. Claudio Lotito e all'arch. Roberto Mezzaroma per violazioni commesse in relazione alla stipulazione di un patto per l'acquisto di azioni della S.S. Lazio Spa *ex* art. 122, comma 5, lett. *c)*, Tuf.

Con riguardo alla materia delle impugnative di bilancio, il Tribunale civile di Milano ha dichiarato la nullità delle delibere di approvazione dei bilanci di esercizio e consolidato al 31.12.2006 della Banca Italease Spa, con particolare riferimento alla «*contabilizzazione ed alla valutazione degli strumenti finanziari "derivati IRS-OCT" strutturati, sottoscritti con la clientela*» nonché alla «*mancata informativa in bilancio sulla tipologia di tali "derivati IRS-OCT" e sui rischi insiti negli stessi*». La sentenza ha affermato la persistenza dell'interesse della Consob all'azione, nonostante i bilanci successivi avessero sì "*fatto chiarezza su aspetti marginali*", ma, al contempo, «*lasciato sostanzialmente inalterati i presupposti dei punti principali dell'impugnativa*» relativi alla «*descrizione e valutazione dei "derivati"*,

mantenendo immutati i criteri valutativi ed effettuando solo simboliche rettifiche delle previsioni di perdita».

Sulla stessa materia, sempre il Tribunale di Milano ha rigettato l'impugnazione proposta dalla Consob sui bilanci al 31.10.2006 di I Viaggi del Ventaglio Spa, in linea di continuità con l'orientamento assunto nella pronuncia relativa al precedente bilancio 2005 (impugnata dalla Consob in appello). La decisione è essenzialmente incentrata sulla non fondatezza dei dubbi sulla continuità aziendale che, secondo la Consob, avrebbero dovuto indurre la società a compiere valutazioni più prudenti di alcune voci dell'attivo patrimoniale.

3 I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e l'intervento nei processi penali

La Consob intrattiene frequenti rapporti di collaborazione informativa 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., riguarda sia ipotesi di reato previste dalla normativa di settore, sia ipotesi di reato di tipo comune, emerse nel corso dell'attività di vigilanza.

Nel 2009 la Consob ha trasmesso 58 rapporti all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate; 7 segnalazioni hanno riguardato ipotesi rilevanti in materia di *market abuse* (di cui 1 per abuso di informazioni privilegiate e 6 per manipolazione); le altre hanno avuto ad oggetto ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (in particolare appropriazione indebita e truffa), prevalentemente rilevate nell'ambito di attività illecite poste in essere da promotori finanziari.

L'attività a 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. La Consob ha dato riscontro a 104 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 2009, la collaborazione *ex* art. 187-*decies*, comma 3 del Tuf ha continuato a trovare proficua applicazione in occasione dello svolgimento delle indagini relative alle vicende "Alitalia", "Bnl/Unipol", "Mariella Burani" 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.

La Consob, nel corso del 2009, si è costituita parte civile in 3 nuovi procedimenti penali, di cui uno per manipolazione del mercato e 2 per ostacolo alle funzioni di vigilanza. In tutti i casi, la Consob, 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.

In data 26 marzo 2009 ha preso avvio la fase dibattimentale del procedimento penale nei confronti di 3 persone fisiche imputate del reato di manipolazione del mercato – esponenti aziendali, tra l'altro, di Ifil Investments Spa e di Giovanni Agnelli & C. Sapa – e di 2 persone giuridiche responsabili *ex* legge 231/2001, ove la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel 2008.

È proseguito, inoltre, nel corso del 2009 il dibattimento nel procedimento penale nei confronti degli 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), in cui la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel corso del 2007.

Nel corso del 2009 sono stati anche definiti in primo grado due procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali la Consob si era costituita parte civile, in un caso, con una pronuncia di assoluzione e nell'altro con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob.

Nell'ambito di un procedimento penale nei confronti di esponenti aziendali di una banca avente ad oggetto una imputazione per *insider trading* relativa alla cessione della maggioranza del capitale di un altro istituto di credito e al conseguente lancio di un'offerta pubblica di acquisto, la Corte d'Appello di Milano, con sentenza n. 370 del 30 gennaio 2009, nel confermare la responsabilità penale degli imputati, ha ridotto la somma liquidata alla Consob a titolo di riparazione dei danni, in parziale riforma della sentenza emessa dal Tribunale di Milano in data 5 marzo 2008.

Infine, in un caso di *insider trading* concernente un'operazione di *buy-back* di 2 prestiti obbligazionari posta in essere da amministratori di Unipol, con sentenza n. 7769 del 21 gennaio 2009 la Corte di Cassazione, ritenuta la competenza per territorio del Tribunale di Bologna, ha annullato le sentenze di condanna di primo e secondo grado emesse, rispettivamente, dal

Tribunale e dalla Corte d'Appello di Milano e ha disposto la trasmissione degli atti alla Procura della Repubblica presso il Tribunale ritenuto competente.

4 Il contenzioso in sede civile

Nel corso del 2009 116 sentenze 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 l'incompetenza per territorio del Tribunale di Roma in relazione alle domande proposte nei confronti degli intermediari convenuti. 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 violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

Il Tribunale di Bologna, con sentenza emessa all'esito della riunione di 2 giudizi proposti nei confronti della Consob al fine di ottenere il risarcimento dei danni patiti a causa dell'asserita illegittima attività ispettiva e sanzionatoria posta in essere dall'Istituto nei confronti di una commissionaria di borsa, poi trasformata in Sim, ha respinto le domande attoree per assoluta carenza della prova del nesso causale tra la condotta tenuta dalla Consob e i danni lamentati dagli attori nonché dell'elemento soggettivo.

In un giudizio risarcitorio promosso da un soggetto destinatario dei poteri della Consob nell'ambito dell'attività di accertamento in materia di abusi di mercato, il Tribunale di Roma ha rigettato la domanda attorea, ritenendo le iniziative assunte dalla Consob pienamente legittime e doverose e ha, invece, accolto la domanda per responsabilità processuale aggravata formulata dalla Consob, liquidando in favore dell'Istituto la somma di euro 25 mila a titolo di risarcimento del danno.

In senso favorevole all'Istituto si è altresì pronunciato il Tribunale di Trapani in una controversia instaurata da taluni risparmiatori nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza nell'ambito di un'istruttoria relativa a un'offerta pubblica di acquisto tra banche.

Il Tribunale di Venezia, in un giudizio risarcitorio relativo all'asserita omessa vigilanza dell'Istituto sull'attivià di un agente di cambio, ha respinto le domande attoree ritenendo il difetto di legittimazione attiva del curatore fallimentare all'esercizio dell'azione di risarcimento del danno. Con riferimento alla medesima vicenda, il Tribunale di Venezia ha definito un'altra

causa instaurata nei confronti della Consob da clienti dell'agente di cambio, con il rigetto della domanda per decorso del termine di prescrizione.

Sempre per decorso del termine di prescrizione, in 2 casi il Tribunale di Roma ha respinto le domande di risarcimento del danno proposte nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza su un gruppo di cui facevano parte 2 Sim.

Con 2 sentenze il Tribunale di Roma ha condannato la Consob al risarcimento dei danni a favore di taluni investitori per asserito omesso controllo su una commissionaria di borsa, poi trasformata in Sim. Le decisioni in questione riguardano fatti accaduti in un periodo risalente (1989-1992) in cui la normativa di settore conferiva alla Consob poteri assai meno incisivi rispetto a quelli contemplati dalla disciplina oggi vigente. La Consob, ritenendo che vi siano fondati motivi di censura delle 2 decisioni di primo grado, ha interposto appello avverso le medesime sentenze.

Le linee d'indirizzo per il 2010 5

1 I principali fattori di rischio per il conseguimento degli obiettivi istituzionali

I rischi per il conseguimento degli obiettivi istituzionali della Consob derivano sia dall'evoluzione della congiuntura economico-finanziaria sia da fattori di carattere strutturale e da specificità del nostro mercato finanziario.

Per ciò che riguarda la prima tipologia di fattori di rischio, si è già evidenziato come le difficoltà di finanziamento sul mercato dei capitali e l'inasprimento delle condizioni di erogazione del credito bancario possano rendere più frequenti i casi di insolvenza o di tensioni economico-finanziarie. Vi sono anche fattori di rischio derivanti dalla elevata concentrazione degli assetti proprietari e dalla presenza di azionisti di controllo – essenzialmente le famiglie e lo Stato – in grado di condizionare profondamente le scelte strategiche e la gestione delle imprese. Tale circostanza solleva il tema dei conflitti di interessi fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza (nonché rispetto ad altri *stakeholder*, quali creditori e lavoratori) e dell'adeguatezza dei meccanismi di *governance* nel gestire, mitigare o comunque rendere trasparenti questi conflitti.

Gli azionisti di controllo hanno il potere e l'incentivo a far compiere alla società operazioni che si sostanziano in un trasferimento di profitti o risorse in loro favore, danneggiando azionisti di minoranza e altri *stakeholder*. Lo strumento tradizionalmente più utilizzato in questo senso è costituito dalla conclusione di operazioni a condizioni non di mercato con gli stessi azionisti di controllo o con altre società in cui essi hanno un interesse (cosiddette operazioni con parti correlate). Vi sono però altri meccanismi, pure molto diffusi nel contesto italiano, che possono portare a una forte penalizzazione degli azionisti di minoranza, quali il *delisting* in condizioni di mercato molto critiche, gli aumenti di capitale riservati con diritto d'opzione a prezzi molto inferiori a quelli di mercato e le politiche di remunerazione degli amministratori che non tengono conto delle performance di lungo periodo dell'impresa (o comunque troppo generose quando l'azionista di controllo è anche amministratore).

La frequenza di questo tipo di operazioni nel nostro mercato – rispetto alle quali la stima del potenziale danno per gli azionisti di minoranza richiede valutazioni di merito spesso sottratte ai poteri di intervento e di vigilanza della Consob – è un indice della debolezza degli assetti di

governance delle società quotate italiane e della scarsa efficacia dei meccanismi di controllo endo-societari (in particolare, quelli riferibili all'azione di scrutinio degli amministratori indipendenti o degli azionisti di minoranza con quote più significative, quali ad esempio gli investitori istituzionali). La stessa presenza degli azionisti di controllo, del resto, disincentiva l'attivismo degli azionisti di minoranza, la partecipazione alla vita societaria (come testimoniato dalla scarsa presenza nelle assemblee) e la richiesta di una maggiore trasparenza che potrebbe aumentare il monitoraggio del mercato e della comunità finanziaria sulle operazioni per le quali non è immediatamente evidente l'interesse sociale.

Nel nostro, come in altri ordinamenti, si è ritenuto che i problemi di *corporate governance* potessero essere efficacemente presidiati attraverso l'autoregolamentazione e la disciplina del mercato resa possibile dalla trasparenza, ossia richiedendo l'adesione a Codici di autodisciplina, ovvero la *disclosure* (obbligatoria) dei motivi di una mancata o non piena adesione a tali Codici (secondo il principio "*comply or explain*"). Le società che segnalano al mercato di non aderire alla *best practice* dettata dai Codici ne avrebbero un danno in termini di maggiore costo del capitale.

Una recente indagine della Consob, tuttavia, mette in luce che, proprio in relazione alle procedure interne che disciplinano l'effettuazione di operazioni con parti correlate, questo meccanismo di mercato non è sempre efficace. Infatti, l'adesione sostanziale al Codice di autodisciplina delle società fatto proprio da Borsa Italiana appare di gran lunga inferiore a quella che emerge dalle attestazioni delle società basate su valutazioni meramente formali.

Le società quotate italiane presentano ancora criticità irrisolte negli assetti di *governance*, che costituiscono un punto di debolezza strutturale del nostro sistema finanziario e si ripercuotono negativamente sia sulla capacità delle Autorità di assicurare una piena protezione degli investitori sia sulle possibilità di crescita e sviluppo del mercato dei capitali privato.

Vi sono poi altri fattori di rischio legati alle specificità strutturali del nostro mercato finanziario, che derivano dalle scelte di portafoglio delle famiglie e dall'assetto complessivo dell'industria dell'intermediazione mobiliare, in precedenza prospettate.

Si è evidenziato come l'investimento diretto della ricchezza in prodotti con elevato rischio di liquidità (quali obbligazioni bancarie e polizze assicurative a contenuto finanziario) sia una caratteristica strutturale delle scelte degli investitori italiani, che spesso detengono portafogli poco diversificati e in forma di risparmio amministrato. I dati di sondaggio più recenti indicano, infatti, che le obbligazioni bancarie (incluse quelle di emittenti esteri) e le polizze finanziarie sono gli strumenti più diffusi dopo i depositi e i titoli di Stato italiani. La ridotta diversificazione di portafoglio sembra anche correlata con la scarsa diffusione dei servizi di consulenza. Tale

fenomeno discende dalle caratteristiche dell'industria dell'intermediazione mobiliare italiana, da un lato strutturalmente orientata verso l'attività distributiva e la prestazione di servizi di investimento a basso valore aggiunto per la clientela (quali il collocamento, la negoziazione e la raccolta ordini), dall'altro incentrata sulla definizione di politiche di offerta connotate da una forte ristrettezza dello spettro di prodotti e servizi di investimento, coincidenti normalmente con quelli emessi o "assemblati" all'interno del gruppo di appartenenza del collocatore/distributore.

Come evidenziato nel precedente Capitolo II "*L'attività di vigilanza*", dalle evidenze raccolte dalla Consob nel primo ciclo di ispezioni a seguito dell'entrata in vigore della MiFID presso i principali gruppi bancari emerge che le modalità di applicazione della nuova disciplina si caratterizzano, in alcuni casi, per un approccio formalistico, che conduce a disattendere la sostanza e lo spirito delle norme. In diverse circostanze, ad esempio, prodotti risultati non adeguati al cliente sono stati distribuiti nell'alveo della prestazione dei servizi di esecuzione o di ricezione e trasmissione di ordini che, come noto, richiedono solo una valutazione di appropriatezza; talvolta, inoltre, la consulenza viene utilizzata per indirizzare il cliente ai soli "prodotti della casa".

L'applicazione sostanziale e l'adesione allo spirito della MiFID postulano, invece, il passaggio a un modello di "servizio al cliente" e una più precisa focalizzazione delle strategie complessive nell'offerta di servizi di investimento, che dovrebbe condizionare la definizione delle procedure e degli assetti organizzativi, le modalità di selezione della gamma dei prodotti e servizi offerti e le politiche di incentivazione e remunerazione delle reti distributive.

La scarsa diffusione e il basso livello qualitativo dei servizi di consulenza offerti dagli intermediari sono fattori di rischio cruciali, che hanno riflessi negativi sotto il profilo dell'incisività e dei costi dell'azione di vigilanza, poiché – sebbene l'impostazione dei controlli sia sempre focalizzata sugli assetti organizzativi e procedurali che governano la complessiva prestazione dei servizi – si determinano condizioni di contesto in cui vi è il rischio di disperdere i controlli su singole operazioni, piuttosto che focalizzare l'attenzione sulle condizioni generali di servizio che regolano il rapporto intermediario-cliente.

In tale ambito si innestano anche i problemi legati alla necessità di rafforzare la trasparenza sui prodotti più complessi, in particolare quelli diversi dalle azioni (cosiddetti *non equity*) per veicolare all'investitore, soprattutto se non assistito da servizi di consulenza, le informazioni sintetiche ed essenziali per pervenire a un fondato giudizio sulla convenienza all'investimento. Nel §1 del precedente Capitolo I "*Il contesto istituzionale ed economico*" si sono evidenziate le azioni già intraprese dalla Consob e la prevedibile evoluzione del quadro normativo comunitario in materia.

Tale evoluzione porterà a una armonizzazione dei regimi di trasparenza e di collocamento dei prodotti *non equity* strutturati che dovrebbe creare un effettivo *level playing field*. Tuttavia, questo processo richiederà verosimilmente ancora alcuni anni prima di giungere a compimento; nel medio periodo rimangono dunque significativi i rischi per la tutela degli investitori derivanti dalla difficoltà di avere accesso a informazioni sintetiche e facilmente comprensibili sulle caratteristiche e il profilo di rischio-rendimento dei prodotti che rendano agevole il confronto fra prodotti simili venduti con vesti giuridiche diverse.

2 La strategia di vigilanza

2.1 L'informativa finanziaria e la *governance* degli emittenti quotati

Come evidenziato in premessa, le previsioni complessivamente negative sul quadro congiunturale e sulle condizioni del mercato dei capitali comportano il rischio che la situazione di emittenti apparentemente "sani" precipiti verso crisi finanziarie o situazioni di insolvenza che possono incidere negativamente sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni e sulla tutela degli interessi degli investitori *retail*.

Tuttavia, il deterioramento della situazione finanziaria delle imprese rappresenta un caso particolarmente evidente di un problema più generale (che interessa anche le imprese con assetti economici e patrimoniali stabili o con prospettive positive), ossia quello di garantire un'efficiente interlocuzione con gli emittenti affinché l'informativa cosiddetta "continua" (cioè sugli eventi societari in corso di formazione) sia sempre pienamente rispondente alle esigenze conoscitive della comunità finanziaria (e in particolar modo degli analisti che producono *report* e studi periodici sulle imprese, che spesso hanno un elevato impatto sul processo di formazione dei corsi azionari).

È solo attraverso una stretta interazione con gli emittenti in occasione della "produzione" dell'informativa continua su eventi societari in corso di evoluzione che la Consob può ottenere un effettivo innalzamento del valore aggiunto e della qualità dell'informativa al mercato, in modo da garantire un costante e corretto processo di formazione dei prezzi azionari.

Tra gli intendimenti dell'Istituto c'è anche quello di costituire unità specializzate (anche in funzione dei settori industriali) – nell'ambito delle strutture preposte alla vigilanza sui mercati secondari – in grado di interagire con gli emittenti e con gli analisti finanziari e di verificare che l'informativa al mercato rifletta, per analiticità dei contenuti e tempestività, tutti gli elementi necessari per meglio garantire l'efficienza del processo di formazione dei prezzi.

Questo tipo di controlli rappresenta una prima fase di un processo più strutturato e integrato di vigilanza sull'informativa societaria, che vede il coinvolgimento di altre unità preposte all'analisi dell'integrità dell'informativa contabile e della qualità dei sistemi di controllo di gestione e di controllo interno degli emittenti. Tuttavia, il potenziamento dei controlli sull'informativa continua consente di intercettare tempestivamente i segnali di anomalie che possono implicare sia un eccesso di reazione del mercato rispetto a notizie positive – innescando bolle speculative o forte volatilità – sia, al contrario, una sottovalutazione di elementi di criticità che possono preludere a un brusco precipitare della situazione patrimoniale e finanziaria senza che vi sia una adeguata consapevolezza dell'evoluzione di tali andamenti da parte del mercato. In questi casi, la capacità di intercettare segnali di potenziali anomalie potrà consentire di attivare interventi più mirati e penetranti – che richiedono tempi più lunghi – quali l'analisi della regolarità dell'informativa contabile, la richiesta di dati e notizie o l'audizione dei componenti dell'organo di controllo dell'emittente.

Al fine di cogliere potenziali segnali di anomalie nell'informativa continua è utile anche identificare alcuni "allertatori", basati non solo sull'evoluzione di talune grandezze contabili e di bilancio (per quanto si tratti di elementi informativi di natura "storica" che per tali fini sono di utilità limitata) ma anche sull'andamento di taluni indicatori di mercato quali, ad esempio, le quotazioni dei *credit default swap* o gli *spread* sulle emissioni obbligazionarie, ovvero di indicatori basati su modelli di valutazione del rischio di credito simili a quelli utilizzati dagli stessi intermediari bancari.

Oltre ai citati indicatori di anomalie, il potenziamento della vigilanza sull'informazione finanziaria potrà avvalersi dei segnali tratti dalle indicazioni di tipo prospettico contenute nella cosiddetta informazione "derivata". L'Istituto pertanto adeguerà la propria attività di vigilanza al fine di garantire il coordinamento delle informazioni e di aumentare la capacità di cogliere e interpretare i diversi segnali, talora anche contraddittori, che si manifestano in conseguenza dell'arricchimento del patrimonio informativo a disposizione del mercato. I segnali derivanti dagli studi degli analisti (ad esempio, *target price* e tasso di crescita atteso degli utili) e dalle valutazioni divulgate dalle agenzie di rating potranno rappresentare un ulteriore strumento utile ai fini del rafforzamento della vigilanza sull'informazione finanziaria delle società quotate.

Come già rappresentato nel precedente Capitolo I ("*Il contesto istituzionale ed economico*"), il Regolamento europeo sulle agenzie di rating consente di effettuare controlli sui giudizi di rating utilizzati nell'Unione Europea. Ciascuna Autorità competente, infatti, potrà esercitare poteri di vigilanza sui soggetti con sede legale sul territorio nazionale (nella veste di Autorità del paese di origine), ovvero ivi operanti tramite succursale e i cui giudizi siano utilizzati per fini regolamentari in modo diffuso e abbiano un impatto significativo (nella veste di Autorità del paese ospitante). Salvo

verificare quale sarà il ruolo effettivo della costituenda Autorità Europea sui mercati finanziari (Esma), la Consob vigilerà sulle agenzie, in funzione del più ampio obiettivo concernente il rafforzamento della qualità dell'informazione derivata, secondo le modalità previste al termine del processo di revisione del Regolamento comunitario in esito alla riforma del sistema di vigilanza europeo.

Per ciò che riguarda i profili di *governance*, come già indicato, il problema strutturale che caratterizza le società quotate italiane deriva dai conflitti di interessi tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza, essendo questi ultimi esposti al rischio che gli azionisti di controllo decidano di effettuare operazioni societarie atte a determinare un trasferimento di ricchezza a loro favore.

Le operazioni con parti correlate rappresentano uno degli strumenti principali per realizzare transazioni potenzialmente in danno agli azionisti di minoranza, qualora queste avvengano a prezzi diversi da quelli di mercato. La Consob, anche sulla base delle criticità che si sono manifestate negli ultimi anni, ritiene pertanto di importanza strategica porre in essere iniziative mirate a promuovere il miglioramento dei meccanismi di governo societario, in modo da contenere l'incentivo a comportamenti opportunistici da parte degli azionisti di maggioranza.

Sul piano regolamentare, la nuova disciplina sulle operazioni con parti correlate, ampiamente illustrata nel precedente Capitolo III ("*L'attività regolamentare*"), configura uno strumento importante per potenziare il controllo esterno del mercato e i meccanismi di controllo interni alle società.

Tale disciplina, infatti, rafforza gli obblighi di trasparenza nei confronti del pubblico e di informativa periodica e, per i profili attinenti alla trasparenza e correttezza procedurale e sostanziale, attribuisce un ruolo centrale agli amministratori indipendenti nell'assicurare che le operazioni siano realizzate nell'interesse della società.

Il regolamento definisce una procedura generale (meno complessa) per le operazioni con parti correlate "di minore rilevanza", prevedendo un parere non vincolante di un comitato composto da amministratori non esecutivi né correlati, in maggioranza indipendenti. Per le "operazioni di maggiore rilevanza" è invece prevista una procedura speciale più rigorosa, che contempla il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle trattative e il parere vincolante degli stessi amministratori indipendenti per la delibera dell'organo amministrativo. Qualora il consiglio di amministrazione intenda procedere malgrado l'avviso contrario degli indipendenti, l'operazione deve essere approvata dall'assemblea, che decide – oltre che con le maggioranze prescritte dal codice civile – anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati.

Più in generale, oltre al presidio specifico sulle operazioni con parti correlate, la Consob intende intraprendere un'azione di monitoraggio sistematico della qualità dei sistemi di *governance* delle società, sviluppando un modello per la formulazione di rating di *governance* sulla base sia di informazioni pubblicamente disponibili sia di dati e notizie che verranno richiesti in via sistematica alle società. Tale indicatore sintetico sulla qualità del governo societario consentirà di definire un meccanismo di *benchmarking* mirato all'individuazione delle società più carenti verso le quali attivare azioni di rafforzamento della vigilanza e dell'informativa al mercato.

2.2 La prestazione dei servizi di investimento

L'industria dell'intermediazione mobiliare in Italia, come già ricordato nel Capitolo I ("*Il contesto istituzionale ed economico*"), è connotata da un assetto fortemente orientato all'attività distributiva, incentrato sulla prestazione di servizi di investimento normalmente a basso valore aggiunto per la clientela, e dall'impostazione di politiche di offerta ispirate a logiche di gruppo.

L'effettiva adesione allo spirito della MiFID richiede agli intermediari di porre al centro delle proprie condotte l'investitore e, in una prospettiva di servizio, di comprenderne ed interpretarne esigenze e bisogni. È necessario integrare l'approccio limitato all'assistenza relativa a singole transazioni o prodotti finanziari (consentito alle condizioni del cosiddetto ***execution only***) con un modello di relazione con il cliente volto a instaurare un rapporto duraturo e solidi legami fiduciari nel tempo.

Le evidenze raccolte dalla Consob nel primo ciclo di ispezioni *post*-MiFID presso i principali gruppi bancari hanno mostrato, tuttavia, che in diversi casi le modalità di applicazione della nuova disciplina ancora si caratterizzano per un approccio "segmentato per prodotto" e orientato più alla vendita che all'esecuzione di un incarico per conto e nell'interesse del cliente.

Non è compito dell'Autorità di vigilanza sindacare il merito delle scelte strategiche degli intermediari. Tuttavia, vanno promosse le necessarie coerenze fra le libere scelte strategiche delle imprese e l'approntamento dei proporzionati accorgimenti procedurali, organizzativi e di controllo interno finalizzati a garantire una corretta e trasparente relazione con l'investitore ed una efficace gestione dei conflitti di interessi. Il comportamento del *front office* è, infatti, conseguenza delle scelte strategiche e delle soluzioni procedurali e organizzative adottate dall'alta direzione che possono condizionare fortemente l'indipendenza e la capacità di agire nel migliore interesse del cliente nella prestazione dei servizi di investimento. In tale prospettiva, necessita coerenza con una logica di "servizio al cliente" la modalità di costruzione di budget o di politiche di incentivazione del

personale basate su "campagne" prodotti o su criteri fondati esclusivamente sul volume dei prodotti collocati.

L'esame della coerenza fra scelte strategiche e soluzioni organizzative e procedurali potrà consentire di individuare i soggetti e le aree più esposte al rischio di non conformità e di intervenire in modalità per quanto possibile proattiva (e non soltanto sanzionatoria), valorizzando il confronto concreto con gli intermediari sulle soluzioni necessarie a garantire comportamenti in linea con gli interessi della clientela. Per tale via si potrà realizzare convergenza con i più evoluti approcci di vigilanza che si vanno delineando in ambito europeo, contribuendo ad una parità competitiva delle imprese in un mercato comunitario effettivamente unico. Dinnanzi a mancate valorizzazioni dei richiami di attenzione formulati e a fronte di accertate irregolarità nelle condotte tenute si potranno applicare misure di *enforcement*.

L'obiettivo fondamentale rimane dunque quello di avviare un'azione di verifica sistematica sul campo dell'effettivo rispetto delle norme sull'adeguatezza e sui conflitti di interessi in relazione a transazioni in prodotti e strumenti finanziari, soprattutto con riguardo ai prodotti strutturati e con componenti derivative complesse. La Consob ha avviato alcune azioni di questo tipo anche sulla base di un approccio "ad evento", ponendo in essere controlli di natura ispettiva nella fase immediatamente successiva a quella dell'emissione o del collocamento del prodotto per verificare la coerenza fra le caratteristiche del prodotto stesso e il profilo del cliente, facendo leva su modelli quantitativi di misurazione dei rischi e delle caratteristiche dei prodotti (si veda il paragrafo successivo sui prodotti *non equity*).

Iniziative di tale natura richiedono di essere integrate con verifiche approfondite circa l'effettiva idoneità delle modalità di rilevazione delle informazioni sulle caratteristiche della clientela a fornire gli elementi necessari per una corretta profilatura dei singoli soggetti, soprattutto con riferimento alla propensione al rischio e all'orizzonte temporale di investimento.

In conclusione, se nei due anni circa successivi al recepimento della MiFID la Consob ha avuto come obiettivo quello di "accompagnare" l'industria nel complesso processo di adeguamento alla nuova disciplina, il prossimo obiettivo è quello di attuare una serie di iniziative tese a verificare in concreto l'effettivo rispetto dei doveri di adeguatezza da parte degli intermediari e quindi l'impatto dell'inclusione della consulenza fra i servizi di investimento soggetti a riserva d'attività – e dei più rigorosi presidi previsti per la prestazione di tale servizio rispetto a quelli di natura esecutiva – in termini di innalzamento del livello di tutela degli investitori.

2.3 I prodotti non *equity*

I precedenti obiettivi declinano la strategia che la Consob intende perseguire relativamente alla vigilanza sull'intermediazione mobiliare e la prestazione di servizi di investimento. Si tratta di un approccio che – coerentemente con la disciplina di settore e con i poteri che l'ordinamento assegna all'Istituto – è incentrato sulla vigilanza sui comportamenti dei soggetti vigilati e abbraccia un ampio spettro di decisioni aziendali – tra le quali, ad esempio, quelle riguardanti le procedure operative e il sistema di controlli interni.

A questo approccio di vigilanza che si incentra sul controllo della correttezza dei comportamenti degli intermediari, si deve però affiancare una diversa impostazione della regolamentazione e dei controlli sull'informativa sul "prodotto" nella fase di sollecitazione e offerta al pubblico al fine di offrire agli investitori elementi che consentono di apprezzare immediatamente il profilo di rischio-rendimento dei prodotti e di confrontarlo con prodotti simili presenti sul mercato.

Il miglioramento dell'informativa agli investitori rimane dunque un aspetto importante – soprattutto in relazione ai prodotti strutturati caratterizzati da significativi profili di complessità – in un contesto, come prima indicato, di scarsa diffusione dei servizi di consulenza e di orientamento al "fai da te" molto radicato anche fra le famiglie che non investono quote consistenti della loro ricchezza in depositi e titoli di Stato ma preferiscono strumenti più rischiosi. È quindi importante attivare azioni volte ad assicurare ai risparmiatori che decidono di non avvalersi di servizi di consulenza facile accesso a informazioni semplici e di immediata comprensione sulle caratteristiche dei prodotti che sottoscrivono.

Il riferimento è essenzialmente ai cosiddetti prodotti *non equity*, cioè quelli diversi dalle azioni e dagli strumenti rappresentativi di capitale di rischio di emittenti quotati, e in particolare a quelli strutturati e complessi. Come illustrato nel precedente Capitolo I ("*Il contesto istituzionale ed economico*"), si tratta di prodotti – quali obbligazioni, polizze a contenuto finanziario e prodotti del risparmio gestito – che rappresentano la principale modalità di investimento del risparmio delle famiglie italiane dopo i depositi e i titoli di Stato.

È stato, inoltre, evidenziato come l'attuale quadro normativo europeo, per quanto in una fase di profonda evoluzione, sia ancora caratterizzato da regole di trasparenza e di condotta differenziate in funzione della veste giuridica e dei canali distributivi attraverso i quali vengono commercializzati i prodotti *non equity* e da standard di trasparenza inadeguati a fornire un'efficace e sintetica rappresentazione del profilo di rischio-rendimento dei prodotti. Ciò rende complesso per gli investitori *retail* valutare adeguatamente la coerenza di un determinato prodotto rispetto ai propri obiettivi di investimento nonché maturare un fondato giudizio sulla

convenienza dell'investimento rispetto a prodotti simili. Questi problemi saranno risolti solo quando diverranno pienamente operative le modifiche alla nuova Direttiva sui fondi comuni (cosiddetta Ucits IV) e alla direttiva Prospetto e si concluderà il progetto sui prodotti preassemblati destinati agli investitori *retail* (cosiddetti *packaged retail investment products* – Prips), ma ciò richiederà verosimilmente un tempo non breve.

La Consob condivide pienamente la necessità di pervenire a un regime di *disclosure* standardizzato per i prodotti *non equity* che elimini le opportunità di arbitraggi regolamentari e veicoli agli investitori in maniera chiara e sintetica le informazioni essenziali sulle caratteristiche del prodotto, sui costi, sulle modalità di disinvestimento e sul profilo di rischio-rendimento. Come in precedenza esposto, l'Istituto, infatti, ha adottato alcune prime azioni volte a perseguire l'impostazione strategica prima delineata, nei limiti consentiti dal quadro normativo vigente, standardizzando l'informativa relativa ai fondi e alle polizze e introducendo alcuni primi elementi di standardizzazione anche con riferimento alle obbligazioni e alla documentazione che gli intermediari collocatori mettono a disposizione della clientela.

La Consob ha inoltre sperimentato, per i prospetti dei fondi e delle polizze, l'adozione di indicatori sintetici di rischio-rendimento particolarmente sofisticati basati su scenari probabilistici che mettono a confronto il rendimento del prodotto con quello di un titolo privo di rischio. Tali indicatori misurano le caratteristiche essenziali dei prodotti finanziari: il livello di rischio, il rendimento atteso e l'orizzonte temporale di investimento ottimale rispetto alle preferenze per la liquidità. I suddetti parametri quantitativi potranno essere utilizzati per arricchire i modelli di supervisione applicati nell'ambito della vigilanza sugli intermediari distributori e sul pieno rispetto delle regole di condotta nella relazione con il cliente. In particolare, essi potranno contribuire alla realizzazione di un'efficiente e tempestiva catalogazione delle caratteristiche intrinseche dei prodotti distribuiti mediante offerte al pubblico nonché all'individuazione dei collocamenti di prodotti particolarmente rischiosi rispetto ai quali la Consob potrà attivare, compatibilmente con le risorse disponibili per interventi ispettivi, iniziative di vigilanza tempestive e mirate.

A livello comunitario, nell'ambito dei lavori per la definizione delle misure di livello 2 della Direttiva Ucits IV in materia di informazioni chiave per gli investitori (Kii), è emerso un approccio che privilegia il ricorso a indicatori sintetici di natura qualitativa (sebbene fondati su metodologie quantitative).

L'Istituto ritiene comunque utile continuare a sviluppare e applicare al proprio interno modelli quantitativi per il calcolo e l'aggiornamento del profilo di rischio dei prodotti *non equity* distribuiti presso la clientela *retail*. Tali indicatori saranno utilizzati per monitorare il grado di sofisticazione dei prodotti distribuiti presso i risparmiatori, per valutare la corretta

rappresentazione della complessità dei prodotti stessi e per verificare la capacità degli intermediari "produttori" e distributori di applicare metodologie adeguate per la valutazione del livello di rischio.

In prospettiva, peraltro, non si può escludere a priori che l'evoluzione del dibattito in ambito comunitario, in particolare nei lavori sul progetto Prips e sulle misure di livello 2 della direttiva sul prospetto, possa portare a valutare un approccio che prenda in considerazione quello adottato dalla Consob, quanto meno per i prodotti strutturati più complessi (obbligazioni strutturate, *covered warrant*, fondi a formula, polizze *index linked*).

2.4 I mercati

La frammentazione degli scambi indotta dalla MiFID, come si è avuto modo di sottolineare nel Capitolo I ("*Il contesto istituzionale ed economico*"), ha avuto riflessi negativi sulla completezza e affidabilità dell'informazione sulle transazioni su strumenti finanziari. Vista la centralità della qualità dell'informazione ai fini del controllo della regolarità degli scambi e della vigilanza sugli abusi del mercato, la Consob avvierà un'attività sistematica di monitoraggio articolata su tre profili.

Il primo concerne la corretta interpretazione e applicazione nel contesto domestico delle misure di livello 3 emanate dal Cesr, e riprese nelle successive Comunicazioni Consob, in tema di formato e modalità di pubblicazione delle informazioni, connesse all'assolvimento degli obblighi di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione.

Il secondo profilo riguarda il rafforzamento della vigilanza attraverso la predisposizione di sistemi informatizzati che consentano l'analisi su base sistematica delle informazioni *pre* e *post*-negoziazione pubblicate dalle diverse sedi di negoziazione e dai soggetti abilitati (ovvero dal canale utilizzato), allo scopo di verificarne contenuto, tempistica, modalità di pubblicazione, accuratezza e accessibilità agli investitori. La crescente frammentazione degli scambi e la molteplicità dei canali utilizzati per rendere disponibili al pubblico le informazioni richiedono il ricorso a procedure informatizzate, che si baseranno fondamentalmente sull'incrocio delle informazioni pubblicate dagli intermediari e dalle diverse *trading venues* con quelle contenute nel database sul *transaction reporting*, al fine di rilevare tempestivamente eventuali incongruenze fra l'informativa resa disponibile al pubblico e quella segnalata alle Autorità di vigilanza.

A tal fine è però necessaria un'attività di verifica sistematica della correttezza delle informazioni segnalate alla Consob dagli intermediari ai fini del *transaction reporting*. L'affidabilità e la completezza di tali informazioni, oltre ad avere rilevanza per la vigilanza sul rispetto delle norme a tutela dell'integrità dei mercati (ad esempio, in materia di abusi e vendite allo scoperto), costituiscono presupposto per la vigilanza sul rispetto degli

obblighi in materia di contenuti e modalità di pubblicazione delle informazioni sulle transazioni concluse fuori mercato (Otc) ovvero su sistemi multilaterali di scambio.

La Consob parteciperà attivamente al monitoraggio del processo di revisione della MiFID, che sarà avviato mediante il conferimento di specifici mandati al Cesr da parte della Commissione Europea, con l'obiettivo di promuovere una maggiore armonizzazione nell'interpretazione e applicazione della disciplina comunitaria (al fine di ridurre i rischi di arbitraggi regolamentari e possibili ripercussioni negative sulla piazza finanziaria italiana) e di contrastare la tendenza alla diminuzione del livello di trasparenza delle negoziazioni.

Per i motivi illustrati nel precedente Capitolo I ("*Il contesto istituzionale ed economico*"), i temi che la Consob ritiene più critici riguardano il regime delle deroghe agli obblighi di trasparenza *pre-negoziazione* (per gli strumenti azionari), la regolamentazione delle fattispecie che attualmente sfuggono all'ambito di applicazione della disciplina e le negoziazioni di strumenti *non equity*, relativamente alle quali è necessario valutare ipotesi di estensione parziale della disciplina di trasparenza prevista per le azioni.

3 I rapporti con i risparmiatori

3.1 La Camera di conciliazione e arbitrato

La Camera di conciliazione e di arbitrato, istituita in attuazione del d.lgs. 179/2007, è chiamata a svolgere un ruolo importante nella composizione delle controversie 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. L'attività di questo organismo potrà concorrere, pertanto, a ricreare un clima di fiducia dei risparmiatori nei mercati finanziari, consentendo la soluzione di eventuali conflitti in modo rapido, economico ed efficace.

Dopo aver approvato a fine 2008 il regolamento che detta le disposizioni attuative del d.lgs. 179/2007 in materia di composizione, funzioni e funzionamento della Camera, nel corso del 2009 la Consob ha proceduto a nominare i membri del Collegio, 2 dei quali sono stati designati rispettivamente dal Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti e dalle associazioni di categoria degli intermediari maggiormente rappresentative (Abi, Assogestioni, Assoreti e Assosim).

La Consob provvederà, inoltre, a mettere a disposizione del Collegio Camerale una sede, spazi e attrezzature tecniche adeguate allo svolgimento delle proprie funzioni presso la nuova sede di via Campania in Roma.

La Camera, insediatasi lo scorso 13 novembre, ha avviato l'esame coordinato delle disposizioni di legge e del Regolamento Consob approfondendone la *ratio* e la finalità, con l'intento di definire i principali adempimenti da compiere al fine di assicurare la piena operatività del sistema.

Sulla base di questo esame, il Collegio ha adottato, nel febbraio 2010, il proprio Statuto e il Codice deontologico dei conciliatori e degli arbitri, entrambi i quali sono stati approvati dalla Consob nel mese di marzo.

Il Collegio ha avviato, inoltre, la definizione degli elenchi dei conciliatori e degli arbitri ai quali, nel sistema amministrato dalla Camera, è affidata la concreta gestione delle controversie. A tale attività viene attribuita particolare importanza, poiché la qualità dei servizi resi dalla Camera è strettamente connessa alla disponibilità di professionisti diffusi sul territorio nazionale e dotati di requisiti di indipendenza, imparzialità, onorabilità e alto livello professionale. In tale ottica, la Camera intende anche impegnarsi nella formazione dei propri conciliatori e arbitri, organizzando corsi sulle materie oggetto delle controversie che saranno chiamati a gestire e, limitatamente ai conciliatori, anche nelle tecniche di composizione delle liti.

3.2 Le iniziative di *investor education*

La Consob è da tempo impegnata anche nell'attuazione di iniziative finalizzate all'innalzamento del livello medio della cultura finanziaria degli investitori *retail*, anche allo scopo di rafforzare i presupposti alla base di scelte di investimento consapevoli nonché alimentare la fiducia nei mercati finanziari. La recente crisi ha riproposto con evidenza le criticità legate al basso livello di educazione finanziaria nel nostro Paese nonché la necessità di interventi mirati e al tempo stesso capillari, sia per il novero delle Istituzioni che dovrebbero essere coinvolte sia per la platea dei destinatari che dovrebbero essere raggiunti.

Tra le iniziative avviate di recente in materia, si segnala quella che vede coinvolte anche Banca d'Italia, Isvap, Covip e AGCM concernente la creazione di una piattaforma *web*, comune alle Autorità, nella quale far confluire i rispettivi contributi in materia di educazione finanziaria. Il portale, che in una prima versione sarebbe accessibile entro giugno 2010, si articolerebbe in un'area "generale", dedicata alle informazioni comuni ai programmi di educazione finanziaria delle istituzioni coinvolte (principi, raccomandazioni, un dizionario economico, una sezione di risposta alle domande più frequenti) e in un'area "specifica" (bancaria, finanziaria, assicurativa, previdenziale e di tutela della concorrenza) nella quale sarebbero

agevolmente reperibili informazioni riferibili alle competenze delle singole Autorità.

Al ridotto livello di educazione finanziaria nel nostro Paese si associano errori di valutazione e di preferenze, che trovano ormai numerosi riscontri nella ricerca empirica e nell'evidenza sperimentale riconducibile alla cosiddetta finanza comportamentale, ossia alla branca dell'analisi economica delle scelte in condizioni di incertezza (tra le quali, quelle di investimento) che utilizza l'apparato teorico della psicologia cognitiva per studiare i processi di acquisizione ed elaborazione delle informazioni.

Secondo gli studiosi di finanza comportamentale, l'analisi e la comprensione dei problemi più complessi risentono dell'applicazione di regole approssimative, che consentono di semplificare e di rendere trattabili fenomeni altrimenti poco comprensibili, e della rilevanza di meccanismi percettivi e cognitivi non sempre coerenti con l'ipotesi di razionalità.

Conoscere le effettive percezioni dei fenomeni e le componenti psicologiche e irrazionali alla base dell'agire degli individui può rivelarsi utile per il potenziamento dell'*investor education*. Quest'ultima, infatti, può essere indirizzata ad affrontare le carenze che derivano sia dalla scarsa cultura finanziaria, sia dalla propensione a utilizzare regole approssimative e meccanismi percettivi distorti.

Compatibilmente alla disponibilità di risorse umane e finanziarie, è pertanto nei programmi della Consob avviare iniziative di educazione finanziaria che, riflettendo i principi e le indicazioni della finanza comportamentale, siano tese a migliorare non solo la capacità di giudizio degli investitori, ma anche l'attitudine a riconoscere le principali "trappole" comportamentali che possono inficiare il processo decisionale.

Il tema della finanza comportamentale sarà al centro anche della quinta conferenza internazionale in materia di educazione finanziaria organizzata dall'Ocse in collaborazione con Banca di Italia per il prossimo giugno e alla quale parteciperà anche la Consob. In quella sede i partecipanti saranno chiamati a discutere anche sui metodi di misurazione dei livelli di educazione finanziaria e della valutazione d'impatto delle iniziative promosse nelle scuole e dei riflessi dell'educazione finanziaria sulle scelte previdenziali.

4 Le risorse e la gestione dell'Istituto

La capacità della Consob di conseguire effettivamente gli obiettivi indicati in precedenza presuppone necessariamente il completamento della pianta organica, oltre che investimenti in formazione e sistemi informativi indispensabili per supportare l'azione di vigilanza nelle aree precedentemente indicate.

La pianta organica dell'Istituto prevede una dotazione massima di 715 risorse. L'organico effettivo dell'Istituto è costituito attualmente da 578 dipendenti, di cui 47 con contratto a tempo determinato; rispetto alla fine del 2008 l'organico è cresciuto di 22 unità (a seguito di 29 assunzioni e 7 cessazioni dal servizio nel corso del 2009, mentre nel primo trimestre del 2010 si sono avuti 4 nuove assunzioni e 4 cessazioni dal servizio).

Nel corso del 2009, in attuazione del piano approvato dalla Commissione che prevede l'assunzione di 86 risorse, sono stati indetti 6 concorsi pubblici, per l'assunzione di 63 risorse di ruolo. Nei primi mesi del 2010 sono stati pubblicati 2 bandi di concorsi pubblici per l'assunzione di 4 nuove risorse e 2 avvisi di selezione per l'assunzione a contratto di 6 risorse.

Come segnalato nelle Relazioni Annuali precedenti, l'istituto del congedo straordinario retribuito per motivi di studio (ai sensi dell'art. 2 della legge 13 agosto 1984, n. 476) continua a rappresentare un fattore di criticità per la gestione delle risorse umane, poiché rende indisponibili posti nella pianta organica mentre gli oneri retributivi, assicurativi, previdenziali e fiscali relativi ai dipendenti collocati in congedo restano a carico del bilancio della Consob. Tale fenomeno ha riguardato nel tempo circa il 3 per cento del personale dell'Istituto per una spesa che ammonta in totale a circa 1,7 milioni di euro. Nel corso del 2009 la spesa complessiva sostenuta dall'Istituto in relazione al periodo di aspettativa di cui hanno usufruito 7 dipendenti per la frequenza di dottorati di ricerca ammonta a poco più di 348 mila euro, pari a circa lo 0,6 per cento della spesa complessiva per il personale sostenuta nel 2009.

Al completamento della pianta organica, che potrà trovare rapida e completa attuazione appena saranno disponibili i nuovi locali di Roma e Milano, si dovrà affiancare un programma di formazione mirato sui temi specifici che riguardano i settori in cui la Consob intende modificare il proprio approccio di vigilanza o sulle nuove aree che scaturiscono da cambiamenti radicali del quadro regolamentare. In alcuni casi risulta possibile attivare interventi di formazione per perfezionare e potenziare conoscenze che il personale dell'Istituto ha già in parte maturato, mentre in altri casi la necessità di dotarsi in tempi rapidi di un *know-how* altamente specialistico che riguarda nuove aree di attività richiederà l'assunzione di risorse che abbiano già maturato competenze specifiche in determinati settori.

Per ciò che riguarda i sistemi informativi, sono necessari investimenti per assicurare la fluidità dello scambio di dati, la sicurezza, la tempestività e la continuatività dell'interoperabilità con soggetti esterni e l'automazione e la standardizzazione dei flussi informativi. Si dovrà rivedere l'assetto del patrimonio informativo a disposizione dell'Istituto mediante la creazione di un sistema strutturato di *data warehouse* atto a consentire l'effettuazione di analisi sofisticate a supporto delle attività di vigilanza. Altri progetti di rilievo riguardano il potenziamento dell'automazione dei processi istruttori e di interazione con i soggetti vigilati, l'estensione del sistema di

"Teleraccolta" a tutti i flussi di dati che devono essere acquisiti dai soggetti vigilati e la definizione di meccanismi di interazione con l'esterno che consentano l'eliminazione del ricorso alla carta.

La Commissione non ha potuto dare tempestivo corso negli anni precedenti al completamento della pianta organica, essendosi esaurito lo spazio disponibile nella sede di Roma (immobile di proprietà, sito in Piazza Verdi) e di Milano (immobile in concessione dal Comune di Milano, sito in via Broletto). È stato necessario, dunque, acquisire nuove unità immobiliari, per cui, dopo aver verificato l'indisponibilità di immobili demaniali idonei a ospitare gli uffici dell'Istituto in Roma, sono state definite intese per la locazione, a far tempo dal maggio 2010, di un immobile, sito in via Campania, che potrà ospitare circa 100 risorse; l'immobile sarà consegnato ristrutturato e adattato alle esigenze funzionali della Consob. Analogamente, per quanto attiene agli uffici in Milano, a fine 2009 sono stati locati spazi siti in un immobile posizionato nelle immediate vicinanze dell'attuale sede di Via Broletto, che potrà ospitare circa 35 risorse; la consegna dei nuovi spazi, attualmente in corso di ristrutturazione, è prevista per la prossima estate.

Per ciò che riguarda la gestione finanziaria, la previsione di spesa complessiva per l'esercizio 2010 è pari a 117,8 milioni di euro e registra un incremento di 11 milioni di euro rispetto all'omologa spesa preventivata per il 2009. Tale incremento è dovuto essenzialmente al maggiore importo della spesa per il personale (+9,26 milioni, correlati per il 98 per cento al citato programma di completamento dell'organico), a spese per locazione e gestione dei nuovi locali in Roma e Milano (+2,43 milioni) e alle maggiori spese in conto capitale (+0,4 milioni di euro) correlate, oltre che al completamento dell'organico, a spese connesse al programma di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico dell'Istituto; l'effetto complessivo delle predette maggiori spese è stato, peraltro, mitigato da interventi di contenimento operati su altre voci di spesa corrente.

Per il 2010 sono previste entrate complessive per 113,3 milioni di euro, di cui un milione di euro derivanti dal fondo a carico dello Stato, 107,9 milioni da entrate contributive e 4,4 milioni da altre entrate dell'Istituto; a esse si aggiunge, per 5,1 milioni di euro, l'avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2009. Le entrate contributive hanno registrato di necessità un incremento di 25,2 milioni di euro rispetto al 2009, dovuto alla riduzione del fondo a carico dello Stato (-7,5 milioni), al minor importo dell'avanzo disponibile 2009 (-4,5 milioni) e delle altre voci di entrata (essenzialmente interessi attivi; -2,0 milioni) e alla crescita della spesa preventivata per il 2010 (+11 milioni).

In proposito, non può non rilevarsi che la previsione di una contribuzione a carico del bilancio dello Stato costituisce diretta conseguenza delle funzioni esercitate dall'Istituto e, in particolare, delle attività di interesse generale da esso svolte che, in quanto tali, non possono essere finanziate unicamente a carico degli operatori del mercato. Nonostante la

rilevanza di tali attività, la misura del trasferimento dall'erario ha subito negli anni una continua decurtazione, passando da circa 27,8 milioni di euro nel 2004 a circa un milione di euro nel 2010, fino a risultare puramente simbolico per il 2011 (508 mila euro). Le determinazioni assunte con l'ultima legge finanziaria e le previsioni per gli anni successivi di fatto pongono il finanziamento della Consob a carico del mercato, generando effetti potenzialmente negativi sulla capacità di intervento in tutti i settori di attività e di perseguimento degli obiettivi istituzionali.

PAGINA BIANCA

B – L'evoluzione del quadro di riferimento

PAGINA BIANCA

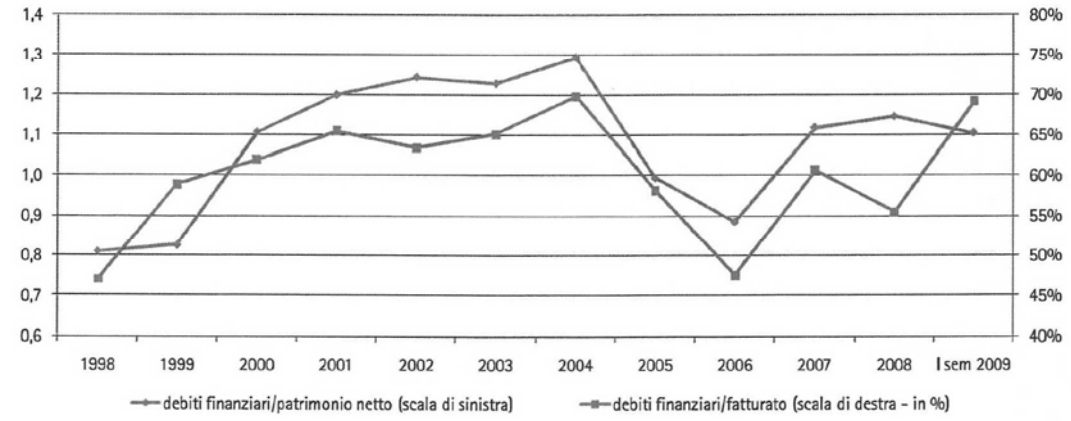
Le società 1

1 La struttura finanziaria e la redditività

Nei primi sei mesi del 2009 i debiti finanziari dei principali gruppi quotati non finanziari italiani hanno registrato un incremento, portandosi a 220 miliardi di euro dai 209 miliardi nel 2008 (+5,2 per cento). Di conseguenza è cresciuto il rapporto fra debiti e fatturato (da 0,55 a 0,69; Fig. 1); la leva finanziaria (calcolata come rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto) è tuttavia diminuita (da 1,14 a 1,10) in virtù dell'aumento del patrimonio netto, attestatosi a 200 miliardi di euro dai 183 miliardi nel 2008 (+9 per cento).

Annualizzando i dati aggregati di conto economico rilevati a giugno 2009, si può stimare che a livello aggregato il fatturato abbia subito una flessione pari al 16 per cento su base annua.

Fig. 1 Indicatori di indebitamento dei principali gruppi quotati non finanziari italiani

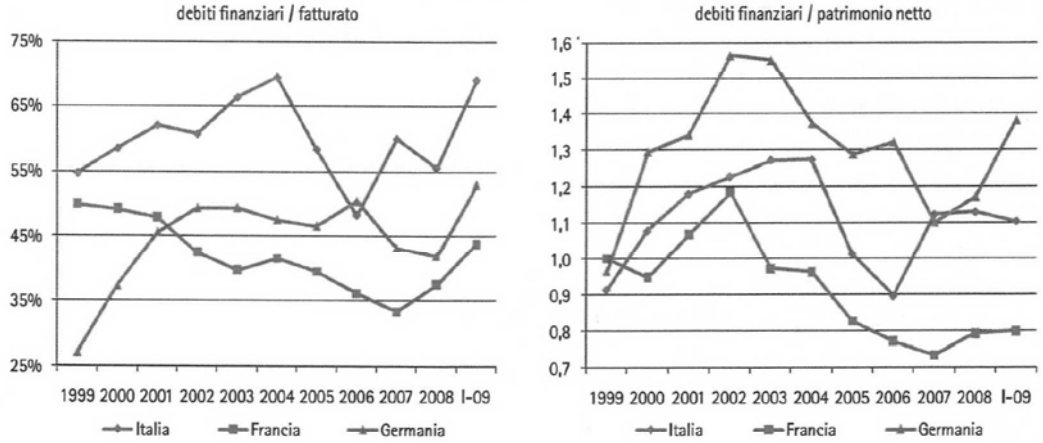


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S; i dati del primo semestre 2009 sono di fonte Worldscope. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Nel calcolo degli indicatori del primo semestre 2009 il fatturato è stato annualizzato. Confronta Note metodologiche.

Dati di bilancio, riclassificati per rendere omogeneo il confronto fra diversi paesi, indicano che, da dicembre 2008 a giugno 2009, l'ammontare dei debiti finanziari delle principali società non finanziarie quotate è aumentato sia in Francia (da 341 a 406 miliardi di euro; +19 per cento) sia in Germania (da 466 a 532 miliardi

di euro; +14 per cento). La leva finanziaria dei gruppi quotati francesi, comunque, non ha subito variazioni di rilievo rimanendo prossima a 0,80, grazie all'incremento dell'ammontare complessivo del patrimonio netto da 430 miliardi di euro a dicembre 2008 a 508 miliardi a giugno 2009 (+18 per cento; Fig. 2). La leva finanziaria dei principali gruppi quotati tedeschi ha raggiunto un livello superiore a quello rilevato in Italia, in virtù anche della riduzione dell'ammontare complessivo del patrimonio netto da 398 miliardi di euro a dicembre 2008 a 385 miliardi di euro a giugno 2009 (-3 per cento). Cresce, invece, il rapporto debiti finanziari su fatturato, per i principali gruppi quotati non finanziari sia francesi che tedeschi a causa della dinamica (stimata annualizzando i dati economici rilevati a giugno 2009) dei ricavi. Il fatturato, infatti, è solo lievemente cresciuto in Francia (+2 per cento) e si è ridotto del 10 per cento in Germania.

Fig. 2 Indicatori di indebitamento per i principali gruppi quotati non finanziari in alcuni paesi europei

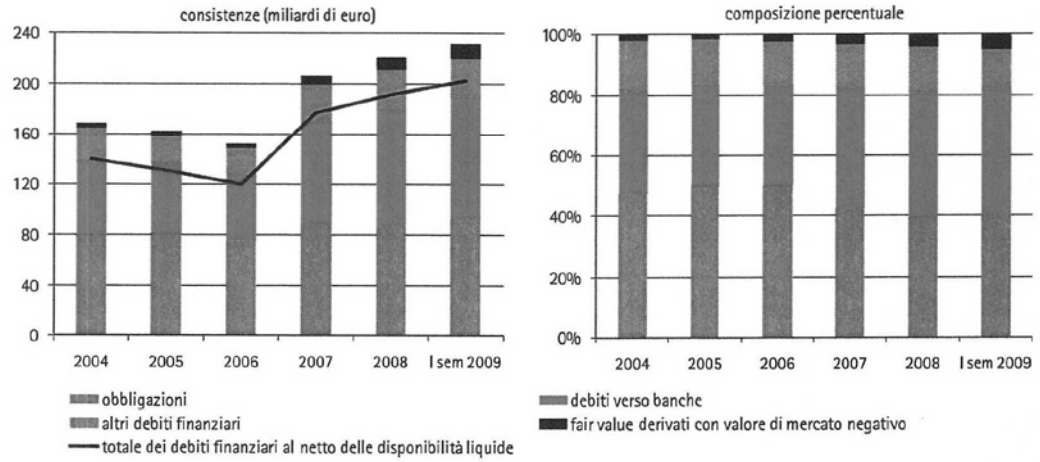


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per la Francia e la Germania dati relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2009; per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 1. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs.

Con riguardo alla composizione dei debiti finanziari dei principali gruppi quotati non finanziari al netto delle disponibilità liquide, nei primi sei mesi del 2009 le consistenze di obbligazioni sono passate da 86,6 a 93,1 miliardi di euro circa (+7,6 per cento), mentre i debiti verso le banche sono cresciute da 92 a 96,8 miliardi di euro (+5 per cento circa; Fig. 3).

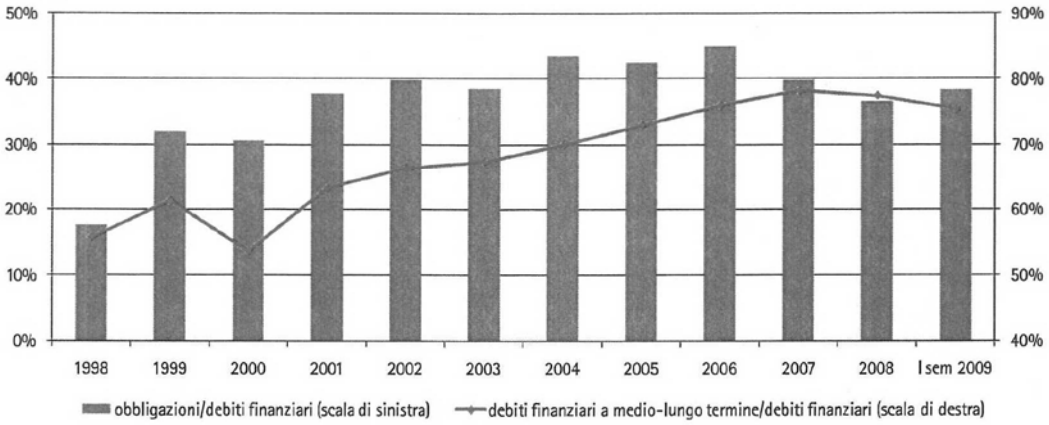
In particolare, in seguito alle restrizioni negli standard di concessione dei prestiti da parte delle banche, lo *stock* delle obbligazioni a medio-lungo termine dei principali gruppi quotati non finanziari ha registrato un incremento, portandosi a 84,7 miliardi di euro circa dai 76,7 miliardi a fine 2008 (+10 per cento); parallelamente il peso di tale fonte di risorse sull'ammontare complessivo dei debiti finanziari è passato dal 36,7 al 38,5 per cento circa (Fig. 4).

Fig. 3 Composizione dei debiti finanziari dei principali gruppi quotati non finanziari italiani



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Confronta Note metodologiche.

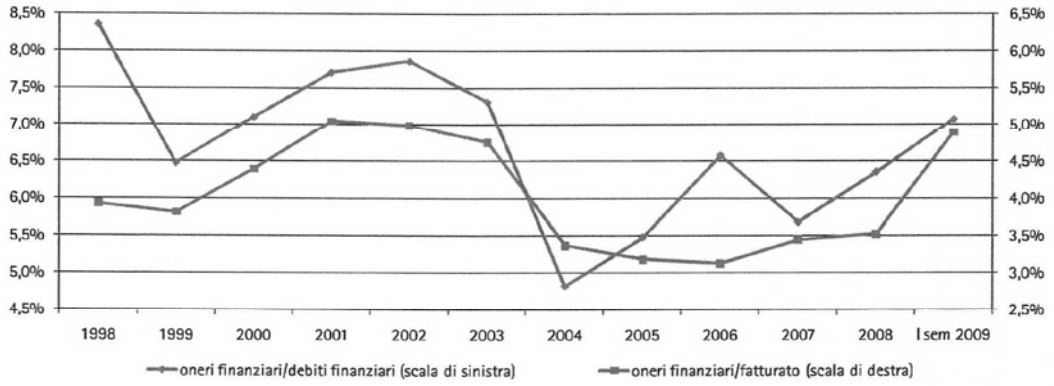
Fig. 4 Peso delle obbligazioni e dei debiti a medio-lungo termine sul totale dei debiti finanziari dei principali gruppi quotati non finanziari italiani



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S; i dati del primo semestre 2009 sono di fonte Worldscope. 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.

È cresciuto, inoltre, il peso degli oneri finanziari sul fatturato (al 4,9 per cento circa al primo semestre 2009 dal 3,5 per cento a dicembre 2008) e sui debiti finanziari (dal 6,4 al 7 per cento; Fig. 5).

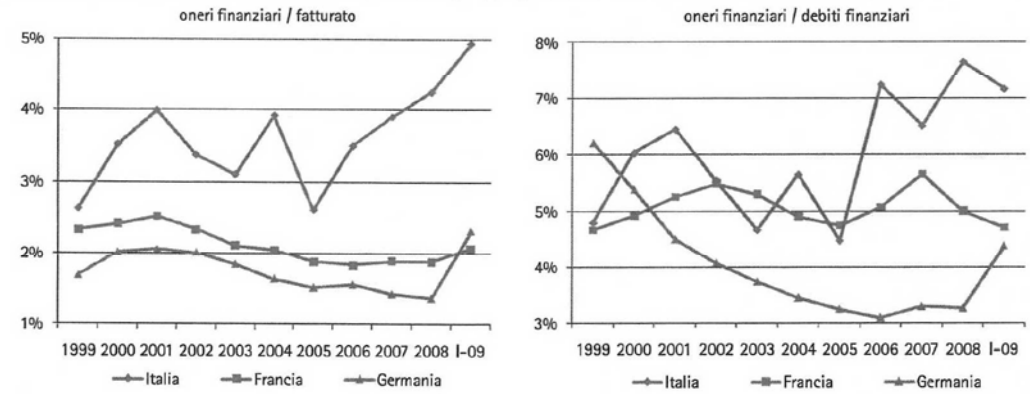
Fig. 5 Incidenza degli oneri finanziari per i principali gruppi quotati non finanziari italiani



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S; i dati del primo semestre 2009 sono di fonte Worldscope. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Nel calcolo degli indicatori del primo semestre 2009 gli oneri finanziari e il fatturato sono stati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

Annualizzando i dati economici rilevati a giugno 2009, si rileva un aumento del rapporto oneri finanziari su fatturato sia in Francia (dal 1,9 per cento a 2,1 per cento) che in Germania (da 1,4 a 2,3 per cento); in entrambi i casi tale rapporto è inferiore al livello rilevato in Italia (4,9 per cento; Fig. 6). L'incidenza degli oneri sui debiti finanziari, invece, è cresciuta per i principali gruppi quotati non finanziari tedeschi (da 3,3 a 4,4 per cento), mentre è diminuita leggermente per quelli francesi (dal 5,0 al 4,7 per cento).

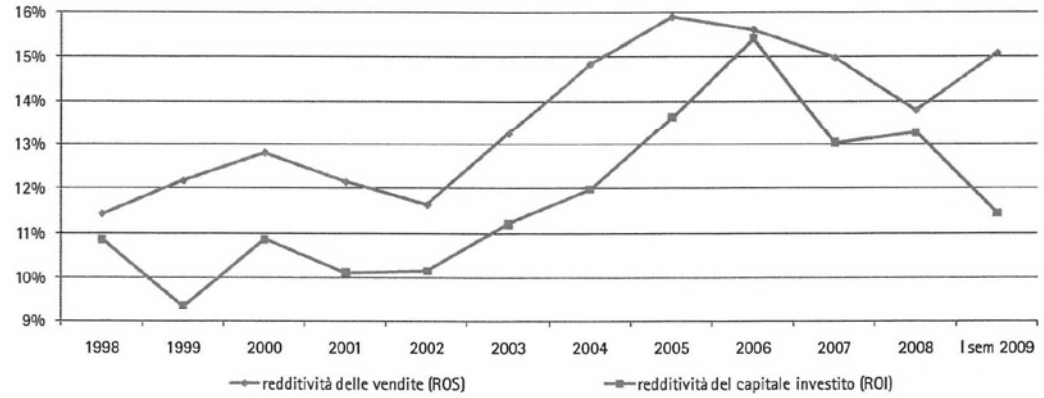
Fig. 6 Incidenza degli oneri finanziari per i principali gruppi quotati non finanziari in alcuni paesi europei



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.

Nel primo semestre 2009 la redditività del capitale investito (rapporto fra margine operativo netto e capitale investito) dei principali gruppi quotati non finanziari italiani si è ridotta passando dal 13,3 all'11,4 per cento; la redditività delle vendite (rapporto fra margine operativo netto e fatturato) è invece cresciuta (dal 13,8 al 15,1 per cento circa; Fig. 7).

Fig. 7 Redditività dei principali gruppi quotati non finanziari italiani

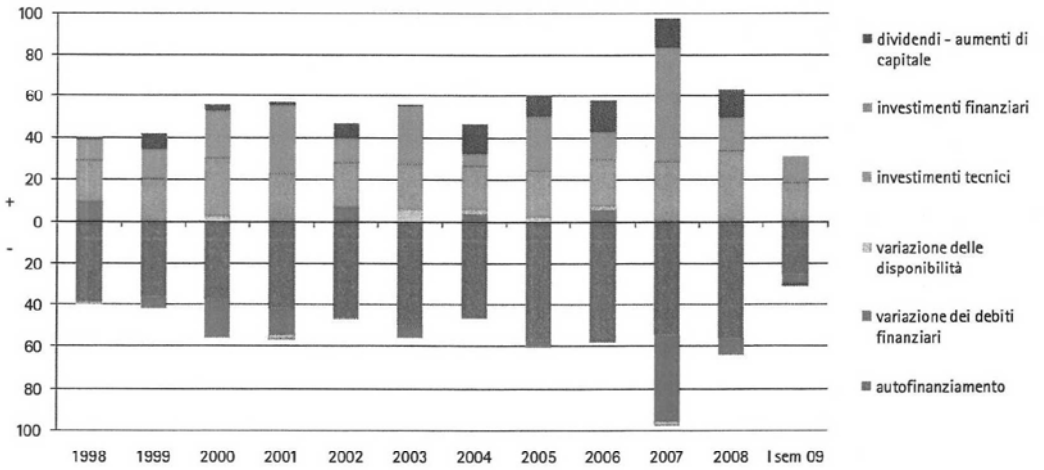


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S; i dati del primo semestre 2009 sono di fonte Worldscope. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Nel calcolo degli indicatori del primo semestre 2009 il margine operativo netto e il fatturato sono stati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

2 I flussi finanziari

Nel primo semestre dell'anno l'autofinanziamento ha continuato a rappresentare la fonte di risorse più importante per i principali gruppi quotati non finanziari italiani, pesando per l'87 per cento sul totale dei flussi di cassa in entrata (Fig. 8). Per la prima volta in oltre 10 anni gli aumenti di capitale hanno superato i dividendi distribuiti (di circa 1,3 miliardi di euro).

Fig. 8 Impieghi (+) e fonti (–) di risorse finanziarie per i principali gruppi quotati non finanziari italiani
(miliardi di euro)

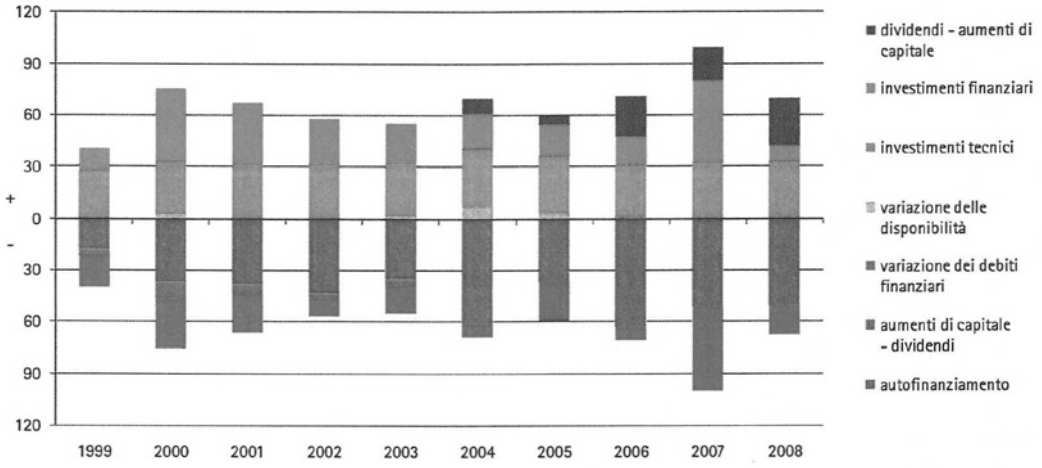


Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. Confronta Note metodologiche.

Le risorse finanziarie sono state impiegate principalmente per effettuare investimenti tecnici (18 miliardi di euro) e investimenti finanziari (12 miliardi di euro).

Nel 2008 l'autofinanziamento (pari a 50 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. Dal lato degli impieghi, l'ammontare degli investimenti tecnici rimane elevato (33 miliardi di euro nel 2008 contro 32 miliardi di euro nel 2007), mentre l'ammontare degli investimenti finanziari è diminuito da 47,5 miliardi di euro nel 2007 a 9 miliardi nel 2008 (-80 per cento circa). Le risorse finanziarie destinate agli azionisti (dividendi al netto degli aumenti di capitale) sono invece cresciute da 20 a 27 miliardi di euro (+39 per cento) (Fig. 9).

Fig. 9 Impieghi (+) e fonti (–) di risorse finanziarie per le grandi imprese non finanziarie italiane
(miliardi di euro)



Fonte: Mediobanca, "Dati cumulativi di 2.022 società italiane", edizione 2009. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

3 La qualità del credito

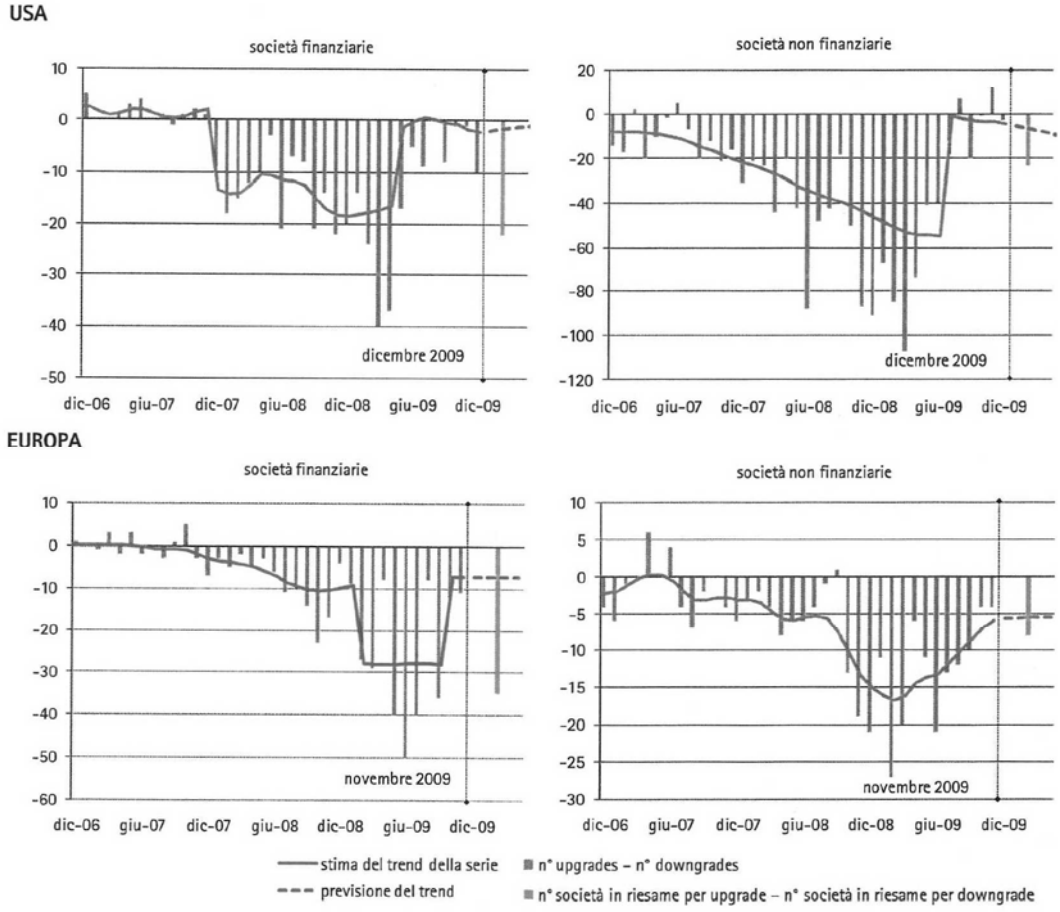
Nei primi mesi del 2009 sono state numerose le revisioni al ribasso del rating delle società sia finanziarie che *corporate*. I giudizi delle agenzie hanno tuttavia segnato un miglioramento della qualità del credito degli emittenti nella seconda metà dell'anno, in corrispondenza con la ripresa dei mercati azionari (si veda il §1 del successivo Capitolo II "*I mercati*") (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 dall'agenzia di rating Moody's ha raggiunto un picco nel mese di marzo 2009 sia per le società non finanziarie (107) che finanziarie (40). Successivamente, l'intensità del processo di

downgrading si è ridotta: a dicembre 2009 la differenza tra *downgrades* e *upgrades* risultava pari a 3 per le società non finanziarie e 10 per le società finanziarie.

In Europa, la differenza fra revisioni al ribasso e revisioni al rialzo si è ridotta gradualmente a partire dal secondo semestre 2009, scendendo a dicembre 2009 a quota 11 per le società finanziarie (contro 50 a giugno) e a quota 4 per le società *corporate* (contro 21 a giugno).

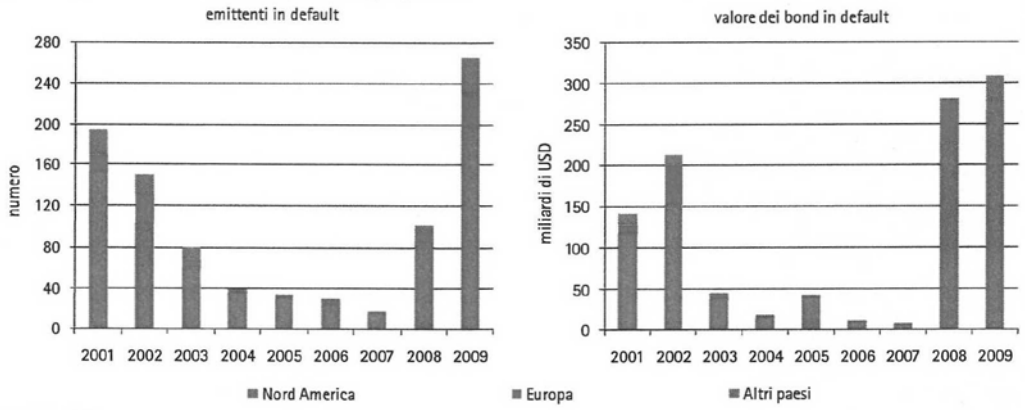
Fig. 10 Differenza fra *upgrades* e *downgrades*
(dati mensili; settembre 2002 - dicembre 2009)



Fonte: Moody's. La componente di lungo periodo è stimata attraverso tecniche non parametriche di analisi delle serie storiche.

Nel 2009 il numero di emittenti di obbligazioni classificate in *default* è aumentato ulteriormente, passando da 101 a 266; l'incremento del valore dei *bonds* dichiarati in *default* è stato tuttavia lieve, da 281 a 309 miliardi di euro (+10 per cento; Fig. 11).

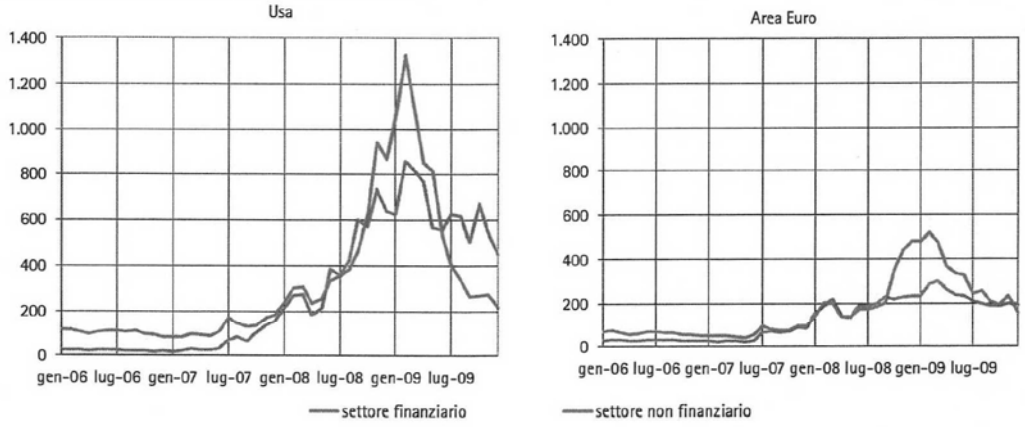
Fig. 11 *Corporate bond* in *default* per area geografica



Fonte: Moody's.

L'andamento del costo della protezione dal rischio di insolvenza è stata simile a quello rilevato per i cambiamenti di rating. Le quotazioni dei *credit default swap* (Cds) sono, infatti, cresciute nel primo semestre 2009 per poi diminuire, attestandosi su livelli comunque superiori a quelli rilevati prima della crisi (Fig. 12).

Fig. 12 Quotazioni dei contratti di *credit default swap* con scadenza a 5 anni su emittenti quotati
(punti base; dati mensili da gennaio 2006 a dicembre 2009)



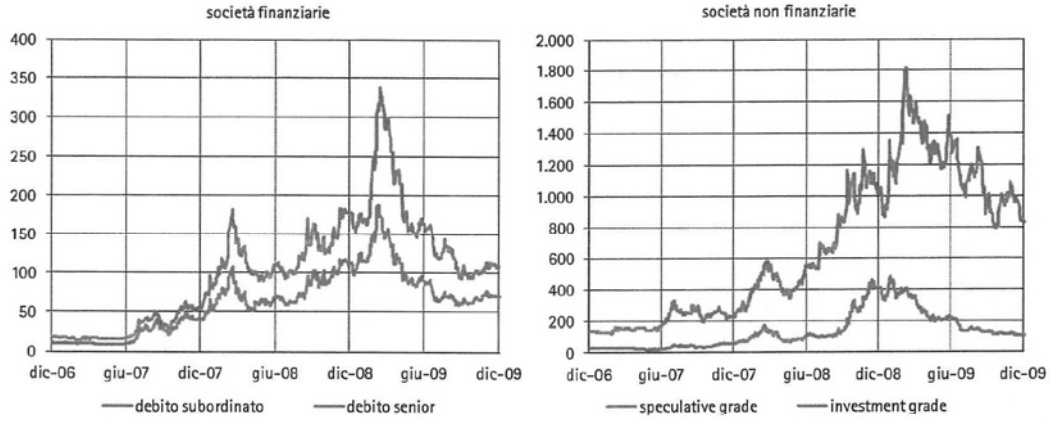
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. I dati sono calcolati come medie degli indici Datastream settoriali relativi a *credit default swap* con scadenza 5 anni. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio di credito) si impegna a pagare, ogni anno, al venditore della protezione l'1 per cento del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

Negli Usa le quotazioni dei Cds delle società *corporate* si sono mantenute su livelli superiori a 1.000 punti base nei primi tre mesi del 2009, per poi gradualmente scendere a 215 punti base a dicembre 2009 (contro 184 a dicembre 2007). Analogamente le quotazioni dei Cds delle società finanziarie sono aumentate

da 636 punti base a dicembre 2008 a 816 punti base a marzo 2009, per poi diminuire a quota 453 a dicembre 2009 (contro 153 a dicembre 2007) .

Anche in Italia le quotazioni dei Cds, pur avendo subito una forte diminuzione a partire da marzo 2009, si sono portate a livelli superiori a quelli rilevati nel periodo precedente alla crisi sia per le società finanziarie che non finanziarie (Fig. 13).

Fig. 13 Quotazioni dei contratti di *credit default swap* con scadenza a 5 anni su emittenti quotati italiani
(punti base; dati giornalieri dal 31/12/2006 al 31/12/2009)



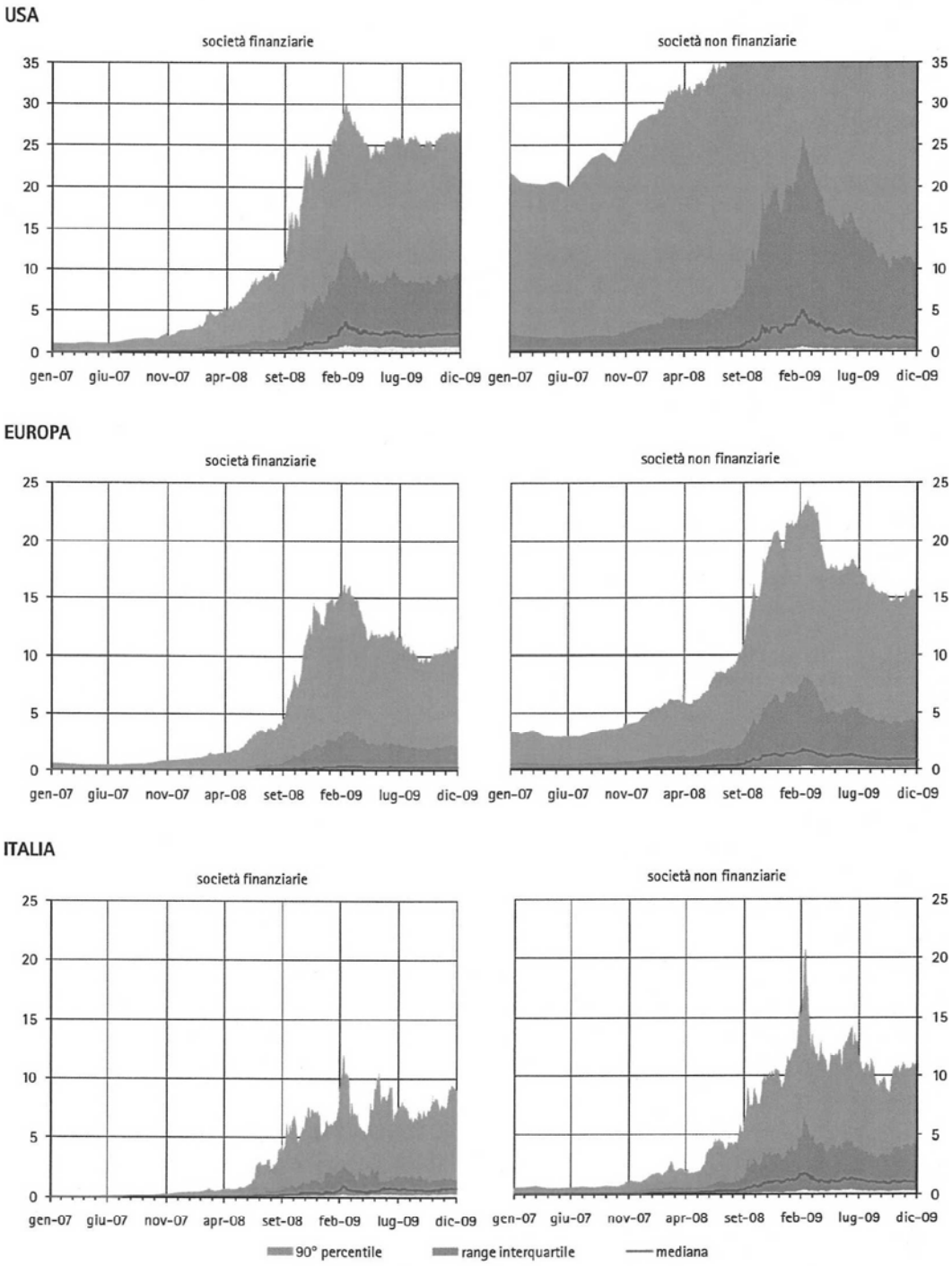
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters-Datastream. Per le imprese non finanziarie i dati sono calcolati come medie delle quotazioni giornaliere dei *credit default swap* di imprese con uguale rating, mentre per le banche i dati sono medie delle quotazioni giornaliere relative ai principali gruppi 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.

Il graduale miglioramento della qualità del credito delle società quotate si è riflesso, nel corso dell'anno, anche in una riduzione della probabilità di *default* (stimata tramite modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza); tuttavia, nel mese di dicembre tali probabilità risultavano ancora superiori a quelle rilevate nel periodo precedente alla crisi.

Da marzo 2009 a dicembre 2009, la probabilità di *default* mediana delle società quotate americane (50° percentile della distribuzione di probabilità di *default*) è passata, nel settore finanziario, dal 4 al 3 per cento circa (contro lo 0,2 per cento a gennaio 2008), mentre nel settore *corporate* è diminuita dal 5 al 2 per cento circa (contro lo 0,8 per cento a gennaio 2008; Fig. 14).

In Europa, da marzo 2009 a dicembre 2009, la probabilità di *default* mediana si è ridotta dallo 0,4 allo 0,3 per cento nel settore finanziario (contro lo 0,1 per cento a gennaio 2008), e dall'1,7 allo 0,85 per cento nel settore *corporate* (a fronte dello 0,2 per cento a gennaio 2008).

Fig. 14 Distribuzione della probabilità di *default* delle società quotate
(dati giornalieri dal 31/01/2007 al 31/12/2009)

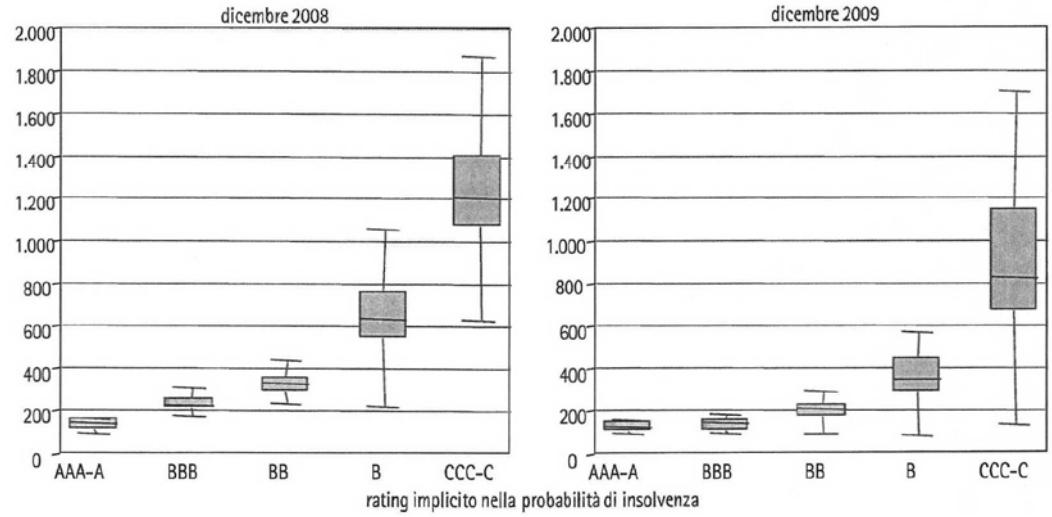


Fonte: Moody's KMV - Credit Edge.

In Italia, la probabilità di *default* relativa al gruppo delle società finanziarie più rischiose (90° percentile della distribuzione delle probabilità di *default*) è calata dal 12 per cento circa a marzo 2009 al 9 per cento a dicembre 2009, attestandosi su livelli molto più bassi rispetto a quelli rilevati negli Usa (26 per cento circa a dicembre 2009) e in Europa (11 per cento circa a dicembre 2009). Nello stesso periodo ha registrato una diminuzione ancora più rilevante la probabilità di *default* delle società *corporate* più rischiose (dal 20 per cento circa a marzo all'11 per cento a dicembre).

Anche le quotazioni teoriche dei *credit default swap* per le società quotate italiane non finanziarie, stimate da Moody's sulla base di modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza, sono diminuite significativamente nel corso del 2009, soprattutto per le società *speculative grade*. In particolare, la mediana delle quotazioni delle società appartenenti alla categoria di credito più rischiosa (rating equivalente a C-CCC) è scesa a poco più di 800 punti base a dicembre 2009 (contro 1.200 punti base a dicembre 2008; Fig. 15).

Fig. 15 Quotazioni teoriche dei contratti di *credit default swap* a 5 anni per le società quotate non finanziarie italiane
(punti base)

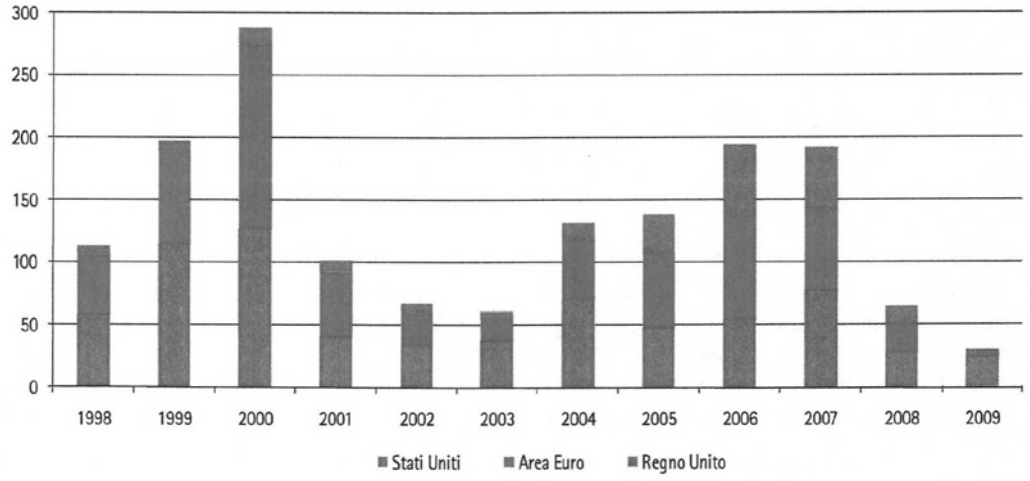


Fonte: elaborazioni su dati Moody's KMV-Credit Edge. La probabilità di insolvenza è stimata tramite il modello di valutazione del rischio di credito sviluppato da Moody's KMV e l'attribuzione del rating implicito alle società avviene sulla base della probabilità di *default* stimata dal modello. Nel 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

Nel 2009 il flusso di nuove quotazioni sui mercati azionari ha registrato un'ulteriore forte contrazione che ha amplificato il *trend* iniziato a partire dal 2008. Negli Usa l'ammontare delle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione è sceso da 27 miliardi di euro nel 2008 a 24 miliardi nel 2009 (-12 per cento); ancora più significativa è stata la contrazione del capitale di rischio raccolto dalle società neoquotate nell'area dell'euro (da 23 miliardi di euro nel 2008 a 4 miliardi nel 2009; -82 per cento) e nel Regno Unito (da 13 a 2 miliardi di euro; -86 per cento; Fig. 16).

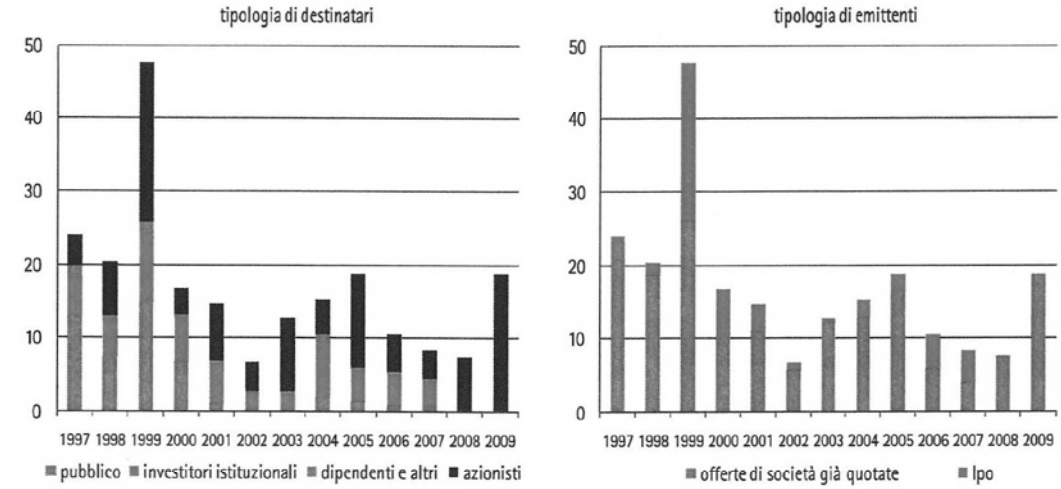
Fig. 16 Risorse raccolte dalle società di nuova quotazione nelle borse dei principali paesi industrializzati
(miliardi di dollari Usa)



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.

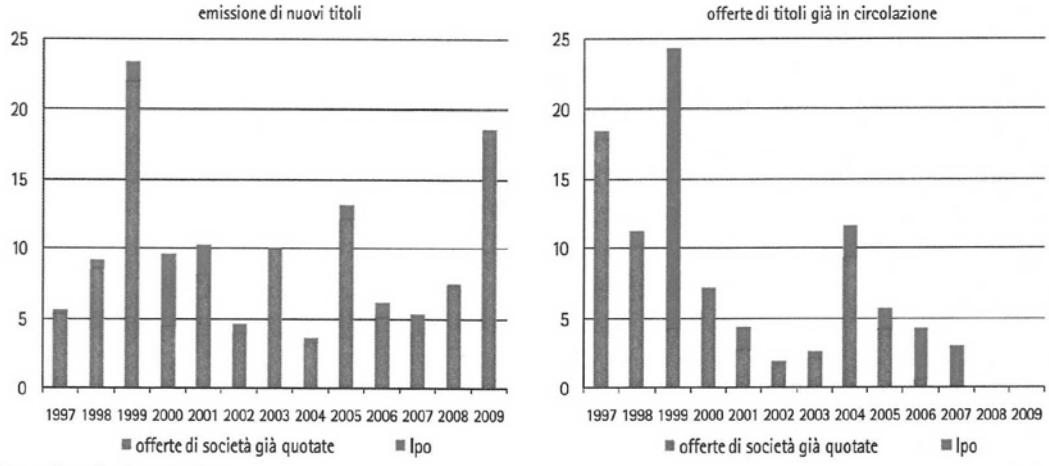
In Italia i collocamenti complessivi di titoli azionari (emissione di nuovi titoli e offerte di titoli già in circolazione) sono aumentati da 7,4 a 18,7 miliardi di euro, prevalentemente a causa dell'incremento delle offerte di titoli da parte di società già quotate (da 7,3 a 18,6 miliardi di euro) tramite aumenti di capitale in opzione agli azionisti (Fig. 17); l'ammontare del capitale di rischio raccolto tramite Ipo è rimasto, invece, modesto (pur essendo cresciuto lievemente da 143 a 160 milioni di euro; Fig. 18).

Fig. 17 Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane
(emissioni di nuovi titoli e offerte di titoli già in circolazione; miliardi di euro)



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Fig. 18 Tipologia di offerte di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane
(miliardi di euro)



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Nel corso del 2009 4 società sono state ammesse alle negoziazioni sui mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) (a fronte di 29 nel 2007 e 6 nel 2008; Tav. 1): 3 società sono state ammesse alle negoziazioni sull'Mtf Aim Italia (*Alternative Investment Market*; vedi §1 del successivo Capitolo II "*I mercati*") e solo una sul segmento Star dell'Mta. La capitalizzazione *ante*-offerta delle 4 società è stata complessivamente modesta (335 milioni di euro) in linea con quanto rilevato nel 2008 (268 milioni di euro).

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
2009[3]	4	335	51	93	*144*	36,7

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. 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. [3] I dati includono le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia.

La quota del capitale sociale degli investitori istituzionali, presenti in 2 delle 4 società, si è in media dimezzata (dal 50 per cento *ante* offerta al 26 per cento dopo il collocamento; Tav. 2).

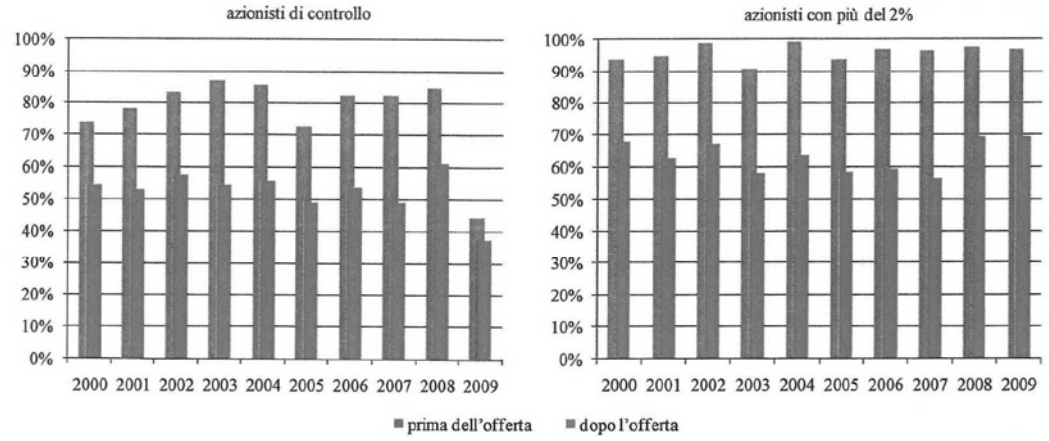
Le società di nuova quotazione presentano un azionariato più diffuso rispetto a quanto rilevato per le Ipo del 2008. La quota media dei diritti di voto del primo azionista è stata, infatti, pari a 44,5 per cento (85 per cento nel 2008) prima dell'offerta per poi scendere al 37,5 per cento dopo il collocamento (61 per cento nel 2008; Fig. 19).

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
2009[7]	2	50,0	5,5	49,4	25,7

Fonte: Consob e Borsa Italiana. 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. [7] I dati includono le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia.

Fig. 19 Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione
(quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto; valori medi)



Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. Nel 2009 sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia. Confronta Note metodologiche.

La maggior parte dei titoli delle società di nuova quotazione sono stati allocati presso investitori istituzionali esteri (57 per cento, contro il 32 per cento nel 2008; Tav. 3). Il rapporto fra domanda e offerta è rimasto stabile a uno nel collocamento pubblico, mentre è cresciuto significativamente nel collocamento istituzionale (da 1,1 a 4,0).

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
2009[7]	7,0	31,5	56,8	4,8	1,0	4,0

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. 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. [7] I dati includono le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia.

In un caso la società di nuova quotazione presentava rapporti creditizi e partecipativi con gli intermediari collocatori o gli *sponsor* (Tav. 4).

Nel 2009 è stata ammessa a negoziazione sul Mac (Mercato alternativo dei capitali) una sola società la cui capitalizzazione *ante* offerta è stata pari a 7,9 milioni di euro (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
2008	1	16,7	49,4	--	--	--
2009[5]	1	25,0	18,0	1	25,0	6,9

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 e lo *sponsor*, lo *specialist*, il *global coordinator*, il *lead manager* dell'offerta pubblica, il *nomad* 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. [5] I dati includono le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia.

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
2009	1	7,9	0,3	--	*0,3*	3,7	87,7

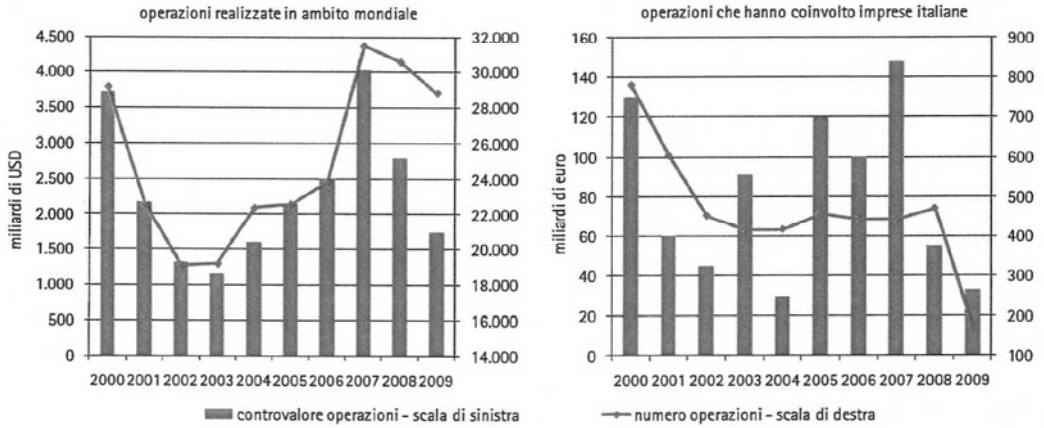
Fonte: Borsa Italiana Spa. [1] Capitalizzazione delle società ammesse alle negoziazioni, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. [2] In rapporto alla capitalizzazione *post* offerta, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. [3] Quota percentuale; media semplice.

5 Le operazioni di acquisizione e fusione

Gli effetti della crisi finanziaria hanno comportato un'ulteriore significativa riduzione del controvalore complessivo delle operazioni di acquisizione e fusione a livello mondiale (da 2.804 miliardi di dollari nel 2008 a 1.730 nel 2009; -38 per cento circa; Fig. 20). Anche il numero delle operazioni di acquisizione e fusione è risultato in calo, sebbene in misura più

lieve (da 30.557 operazioni nel 2008 a 28.807 operazioni nel 2009; -6 per cento).

Fig. 20 Operazioni di acquisizione e fusione



Fonte: KPMG e Thomson Reuters.

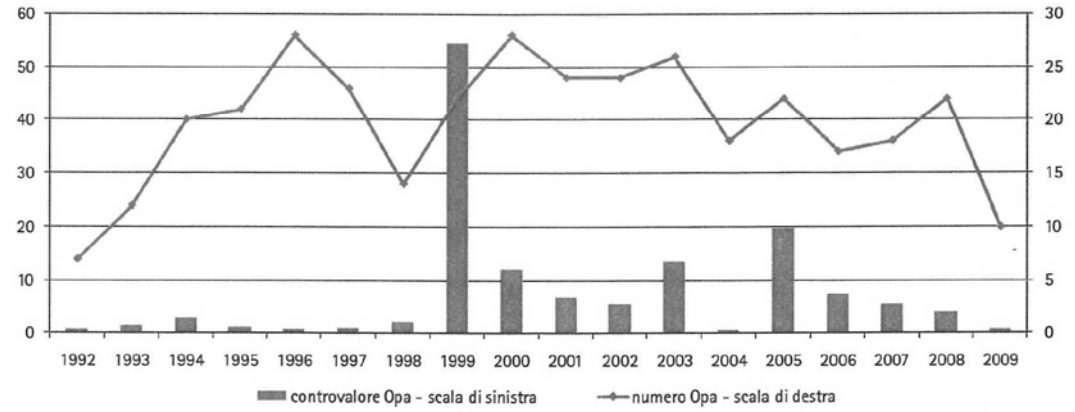
In linea con la generale tendenza riscontrata a livello mondiale, in Italia si è verificata una forte contrazione del controvalore delle operazioni di acquisizione e fusione (da 55 a 33 miliardi di euro; -40 per cento). Il numero delle operazioni si è più che dimezzato, passando da 471 a 172 (minimo storico negli ultimi 20 anni).

Le operazioni di acquisizioni più rilevanti sono state effettuate nel settore dell'energia. In particolare, Enel nel 2009 ha acquisito il 25 per cento di Endesa per 9,6 miliardi di euro (perfezionando di fatto un'operazione iniziata nel 2008); Eni ha acquisito il 41,6 per cento della belga Distrigaz per 1,9 miliardi di euro; Snam rete Gas ha acquisito l'intero capitale sociale di Stolgit e di Italgas per 4,5 miliardi di euro.

Nel corso del 2009 le offerte pubbliche di acquisto e/o scambio (Opa) hanno mostrato una forte flessione rispetto al 2008. Il controvalore complessivo delle Opa su società quotate, pari a 644 milioni di euro, è il più basso degli ultimi 4 anni; inoltre, il numero complessivo di offerte, pari a 10, costituisce il valore minimo dal 1993 (Fig. 21).

Il 60 per cento delle Opa eseguite nel 2009 è costituito da trasferimenti o consolidamenti delle posizioni di controllo che sono stati realizzati tramite offerte preventive. Il 43 per cento circa del controvalore delle operazioni realizzate durante l'anno è rappresentato dall'offerta promossa da Banca Popolare dell'Emilia Romagna sulle azioni Meliorbanca che ha condotto al *delisting* dei titoli oggetto dell'offerta. I trasferimenti di controllo tramite cessioni concordate del pacchetto di controllo seguite da Opa successive sono stati invece 4.

Fig. 21 Offerte pubbliche di acquisito e/o di scambio su titoli di società quotate italiane
(miliardi di euro)



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.

2 I mercati

1 La congiuntura economica e i mercati azionari

Dopo il *default* Lehman, nel settembre 2008, sono emersi gli effetti reali di una crisi che nelle prime fasi sembrava circoscritta al sistema finanziario. La crescita del prodotto interno lordo per il 2009 è stata negativa per i paesi industrializzati e ha segnato una significativa decelerazione per i principali paesi in via di sviluppo. Nel 2009 il Pil è diminuito a livello globale dell'uno per cento circa. Gli esercizi di simulazione condotti dalle principali organizzazioni internazionali indicano che nel 2010 si dovrebbe assistere a una lieve ripresa, sebbene disomogenea tra aree geografiche, mentre nel 2011 la crescita potrebbe essere più sostenuta, soprattutto per i paesi *export led*. Per l'Italia, la contrazione del prodotto è prossima al 5 per cento, configurando una delle più gravi recessioni dal Dopoguerra; tale contrazione sembra destinata a protrarsi, sebbene in misura ridotta, anche nel 2010.

I primi dati per la seconda parte del 2009 indicano, tuttavia, che il prodotto è tornato ad aumentare in molti paesi industrializzati, essenzialmente per effetto della ripresa della domanda estera e del commercio internazionale, trainate a loro volta dalla crescita dei principali paesi emergenti. Sebbene il punto di svolta del ciclo sembri superato, rimangono ancora numerosi fattori di rischio sul piano macro-economico che potranno condizionare fortemente l'entità e la tempistica della ripresa. In particolare, l'aumento della disoccupazione e degli squilibri dei bilanci pubblici minano la crescita della domanda interna nei principali paesi industrializzati e dunque la solidità della ripresa. Rimangono però rischi significativi derivanti dell'impatto negativo – sui consumi e sul costo del lavoro – del processo di aggiustamento di variabili reali quali i tassi di occupazione e i salari reali.

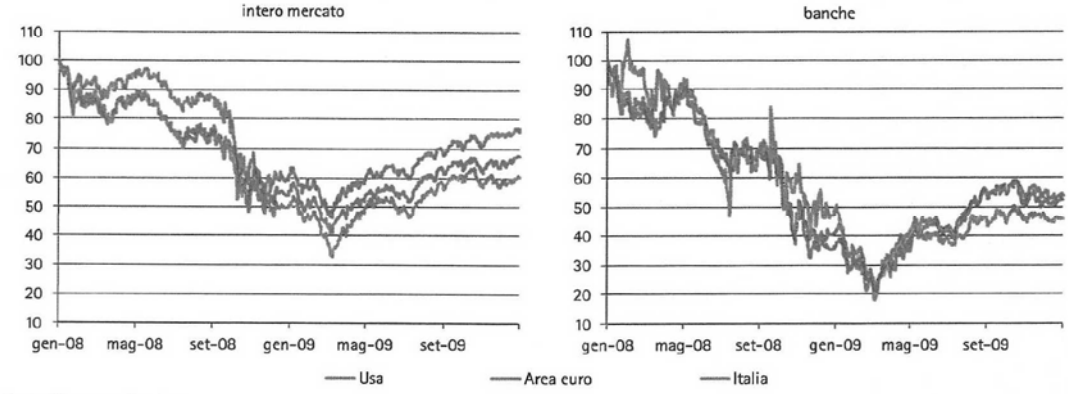
Nel 2008 si sono dispiegati gli effetti di una crisi finanziaria senza precedenti nella storia del Dopoguerra. Le quotazioni azionarie nei mercati dei principali paesi avanzati si sono pressoché dimezzate; i titoli bancari sono arrivati a perdere fino all'80 per cento del loro valore.

L'impatto della crisi sui mercati finanziari ha conosciuto il periodo di massima intensità fra la fine del 2008 e l'inizio del 2009. Gli eventi innescati dall'insolvenza della banca d'affari americana Lehman Brothers, resa nota al mercato il 15 settembre 2008, hanno scosso profondamente la fiducia degli operatori, alimentando un clima di fortissima tensione e incertezza.

A partire dalla metà di marzo del 2009 le turbolenze dei mercati finanziari si sono in parte attenuate e la volatilità è ritornata sui livelli analoghi a quelli prevalenti prima del *default* Lehman.

Complessivamente, nel 2009 i mercati azionari in Italia, Europa e Stati Uniti hanno guadagnato il 20 per cento circa; i corsi dei titoli bancari sono cresciuti del 28 per cento circa in Italia e del 50 per cento circa in Europa, mentre hanno continuato a flettere negli Stati Uniti (-9 per cento circa; Fig. 22).

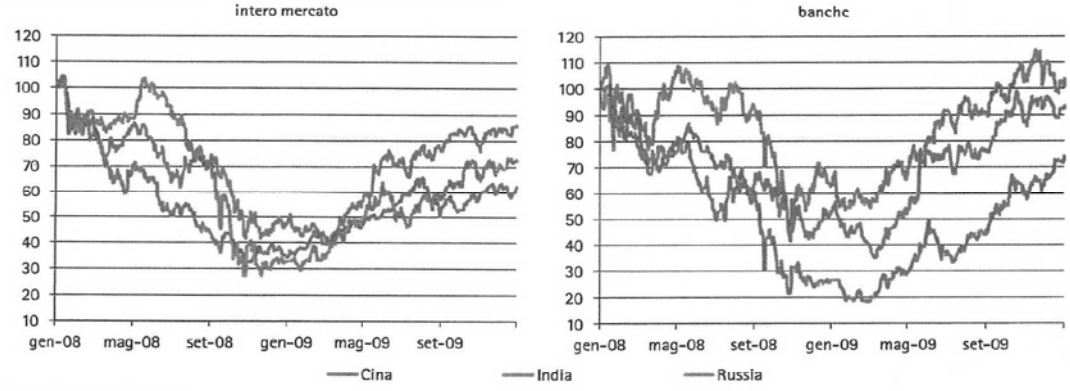
Fig. 22 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi avanzati
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 31/12/2009; 01/01/2008=100)



Fonte: Thomson Reuters

Anche nei paesi emergenti si è verificata una netta ripresa dei corsi azionari, che da marzo a dicembre 2009 sono cresciuti del 38 per cento in Cina, del 79 per cento in India e del 77 per cento in Russia (Fig. 23). La crescita dei corsi azionari delle banche è stata ancora più significativa. Da marzo a dicembre 2009 l'indice azionario delle principali banche quotate in Cina è aumentato del 58 per cento, mentre in India e in Russia ha rispettivamente raddoppiato e triplicato il suo valore.

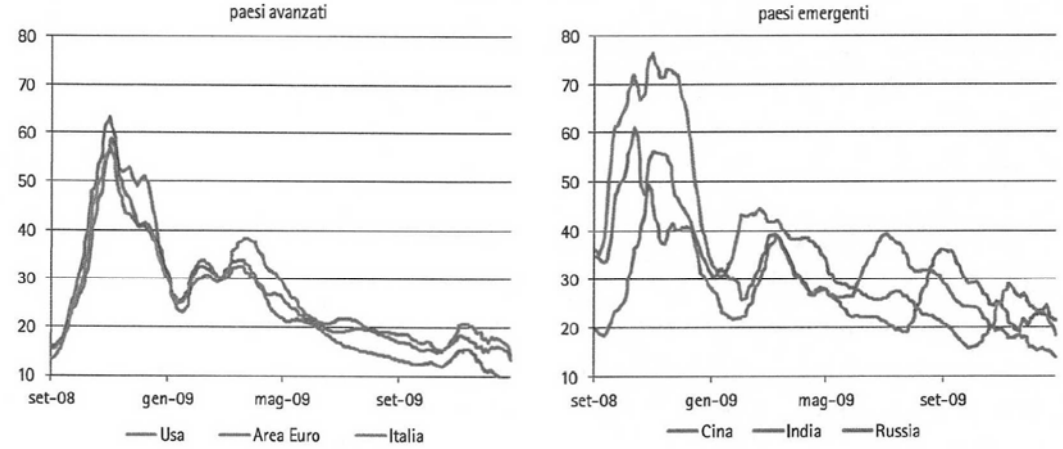
Fig. 23 Andamento dei corsi azionari nei paesi emergenti
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 31/12/2009; 01/01/2008=100)



Fonte: Thomson Reuters.

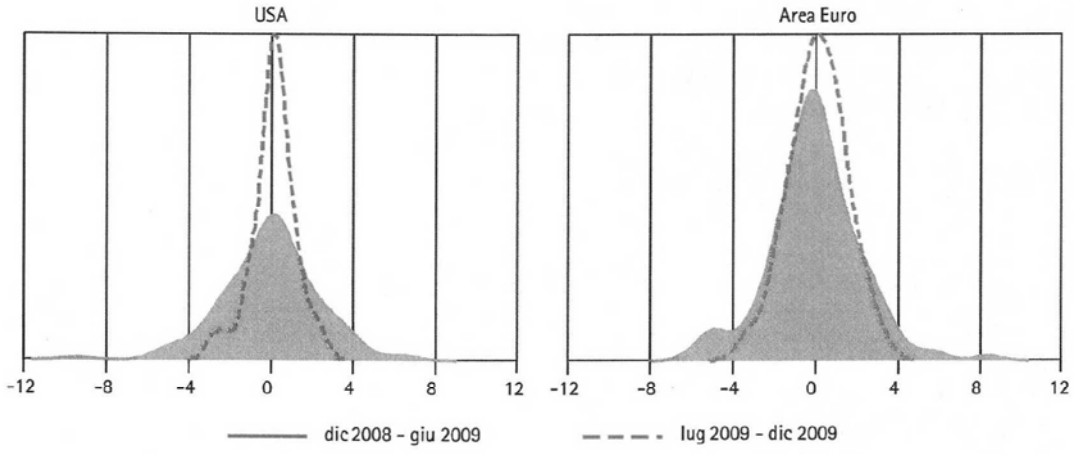
A partire dal secondo trimestre del 2009 i mercati azionari hanno mostrato condizioni di maggiore stabilità rispetto alla situazione di turbolenza sviluppatasi a seguito del *default* di Lehman. Infatti, la volatilità realizzata si è riportata su livelli prossimi a quelli del periodo precedente alla crisi (Fig. 24) e si è verificata una riduzione della frequenza di rilevazione di rendimenti estremi negativi (Fig. 25).

Fig. 24 Volatilità realizzata degli indici azionari
(valori percentuali espressi su base annua - medie mobili su 20 giorni su dati giornalieri dal 05/09/2008 all'31/12/2009)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. La volatilità realizzata è stimata sulla base dei rendimenti infragiornalieri degli indici azionari.

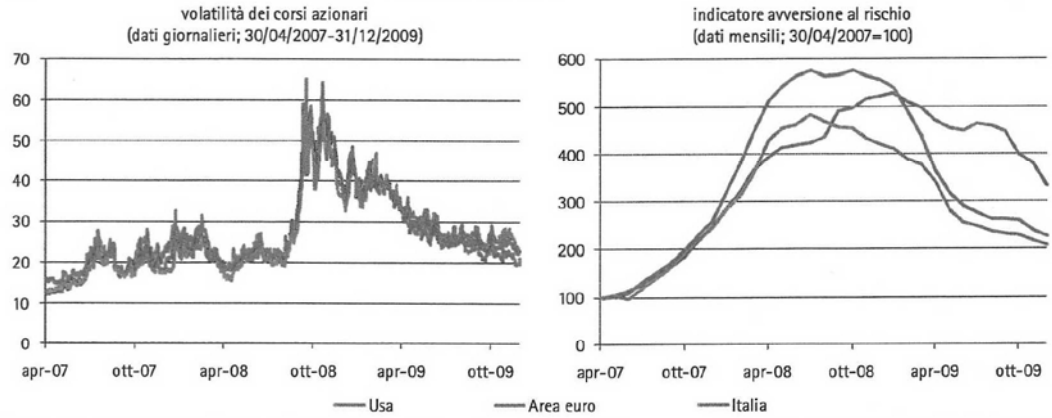
Fig. 25 Stime della distribuzione di probabilità dei rendimenti giornalieri degli indici azionari



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Le funzioni di densità sono stimate applicando metodi non parametrici.

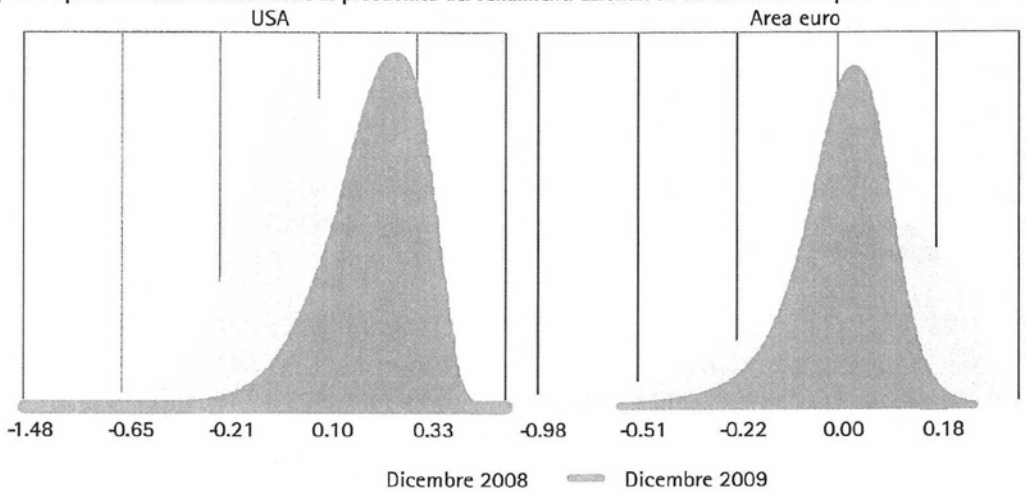
A fine 2009 gli investitori manifestavano un livello più ridotto di avversione al rischio, attendendosi un' ulteriore flessione del livello di turbolenza sui mercati azionari (Fig. 26); vi erano, inoltre, aspettative meno marcate di rendimenti negativi (Fig. 27).

Fig. 26 Volatilità implicita e avversione al rischio sui mercati azionari



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Borsa Italiana. La volatilità implicita è desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici azionari con scadenza a 3 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

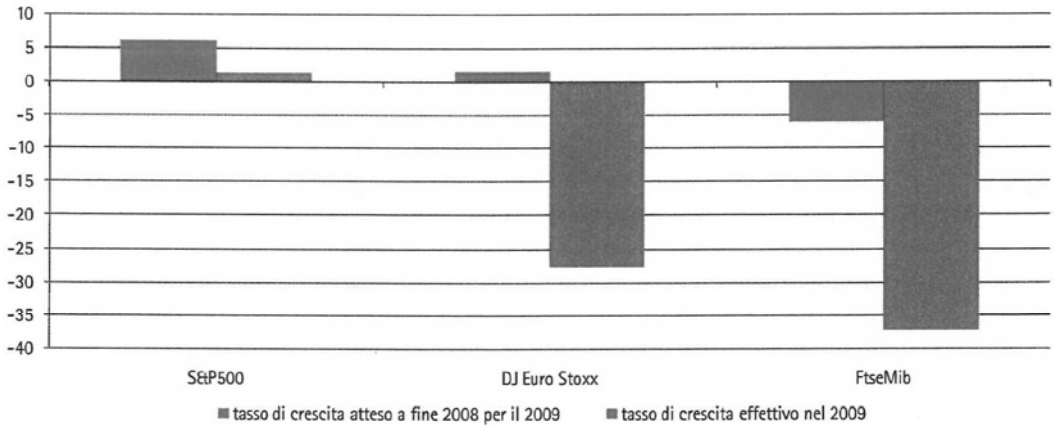


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Le funzioni di densità sono stimate sulla base dei prezzi delle opzioni su indice.

Nonostante nel 2009 si sia manifestata una tendenza ad una maggiore stabilità, nei primi mesi del 2010, nell'area dell'euro, le forti preoccupazioni sull'evoluzione del quadro macroeconomico hanno generato nuove incertezze sui mercati azionari, collegate ai timori di un possibile irrigidimento delle politiche monetarie e di spesa pubblica. Inoltre, si è diffusa fra gli investitori la preoccupazione per l'aumento del rischio sovrano, implicito delle quotazioni dei *credit default swap*.

Nel 2009 l'andamento degli utili delle società incluse nei principali indici azionari ha completamente disatteso le aspettative degli analisti a fine 2008 (Fig. 28). I tassi di crescita degli utili societari, infatti, sono stati largamente negativi nell'area dell'euro (-28 per cento circa) e, in particolare, in Italia (-36 per cento). Per quanto riguarda le società americane incluse nello S&P500, il tasso di crescita degli utili (1,3 per cento), pur essendo inferiore a quello atteso nei 12 mesi precedenti (6 per cento circa) ha rappresentato un netto miglioramento rispetto alla forte flessione della redditività rilevata nel 2008 (-23 per cento)

Fig. 28 Crescita effettiva e attesa degli utili societari delle imprese incluse nei principali indici azionari nel 2009

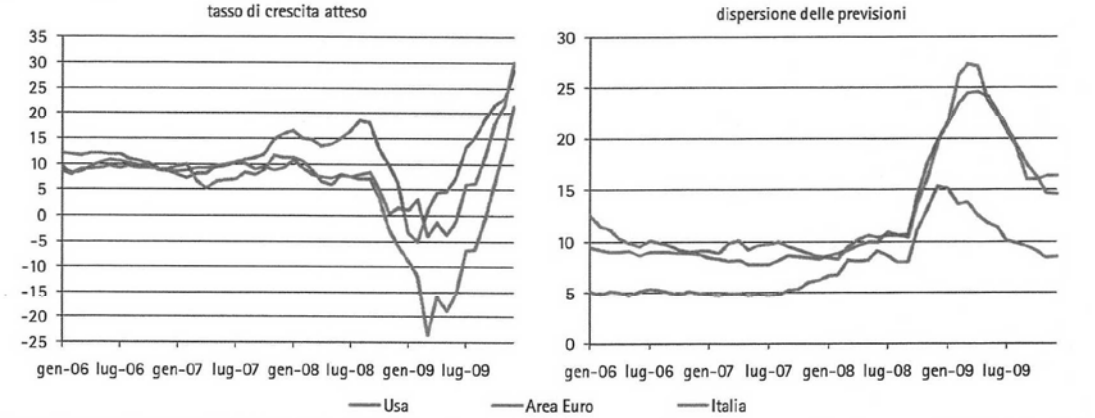


Fonte: Thomson Reuters e IBES. Dati sulle previsioni degli utili a 12 mesi (prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito) a fine dicembre 2008 e sull'utile effettivo 2009 (stima a febbraio 2010).

Nel corso del 2009, gli analisti hanno gradualmente rivisto al rialzo le stime sul tasso di crescita degli utili societari su di un orizzonte di 12 mesi. A dicembre 2009, il tasso di crescita atteso medio per le società incluse nei principali indici azionari ha raggiunto il 30 per cento circa nell'area dell'euro, il 28 per cento in Italia e il 21 per cento circa per le società americane incluse nell'indice S&P500 (Fig. 29).

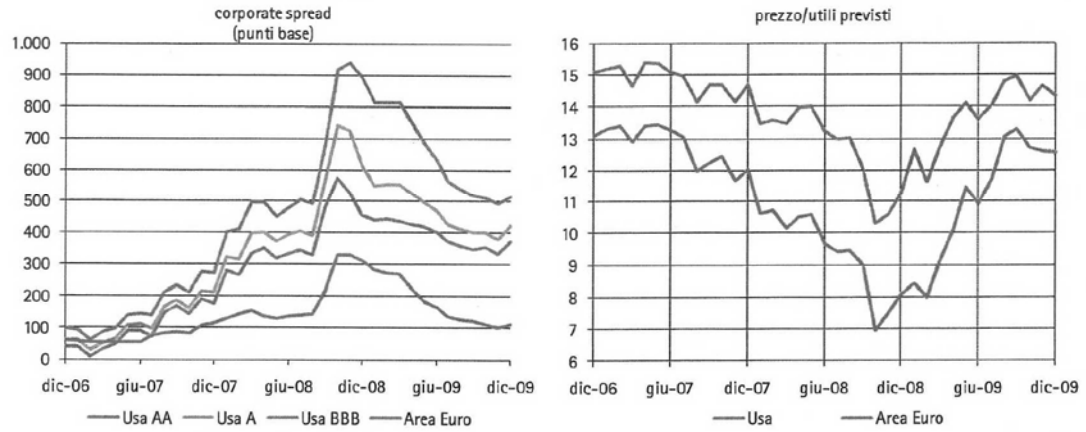
La riduzione degli *spread* sul debito obbligazionario e l'incremento del rapporto prezzo/utili previsti costituiscono ulteriori indicatori di un miglioramento dell'*outlook* e delle attese degli analisti sulle prospettive dei mercati azionari (Fig. 30).

Fig. 29 Previsioni degli analisti sugli utili societari
(dati mensili;gennaio 2006-dicembre 2009)



Fonte: Thomson Reuters e IBES. Dati 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 cd è stata stimata su dati trimestrali. Per ogni trimestre è riportata la media dei tassi di crescita attesi nei singoli mesi. Per gli Usa i dati sono riferiti alle società incluse nell'indice S&P 500, per l'area euro alle società incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx e per l'Italia alle società incluse nell'indice FTSEMib.

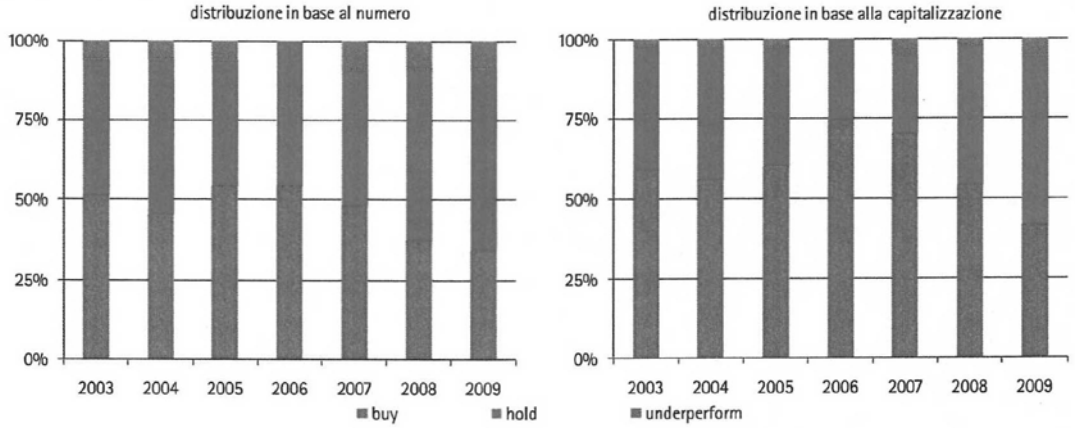
Fig. 30 Rapporto prezzo/utili per azione[1] e *spread* su obbligazioni di società non finanziarie con *rating investment grade*[2]
(dati mensili da dicembre 2006 a dicembre 2009)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters, IBES e JP Morgan. [1]Media ponderata (per la capitalizzazione) del rapporto tra i prezzi dei titoli del Dow Jones Euro Stoxx e del FTSEMib e le previsioni degli utili per azione su 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.

Nel 2009, la distribuzione dei giudizi degli analisti sulle società quotate italiane incluse nell'indice FTSE Mib ha subito un peggioramento rispetto al 2008. Infatti, è aumentato il peso, in termini di capitalizzazione, delle società con giudizio "*hold*", che a dicembre 2009 ha raggiunto il 53 per cento (contro 44 per cento a dicembre 2008; Fig. 31). È aumentata anche la quota di capitalizzazione relativa alle società con il giudizio "*underperform*" che, nello stesso arco temporale, è passata dal 2 al 5 per cento circa.

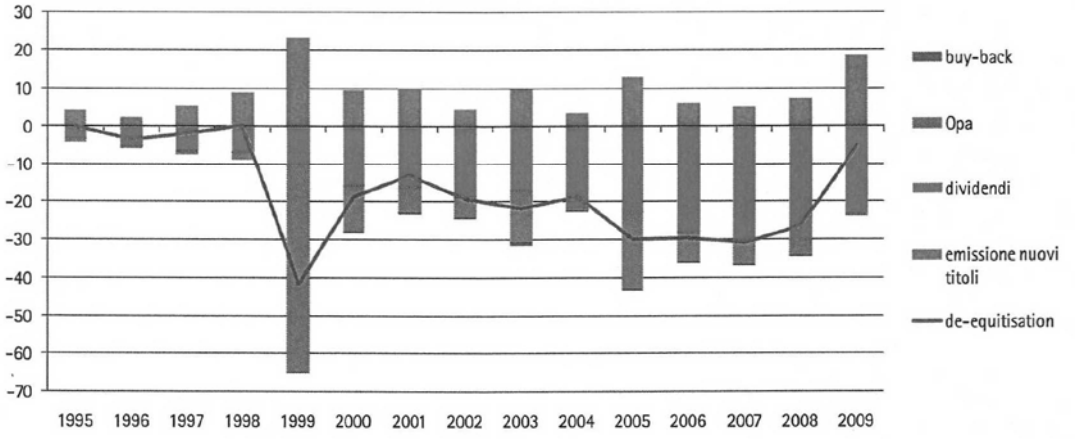
Fig. 31 Distribuzione delle società incluse nell'indice FTSE/Mib per tipologia di giudizio degli analisti
(dati di fine periodo)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e IBES. Non sono incluse le società Lottomatica, Parmalat, STMicroelectronic, Terna e Unipol per le quali non sono disponibili serie complete sui dati di *consensus*.

La crescita del moltiplicatore prezzo/utili ha incentivato la raccolta di capitale di rischio e le operazioni di aumento di capitale (si veda il §4 del precedente Capitolo 1 "Le società"). Conseguentemente, la differenza fra risorse raccolte tramite aumenti di capitale e risorse restituite agli azionisti (sotto forma di dividendi *buy back* e Opa; indicatore di cosiddetta *de-equitisation*), pur rimanendo negativa, ha subito una significativa flessione in valore assoluto nel 2009 (Fig. 32).

Fig. 32 *De-equitisation* del mercato italiano
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Borsa Italiana e Thomson Reuters. L'indicatore di *de-equitisation* è dato dalla differenza fra le emissioni di nuovi titoli e la somma di dividendi, Opa e *buy-back*. I dividendi e *buy-back* per il 2009 sono stimati.

Nel corso del 2009 sono state realizzate alcune modifiche nell'assetto dei mercati gestiti da Borsa Italiana. A partire da giugno il mercato Expandi è stato accorpato all'Mta; inoltre, è stato introdotto l'AIM (*Alternative Investment Market*), un Mtf (*multilateral trading facilities*) che dovrebbe favorire la raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese.

Nel 2009 è aumentata la capitalizzazione delle società domestiche quotate, sia in valore assoluto (da 368 a 457 miliardi di euro) che in rapporto al Pil (dal 23 al 30 per cento circa, + 24 per cento; Tav. 6).

Tav. 6 Indicatori dei mercati azionari regolamentati gestiti da Borsa Italiana Spa
(valori monetari in miliardi di euro)

	Borsa[1]									Mercato Expandi[2]			Nuovo Mercato			
	Capitalizzazione[3]	Capitalizzazione[3] (per cento 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	263	19	14	-8,0	4,1	8,4	11	4	38	—	—	—	—
2008	368	23,2	1.156	251	4	16	-49	8,4	13,7	7	1	43	—	—	—	—
2009	457	30.3	562	280	40	11	21	3,5	6,7	—	—	—	—	—	—	—

Fonte: Borsa Italiana e Thomson Reuters. [1]Dal 2005 Mta/Mtax. Nel 2009 il Mercato Expandi è stato accorpato a MTA. [2]Nell 2007 e nel 2008 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.

Le 39 società quotate sul Mercato Expandi a giugno 2009 sono state ammesse alle negoziazioni sull'MTA, sul quale si è registrata, invece, una sola Ipo (si veda §4 del Capitolo 1 "*Le Società*"). Complessivamente, quindi, si sono avute 40 nuove ammissioni sull'MTA, che, a fronte delle 11 cancellazioni, hanno portato il numero delle società domestiche quotate da 251 a 280.

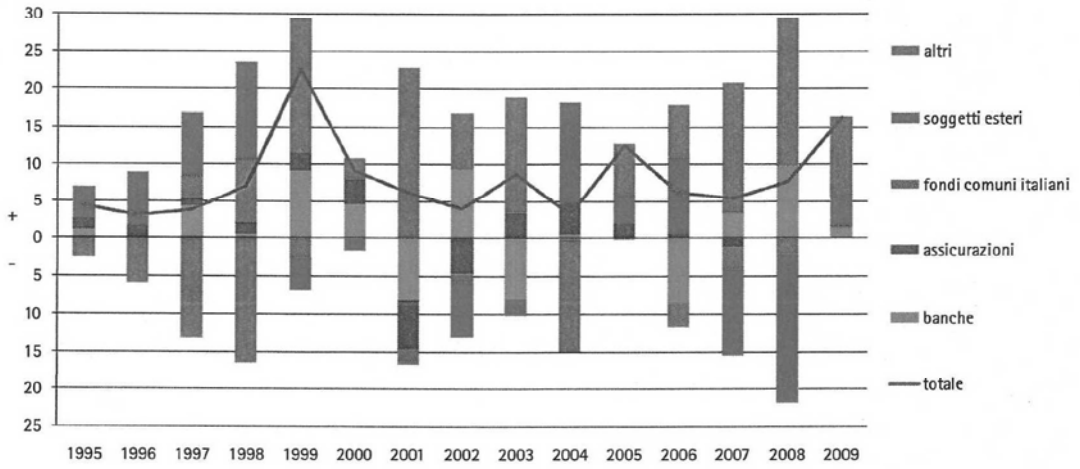
Il numero di società ammesse a negoziazione sul segmento Mta International (riservato alle società di diritto estero già quotate su altri mercati regolamentati da più di 18 mesi) è rimasto stabile a 36.

Le società ammesse a negoziazione sugli Mtf gestiti da Borsa Italiana sono 11, ossia 6 sul Mac e 5 sull'Aim; su quest'ultimo Mtf ci sono state 3 Ipo (si veda il §4 del Capitolo 1 "Le Società") con una capitalizzazione complessiva pari a 619 milioni di euro.

La riduzione della volatilità ha favorito una significativa flessione del volume degli scambi dei titoli azionari che si è ridotto da 1.156 miliardi di euro nel 2008 a 562 miliardi di euro nel 2009 (-51 per cento). La ripresa dei corsi azionari, invece, ha favorito una riduzione del rapporto dividendi/prezzi (dall'8,4 al 3,5 per cento) e di quello utili/prezzi (dal 13,7 al 6,7 per cento).

Da gennaio a settembre 2009, gli acquisti netti di azioni quotate italiane sono stati pari a 16 miliardi di euro (valore in linea con le emissioni di nuovi titoli da parte delle società quotate; si veda il Capitolo 1 "Le società"). I dati, ancora provvisori, mostrano che i soggetti esteri e le banche sono stati acquirenti netti di azioni, rispettivamente, per 4 e 2 miliardi di euro circa (Fig. 33).

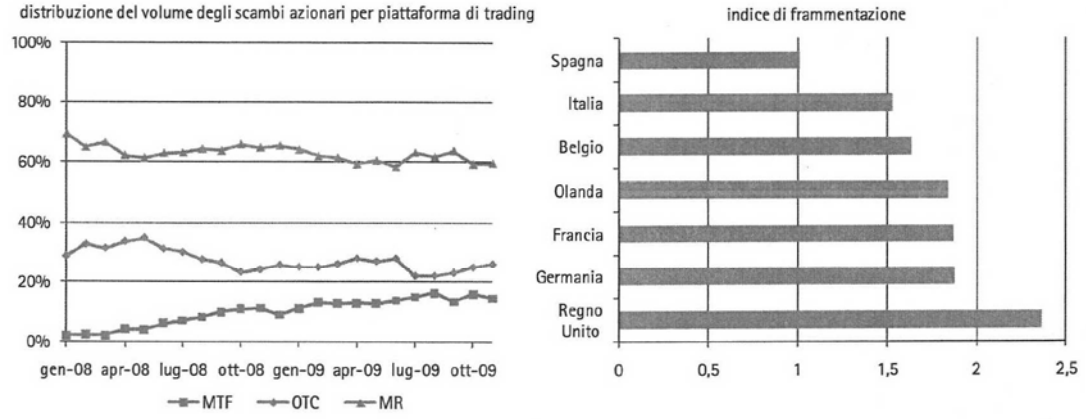
Fig. 33 Acquisti netti di azioni quotate italiane per settore istituzionale
(miliardi di euro)



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 2009 la categoria "Altri" include anche le assicurazioni. I dati sul 2009 si riferiscono al periodo gennaio- settembre 2009.

Il recepimento della Mifid ha coinciso con una tendenza all'incremento dell'attività di negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) nei principali paesi europei (mentre residuali sono i volumi scambiati presso le cosiddette *dark pool* e gli internalizzatori sistematici). In particolare, gli scambi sugli Mtf hanno esibito una crescita pressoché costante, passando dal 2 per cento del totale degli scambi nel gennaio 2008 al 15 per cento a novembre 2009 (Fig. 34). La quota dell'attività di *trading* sui mercati regolamentati, invece, è scesa di circa 10 punti percentuali (da 69 a 59 per cento circa). Anche il peso delle transazioni *over-the-counter* (Otc) ha subito una flessione, se pure di lieve entità (dal 29 per cento a gennaio 2008 al 26 per cento circa a novembre 2009).

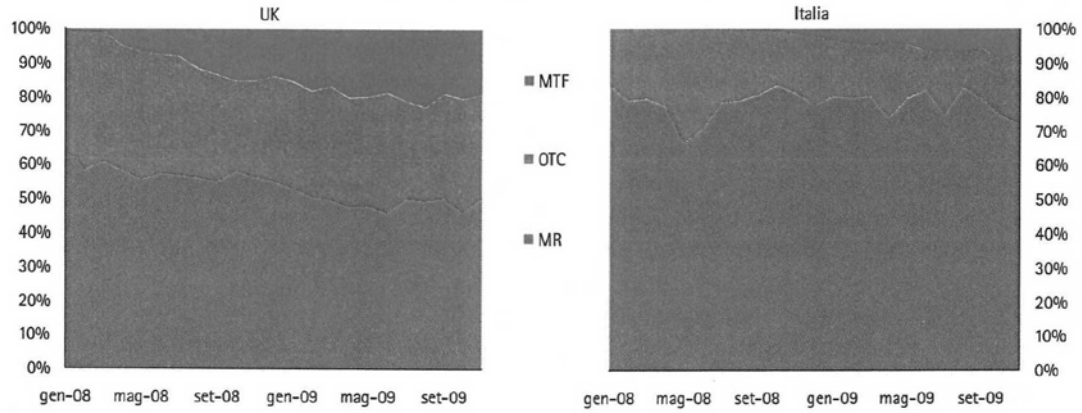
Fig. 34 Frammentazione degli scambi azionari in Europa
(dati mensili; da gennaio 2008 a novembre 2009)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Fidessa Group plc. MR inidca i mercati regolamentati, MTF le *multilateral trading facility* e OTC l'*over-the-counter*. Nel grafico di sinistra, la distribuzione del volume degli scambi azionari è relativa alle negoziazioni di titoli inclusi nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 600. Il grafico di destra riporta il *Fidessa Fragmentation Index*, realizzato da Fidessa Group plc, che assume valori compresi tra 1 (qualora gli scambi siano effettuati in un solo mercato) e N (nel caso di equidistribuzione degli scambi fra le N piattaforme di negoziazione operative, essendo N il numero di *trading venues* che varia da paese a paese). L'indice di frammentazione è calcolato sugli scambi relativi ai titoli inclusi nei principali indici azionari di ciascun paese (Ibex 35, Ftse Mib, Bel20, Aex, Cac40, Dax, Ftse100).

Il processo di frammentazione degli scambi azionari non ha avuto, tuttavia, la stessa intensità in ambito europeo, manifestandosi in modo più significativo nel Regno Unito, dove il peso degli scambi sugli Mtf, pressoché nullo al gennaio 2008, ha raggiunto a novembre 2009 i 20 punti percentuali, a fronte di una riduzione del peso dell'attività di *trading* sull'Otc e nei mercati regolamentati (pari, rispettivamente, a 5 e 15 punti percentuali; Fig. 35).

Fig. 35 Composizione degli scambi azionari per sede di negoziazione



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. MR inidca i mercati regolamentati, MTF le *multilateral trading facility* e OTC l'*over-the-counter*.

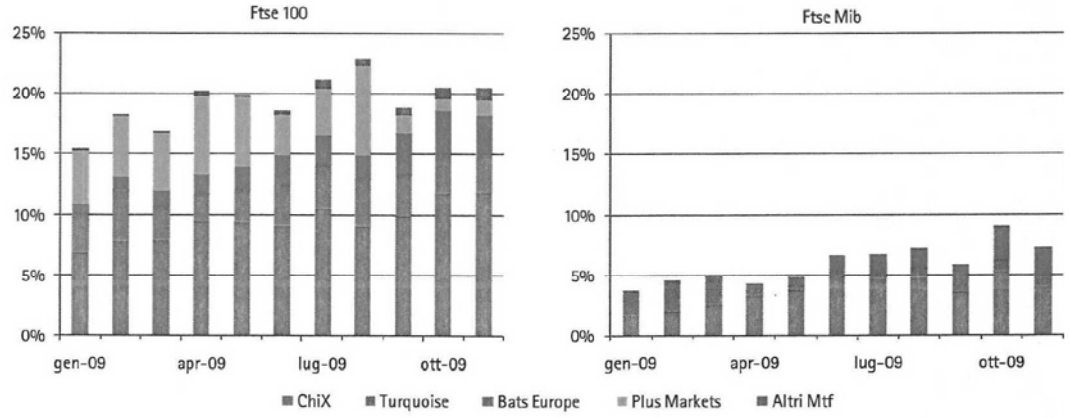
L'Italia, invece, è fra i paesi nei quali l'attività di negoziazione tende ancora a concentrarsi prevalentemente nei mercati regolamentati (cioè il mercato Mta gestito da Borsa Italiana Spa). Il processo di frammentazione degli scambi azionari è iniziato a ottobre 2008, quando due Mtf, Chi-X e Turquoise, hanno avviato l'operatività sui principali titoli del listino di Borsa Italiana, seguiti, a fine novembre dello stesso anno, da un terzo Mtf, Bats Trading. Nel medesimo periodo, peraltro, l'Mta ha adottato la più evoluta piattaforma di scambio (*Trade Elect*) già in uso presso il mercato regolamentato inglese London Stock Exchange.

L'importanza dell'Mta sul volume complessivo degli scambi di titoli azionari italiani si è ridotta soprattutto nel corso del 2009 (passando dall'80 per cento a gennaio al 72 per cento a novembre). 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 da specifiche dinamiche aziendali delle società emittenti i cui titoli sono oggetto di scambio.

Chi-X è l'Mtf più importante nell'Unione Europea in termini di volumi scambiati, con un peso sul totale che è cresciuto dal 4 all'8 per cento circa da gennaio a novembre 2009. In particolare, nel Regno Unito la quota degli scambi azionari su Chi-X è aumentata dal 7 al 12 per cento, mentre in Italia è passata dall'uno al 4 per cento circa (Fig. 36). Le motivazioni di questa posizione di leadership sono molteplici. Chi-X, così come molti altri Mtf, ha una micro-struttura simile a quella dell'Mta, basata su un *book* di negoziazione visibile, e attira flussi di ordini mediante l'applicazione di regimi commissionali molto favorevoli e l'adozione di una piattaforma di negoziazione tecnologicamente avanzata. In particolare, il regime commissionale di Chi-X è del tipo *maker-taker*, ossia prevede che l'intermediario che immette un ordine con limite di prezzo che resta sul *book*, non debba pagare alcuna

commissione di negoziazione bensì sia lui stesso a ricevere da Chi-X un "rimborso" nel caso in cui l'ordine venga poi eseguito. Viceversa, gli intermediari, che "consumano liquidità", immettendo un ordine al meglio oppure un ordine con limite di prezzo che va a eseguire ordini opposti già presenti sul *book*, pagano commissioni di negoziazione che sono comunque inferiori a quelle richieste dai mercati regolamentati.

Fig. 36 Quota degli Mtf sul totale degli scambi azionari
(dati mensili; da gennaio 2009 a novembre 2009)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

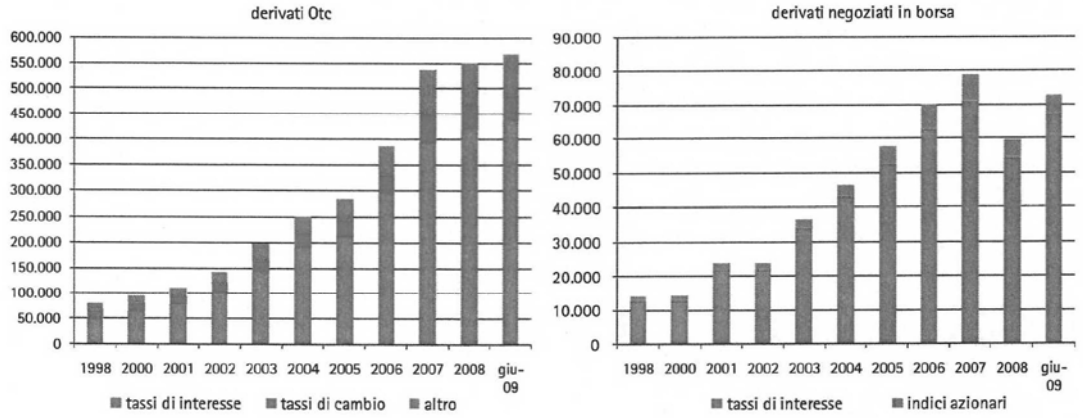
2 Il mercato degli strumenti finanziari derivati

Nei primi sei mesi del 2009, a livello globale, il mercato degli strumenti finanziari derivati non ha risentito in modo rilevante degli effetti della crisi. Infatti, il valore nozionale dei derivati su strumenti finanziari (tassi di interesse, tassi di cambio, azioni) e su merci negoziati *over the counter* (Otc) si é attestato a giugno 2009 su livelli lievemente superiori rispetto a quelli rilevati a fine 2008; anche il mercato dei derivati scambiati in borsa (*exchange traded*) ha manifestato segnali di ripresa (Fig. 37).

Il valore nozionale dei derivati Otc (su tassi di cambio, tassi di interesse, azioni e merci) è cresciuto da 550.100 miliardi di dollari Usa a dicembre 2008 circa a 568.600 miliardi di dollari a giugno 2009 (+3 per cento). Rimane preponderante il peso sulle consistenze complessive dei derivati sui tassi di interesse (77 per cento), mentre la quota del nozionale rappresentata dai derivati *over the counter* sui tassi di cambio rimane stabile al 9 per cento circa.

Nei primi 6 mesi del 2009 è ritornato a crescere l'ammontare del nozionale dei derivati negoziati in borsa (da 60 a 73 miliardi di dollari Usa circa; + 22 per cento circa), che, prevalentemente, hanno come sottostante tassi di interesse (92 per cento delle consistenze complessive).

Fig. 37 Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati nei paesi del G-10
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)

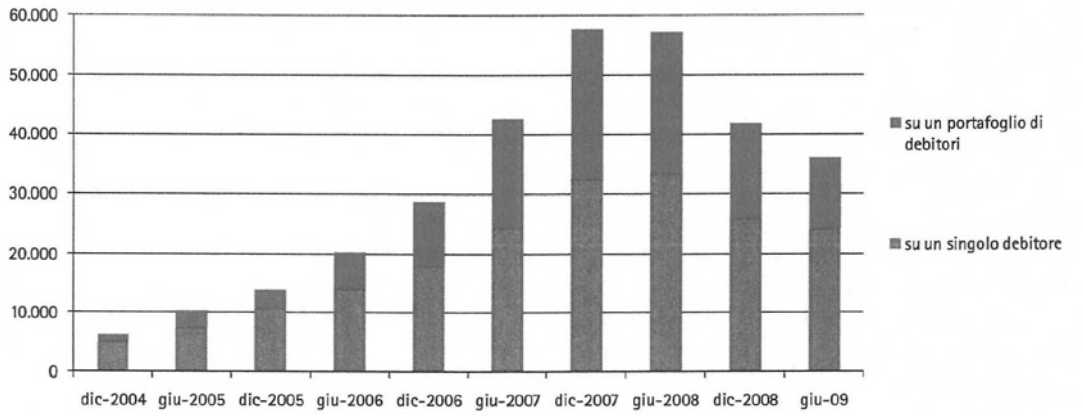


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Gli effetti della crisi continuano a manifestarsi, invece, sul mercato dei derivati su rischio di credito (*credit default swap*; Cds). Il valore nozionale di questi strumenti finanziari, infatti, è sceso da 41.900 miliardi di dollari Usa a dicembre 2008 a 36.000 miliardi di dollari Usa circa a giugno 2009 (-14 per cento; Fig. 38).

In particolare, la contrazione più rilevante si è registrata per i Cds su un portafoglio di debitori, le cui consistenze sono scese da 16.000 miliardi di dollari Usa a dicembre 2008 a 11.900 miliardi di dollari Usa circa a giugno 2009 (-26 per cento).

Fig. 38 Valore nozionale dei *credit default swap* nei paesi del G-10
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)



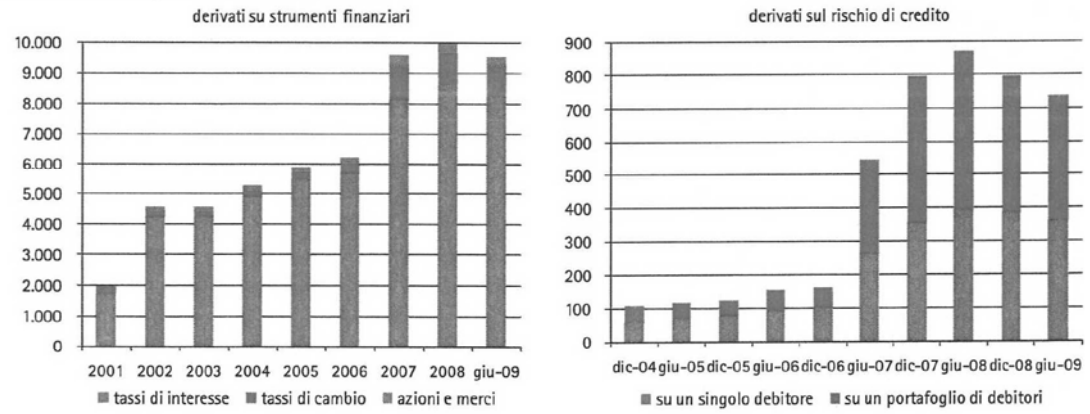
Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

In Italia, a differenza di quanto rilevato a livello globale, la crisi ha avuto un impatto piuttosto significativo sul mercato degli strumenti finanziari derivati.

Nei primi sei mesi del 2009, le consistenze dei derivati *over the counter* hanno subito per la prima volta dal 2001 una flessione, passando da 9.980 a 9.600 miliardi di dollari Usa circa (-4 per cento; Fig. 39). Nello stesso periodo di tempo, il valore nozionale dei derivati sul rischio di credito ha subito una riduzione del 7 per cento, scendendo da 796 a 739 miliardi di dollari Usa.

Gli strumenti finanziari derivati cosiddetti *exchange traded* negoziati su mercati regolamentati italiani sono quelli negoziati sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa e hanno come sottostante indici azionari e azioni.

Fig. 39 Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati Otc in Italia
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)

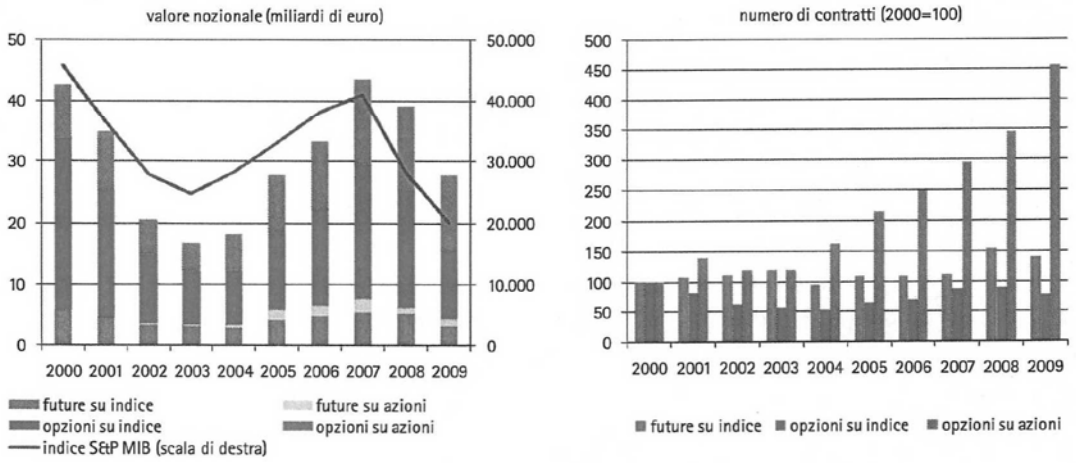


Fonte: Banca d'Italia.

Nel corso del 2009, il valore nozionale dei contratti aperti (cosiddetto *open interest*) sull'Idem (calcolato come media giornaliera) è diminuito del 29 per cento, scendendo da 40 a 28 miliardi di euro (Fig. 40).

In termini di controvalore medio giornaliero, la quota preponderante dei contratti aperti è costituita dalle opzioni su azioni (43 per cento), seguite dalle opzioni su indice (41 per cento).

Fig. 40 Valore nozionale e numero delle posizioni aperte in strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem
(valori medi giornalieri)

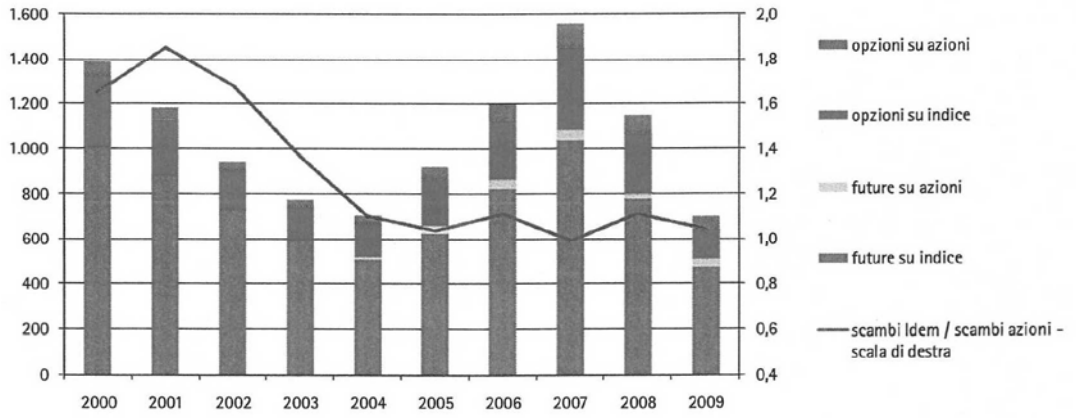


Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria "*future* su indice" include i *minifuture* su indice. I valori annuali dell'indice S&P/Mib sono medie dei dati di fine mese.

Nel 2009 il valore nozionale degli scambi sull'Idem è sceso significativamente rispetto al 2008, passando da 1.100 miliardi di euro a 673 miliardi di euro circa (-35 per cento; Fig. 41). È diminuito lievemente anche il rapporto fra scambi su derivati e scambi su azioni (da 1,1 a poco più di 1,0).

I volumi di scambi più consistenti riguardano soprattutto i *future* su indice (70 per cento del totale); seguono le opzioni su indice (21 per cento del totale), mentre le opzioni su azioni, i *minifuture* su indice e i *future* su azione rappresentano una quota residuale degli scambi.

Fig. 41 Valore nozionale degli scambi su strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem
(miliardi di euro)



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 2009 gli scambi sul SeDeX, il mercato dei *securitised derivatives* gestito e organizzato da Borsa Italiana Spa sono scesi da 22 a circa 10 miliardi di euro (-55 per cento; Tav. 7).

La riduzione degli scambi è stata accompagnata da una flessione del numero di nuove emissioni (da 6.148 nel 2008 a 4.029 nel 2009; -34 per cento), mentre il numero complessivo di strumenti quotati a fine anno è rimasto pressoché invariato.

Gli strumenti più scambiati sono i *covered warrant plain vanilla* (7,1 milioni di euro di controvalore, pari al 69,5 per cento del totale) seguiti dagli *investment certificate* (2,6 milioni di euro di controvalore, pari a 25,6 per cento del totale). Il 47 per cento degli scambi è stato alimentato dai *market maker*, il 49 per cento da investitori privati (principalmente *trader on line*) e il restante 4 per cento da intermediari arbitraggisti.

Tav. 7 *Covered warrant* 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
2009	3.289	4.029	3.625	10

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.

Anche il numero di emittenti si è ridotto scendendo da 25 nel 2008 a 9 nel 2009 (dei quali solo tre italiani). Gli *specialist*, ossia gli intermediari incaricati di fornire liquidità al mercato, sono, invece, 16 e, nella maggioranza dei casi, coincidono con l'emittente o appartengono al medesimo gruppo bancario.

Nel 2009 è continuato a diminuire il peso dei *covered warrant plain vanilla* sul totale degli strumenti in circolazione (dal 54 al 51 per cento circa; Tav. 8), che rimangono, in ogni caso, gli strumenti finanziari quotati sul Sedex largamente più diffusi. Cresce, invece, il numero di emissioni dei *leveraged certificates* (da 215 nel 2008 a 399 nel 2009) che rappresentano una percentuale sul totale pari al 12 per cento circa.

Tav. 8
Tipologie di *covered warrant* e *certificates* quotati sul SeDeX
(situazione al 31 dicembre)

Segmento e categoria	2007		2008		2009	
	Numero di emissioni	Peso sul totale[1]	Numero di emissioni	Peso sul totale[1]	Numero di emissioni	Peso sul totale[1]
Covered warrant						
Plain vanilla	2.839	64,4	1.728	53,8	1.672	50,8
Esotici	154	3,5	108	3,4	96	2,9
Certificates						
Leverage	399	9,0	215	6,7	399	12,1
Investment	1.016	23,0	1.149	36,0	1.122	34,2
Totale	*4.408*	*100*	*3.192*	*100,0*	*3.289*	*100*

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. [1]Valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Con riguardo alla distribuzione dei *covered warrant* sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio dell'opzione (cosiddetta *moneyness*), si rileva che il 57 per cento circa dei *covered warrant plain vanilla call* emessi nel 2009 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 rispetto al prezzo di mercato sottostante; Tav. 9). Per gli strumenti put emessi nel 2009, il 67 per cento risultava *deep out of the money* al momento dell'emissione (ossia emesso con un prezzo di esercizio inferiore dell'8 per cento rispetto al prezzo di mercato del sottostante). In virtù del miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari, i *covered warrant put* emessi *deep in the money* hanno rappresentato una quota delle emissioni (12 per cento) più bassa rispetto ai *covered warrant call deep in the money* (24 per cento).

L'analisi condotta sulla categoria dei *leveraged certificates* pone in evidenza che è significativo il numero degli strumenti revocati prima della scadenza (274) di cui solo il 24 per cento emesso prima del 2009. Tali strumenti sono caratterizzati dal meccanismo della barriera, o *stop loss*, che si attiva in caso di andamento sfavorevole del sottostante determinando l'estinzione dello strumento e la perdita del capitale investito.

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 per cento (deep out of the money)	57,3	63,7
da 8 per cento a 4 per cento (out of the money)	6,8	3,5
da 4 per cento a 0 (at the money)	6,9	3,0
da 0 a -4 per cento (in the money)	5,4	3,5
< -4 per cento (deep in the money)	23,6	26,3
Totale	*100,0*	*100,0*
Put		
< -8 per cento (deep out of the money)	67,1	54,4
da -8 per cento a -4 per cento (out of the money)	10,1	4,4
da -4 per cento a 0 (at the money)	6,6	3,1
da 0 a 4 per cento (in the money)	4,2	3,1
> 4 per cento (deep in the money)	12,0	35,0
Totale	*100,0*	*100,0*

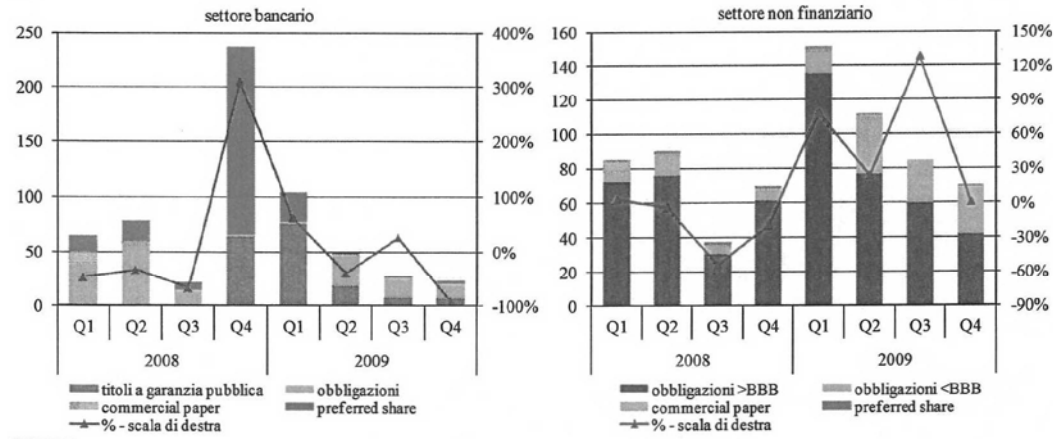
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. [1]Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del *covered warrants*. [2]Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2008. [3]Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2008.

4 Il mercato obbligazionario

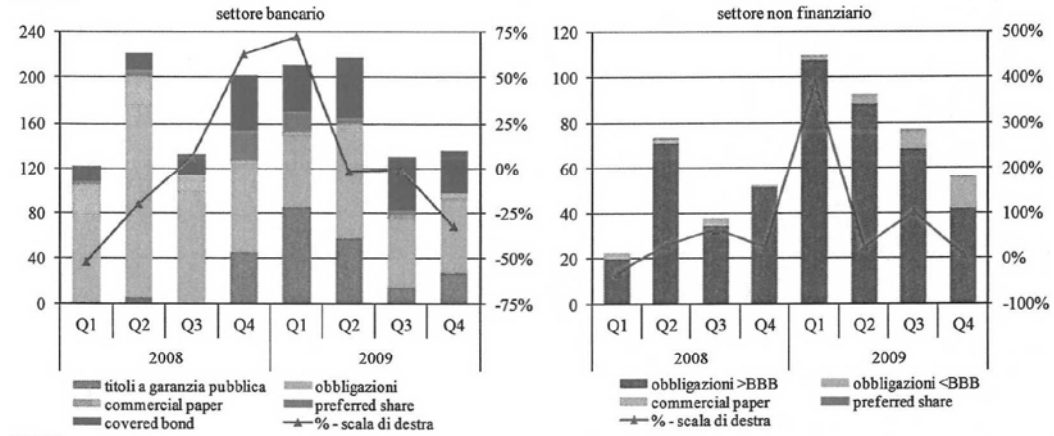
Nel corso del 2009, nei paesi avanzati sono diminuite le emissioni di obbligazioni bancarie. Negli Usa, il controvalore delle emissioni di obbligazioni bancarie si è quasi dimezzato, scendendo da 401 miliardi di euro circa del 2008 a 204 miliardi di euro nel 2009 (-49 per cento; Fig. 42). L'unico comparto in crescita è stato quello dei titoli bancari coperti da garanzie pubbliche, il cui volume di emissioni è aumentato del 71 per cento (da 63 a 108 miliardi di euro).

Fig. 42 Emissioni obbligazionarie di imprese private
(miliardi di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

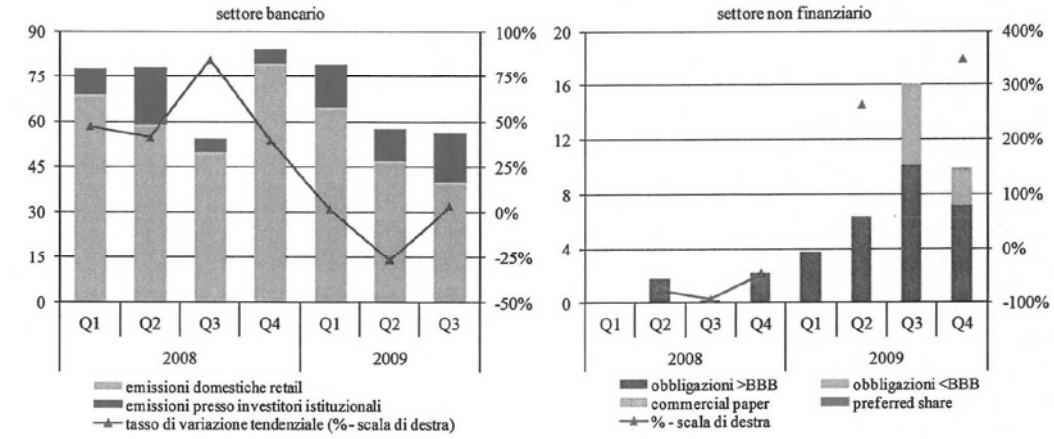
USA



EUROPA



ITALIA

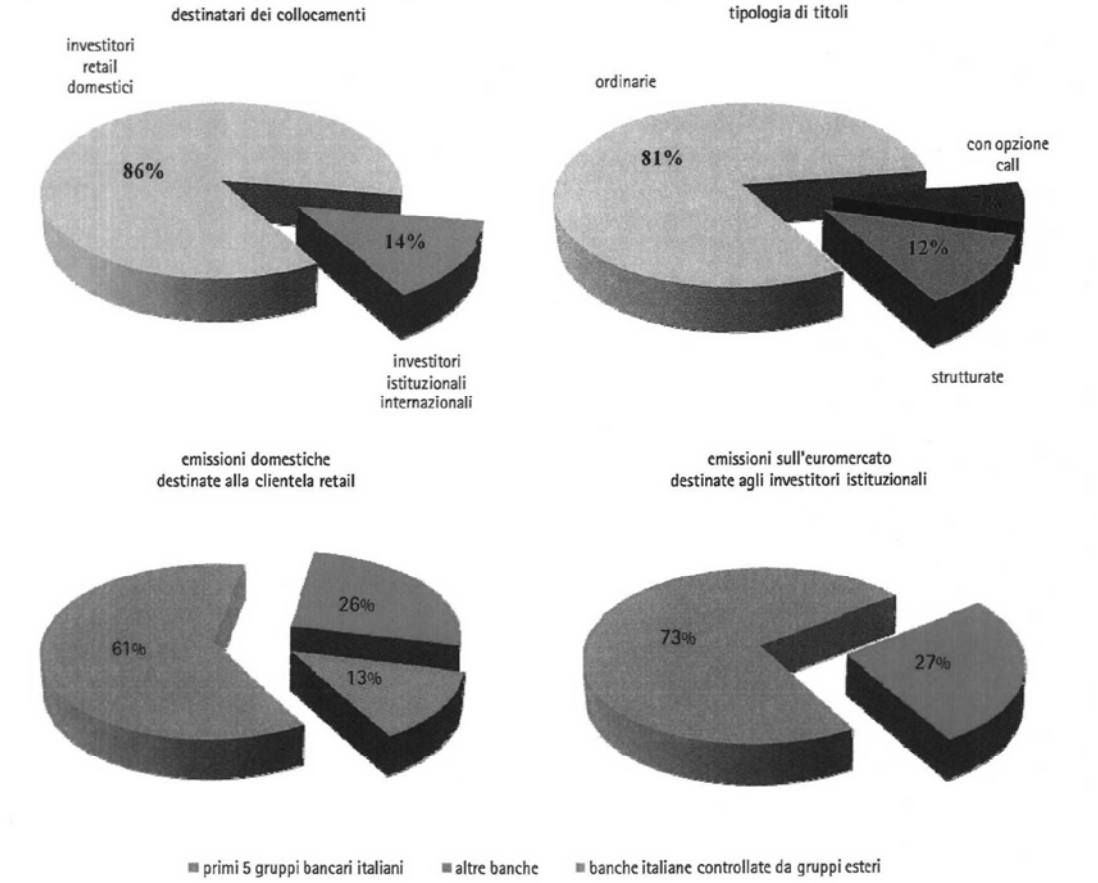


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

In Europa, l'ammontare delle emissioni di titoli bancari ha subito una contrazione di più lieve entità, scendendo da 584 miliardi di euro nel 2008 a 518 miliardi di euro nel 2009 (-11 per cento). Anche in questo caso l'unico comparto in crescita è stato quello delle obbligazioni bancarie a garanzia pubblica, che si sono quasi quadruplicate passando da 55 a 187 miliardi di euro circa.

In Italia, sulla base dei dati relativi ai primi tre trimestri del 2009, l'ammontare complessivo delle emissioni bancarie è diminuito dell'8 per cento (da 211 miliardi di euro nei primi tre trimestri del 2008 a 193 miliardi di euro nei primi tre trimestri del 2009). In particolare, il controvalore delle emissioni si è ridotto per i titoli bancari collocati presso gli investitori *retail* (da 178 miliardi di euro a 152 miliardi di euro circa; -15 per cento), mentre è cresciuto per obbligazioni rivolte agli investitori istituzionali (da 33 a 41 miliardi di euro; +26 per cento).

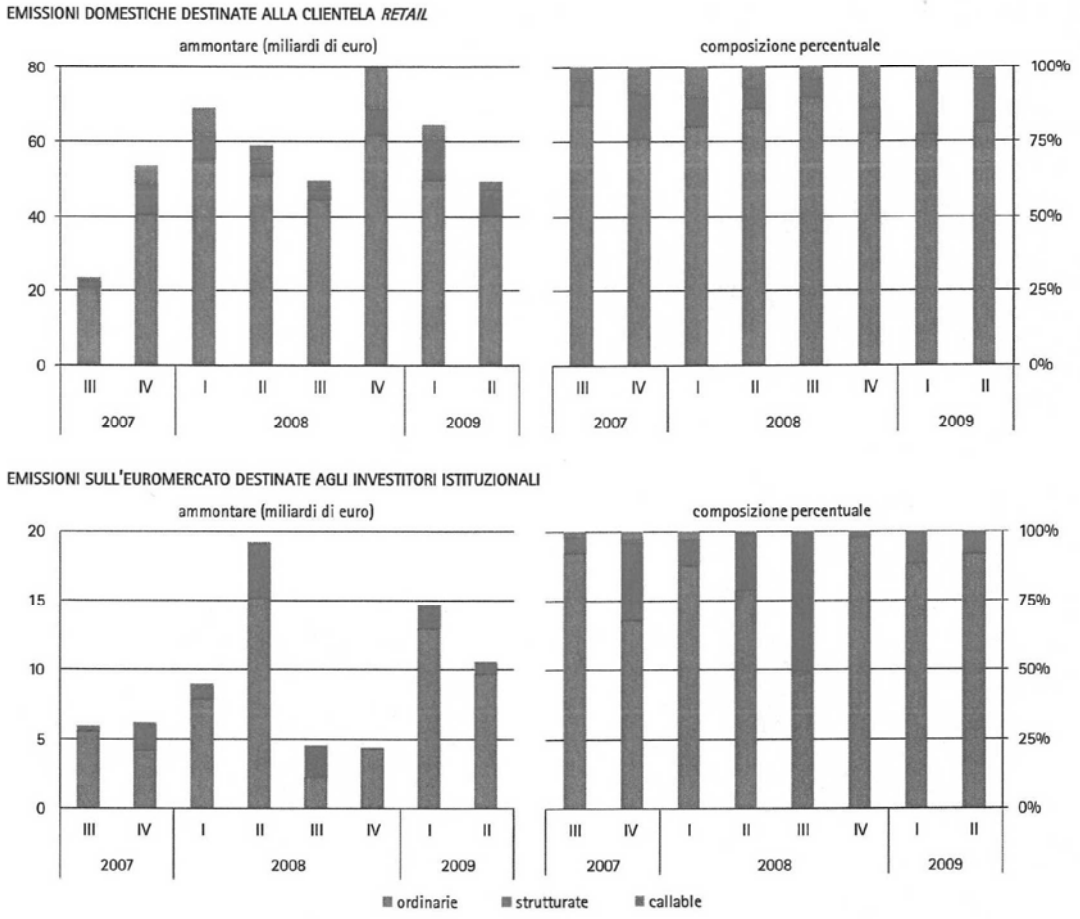
Fig. 43 Dati di sintesi sulle emissioni di obbligazioni di banche italiane (lug. 07 – giu. 09)



Fonte: elaborazioni su prospetti informativi per le emissioni domestiche e Dealogic per le emissioni sull'euromercato. Le obbligazioni ordinarie includono le *step up/down*.

Nel periodo luglio 2007 - giugno 2009 la raccolta obbligazionaria delle banche italiane è stata finanziata per l'86 per cento sul mercato *retail* domestico e per il rimanente 14 per cento presso investitori istituzionali, emettendo per l'81 per cento titoli ordinari, per il 12 per cento titoli strutturati e per il rimanente 7 per cento obbligazioni con opzioni di rimborso anticipato (Fig. 43). Ai primi 5 gruppi bancari italiani (per totale attivo) è riconducibile oltre il 60 per cento della raccolta sul mercato *retail* domestico e il 73 per cento di quella presso investitori istituzionali; alle banche italiane controllate da gruppi esteri è riconducibile oltre il 10 per cento della raccolta sul mercato *retail* domestico. La quota dei titoli strutturati e *callable* sui collocamenti presso i *retail* ha subito una flessione evidente solo nelle fasi più intense della crisi finanziaria (II e III trimestre 2008), per poi ritornare sulla media del periodo nei trimestri successivi (Fig. 44). La quota di tali titoli sui collocamenti agli istituzionali mostra invece un andamento più erratico.

Fig. 44 Emissioni di obbligazioni di banche italiane nel periodo lug. 2007 – giu. 2009



Fonte: prospetti informativi per le emissioni domestiche e Dealogic per le emissioni sull'euromercato. Le obbligazioni ordinarie includono le *step up/down*.

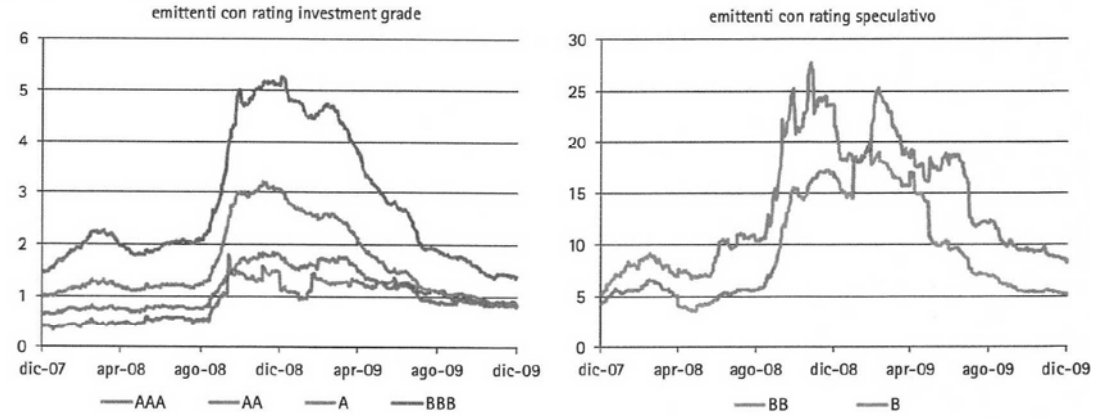
Per ciò che riguarda, invece, i collocamenti obbligazionari delle imprese non finanziarie, negli Usa l'ammontare delle emissioni *corporate* è cresciuto del 48 per cento rispetto al 2008 (da 280 a 416 miliardi di euro), in virtù dell'aumento delle emissioni obbligazionarie sia *investment grade* (da 239 a 314 miliardi di euro; +31 per cento) che *speculative grade* (da 29 a 97 miliardi di euro; Fig. 42). Nello stesso periodo di tempo è significativamente diminuito, invece, il controvalore delle emissioni di *commercial paper* (da 11 a 4 miliardi di euro; -61 per cento) e *preferred share* (da 1,4 a 0,664 miliardi di euro; -53 per cento).

Anche in Europa, l'ammontare delle emissioni di obbligazioni *corporate* è fortemente cresciuto, passando da 186 miliardi di euro nel 2008 a 306 miliardi di euro nel 2009 (+80 per cento). Il controvalore delle emissioni *corporate* è aumentato da 186 a 334 miliardi di euro (+80 per cento), quello delle emissioni *investment grade* da 177 a 306 miliardi di euro (+73 per cento) e quello delle emissioni *speculative grade* da 1 a 25 miliardi di euro. Si è ridotto invece l'ammontare delle emissioni di *commercial paper* (da 8 a 3 miliardi di euro circa; -66 per cento) e di *preferred share* (da 550 a 359 milioni di euro; -35 per cento).

In Italia il volume delle emissioni di obbligazioni *corporate* è aumentato in modo molto significativo, passando da 4 miliardi di euro nel 2008 a 36 miliardi di euro nel 2009.

L'aumento delle emissioni di società non finanziarie è stato favorito anche dalla riduzione dei differenziali fra i rendimenti richiesti dagli investitori e i rendimenti dei titoli di Stato (Fig. 45).

Fig. 45 Differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni in euro di società non finanziarie e i rendimenti dei titoli di Stato in euro
(dati giornalieri dal 31/12/2007 al 31/12/2009)



Fonte: elaborazioni su dati Merrill Lynch e Thomson Reuters I rendimenti dei titoli di Stato si riferiscono ai titoli tedeschi.

Passando a considerare l'attività di negoziazione sui mercati secondari, nel 2009 il volume complessivo di scambi di obbligazioni sui mercati regolamentati italiani, è diminuito leggermente rispetto al 2008 (da 1.636 a 1.618 miliardi di euro; -1,1 per cento; Tav. 10), mantenedosi su livelli significativamente più bassi in confronto al periodo antecedente alla crisi. Tale flessione è dovuta principalmente alla riduzione del controvalore delle negoziazioni sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), sceso da 874 a 745 miliardi di euro (-15 per cento); è cresciuto, invece, il volume degli scambi su Bondvision (da 522 a 549 miliardi di euro; +5 per cento circa), sul Mot (da 177 a 229 miliardi di euro; +29 per cento) e su Tlx (da 63 a 95 miliardi di euro; +51 per cento). Il Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative continua a rappresentare una quota residuale del volume degli scambi.

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*
2009	745	549	..	229	—	95	*1.618*

Fonte: elaborazioni su dati Mts, Borsa Italiana e Tlx. [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

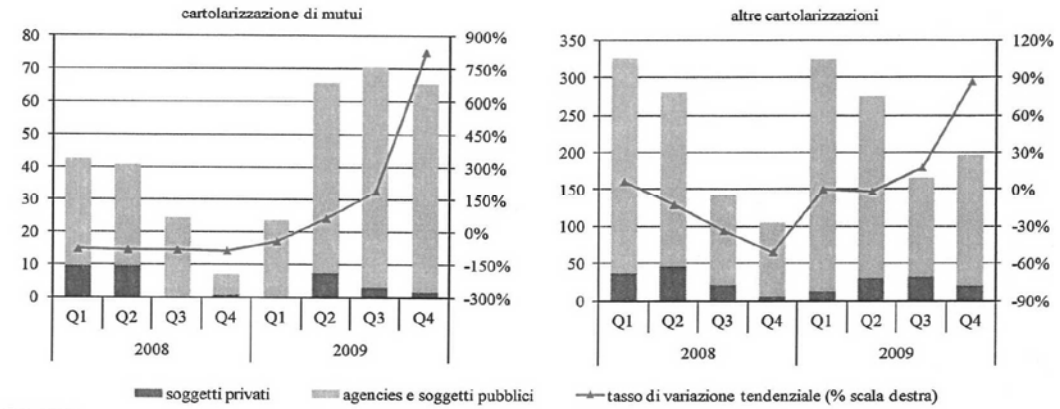
Nel corso del 2009 si sono evidenziati chiari segnali di ripresa del mercato delle cartolarizzazioni negli Usa, mentre in Europa l'interesse degli investitori verso questi prodotti rimane debole.

Negli Usa, l'ammontare delle emissioni di cartolarizzazioni collegate a mutui è cresciuto da 115 miliardi di euro nel 2008 a 225 miliardi di euro nel 2009 (+95 per cento; Fig. 46), grazie soprattutto alla ripresa delle emissioni delle cosiddette *agencies*; anche le emissioni delle altre tipologie di

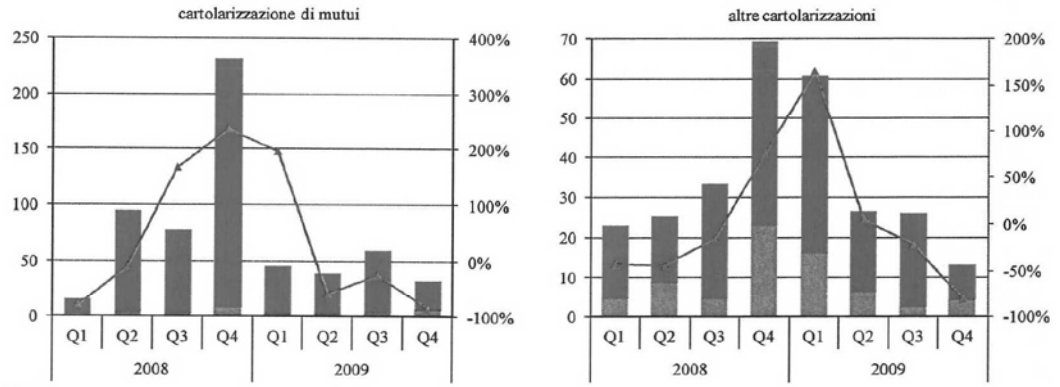
cartolarizzazioni sono aumentate, ma in modo meno significativo (da 855 a 966 miliardi di euro; +13 per cento).

Fig. 46 Emissioni di cartolarizzazioni
(miliardi di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

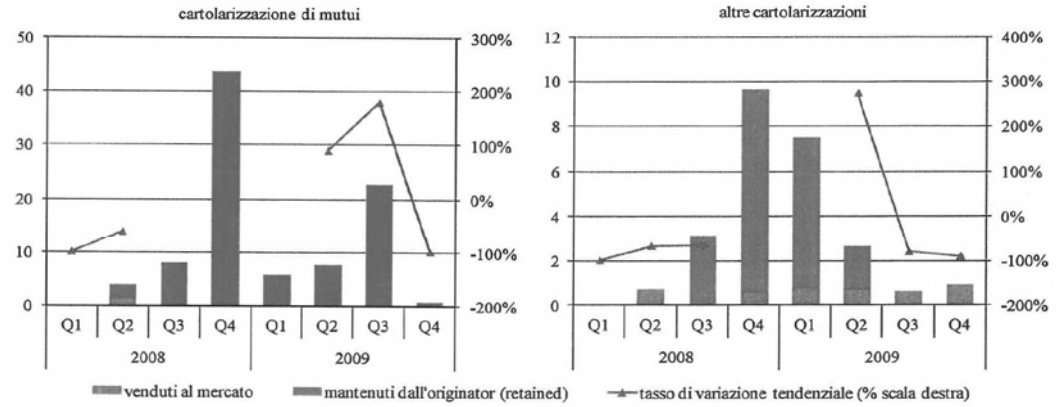
USA



EUROPA



ITALIA

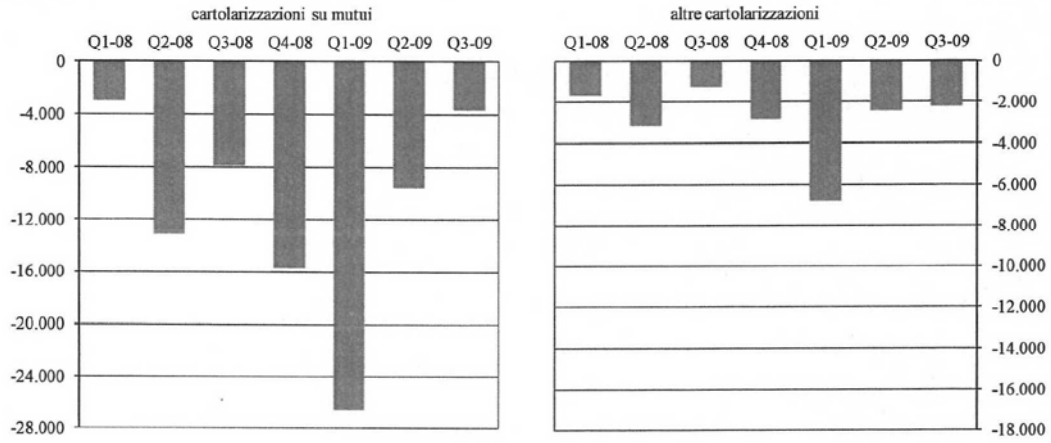


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

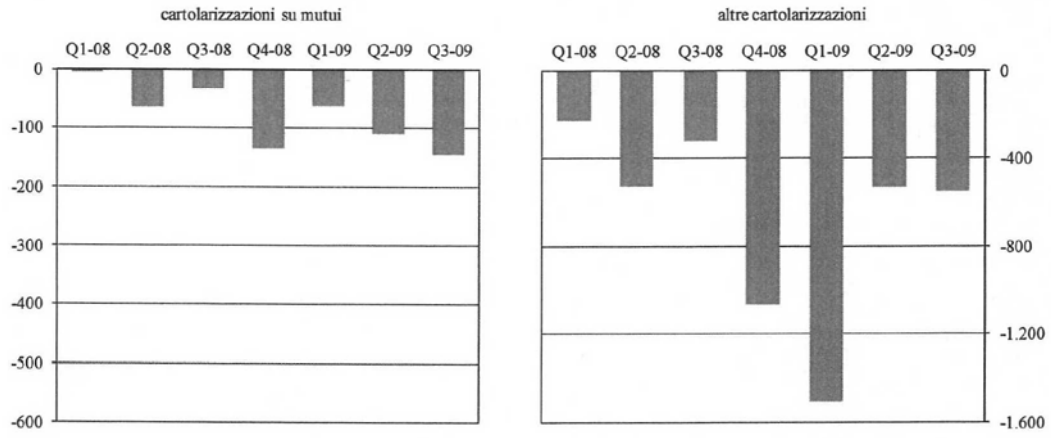
La ripresa del mercato delle cartolarizzazioni negli Usa si è affiancata a una graduale riduzione delle revisioni al ribasso del rating di tali prodotti nel corso del 2009. Sulla base dei dati diffusi da Moody's, infatti, la differenza fra downgrades e upgrades è scesa da 26.626 nel primo trimestre a 3.637 nel terzo trimestre (Fig. 47). Si è registrata anche una ripresa del valore di mercato dei titoli cartolarizzati e una contrazione delle perdite sui mutui (in rapporto al totale dei mutui in essere; Fig. 48).

Fig. 47 Cambiamenti di rating dei prodotti strutturati
(differenza fra numero di *ugrade* e numero di *downgrade*)

USA



EUROPA



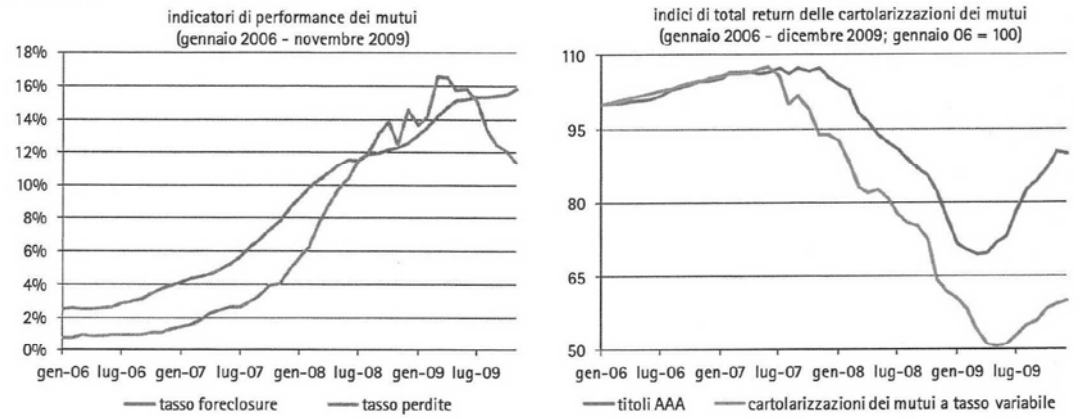
Fonte: Moody's.

In Europa, invece, l'ammontare delle emissioni di cartolarizzazioni di mutui sono diminuite da 151 miliardi di euro nel 2008 a 127 miliardi di euro nel 2009 (-16 per cento). La maggior parte delle emissioni, inoltre, è stato trattenuto dagli *originator* (circa il 77 per cento dell'ammontare complessivo).

Anche l'ammontare delle emissioni delle altre tipologie di cartolarizzazioni si è fortemente ridotto, scendendo da 420 a 177 miliardi di euro (-57 per cento). Sulla base dei dati diffusi da Moody's, d'altronde, continua a rimanere sostenuto il processo di *downgrading* dei titoli strutturati (Fig. 47).

Anche in Italia il mercato delle cartolarizzazioni ha subito una significativa flessione. L'ammontare delle emissioni di titoli strutturati su mutui è diminuito da 56 a 37 miliardi di euro circa (-34 per cento), mentre quello delle altre tipologie di cartolarizzazioni da 14 a 12 miliardi di euro circa (-13 per cento).

Fig. 48 *Performance* dei mutui e delle cartolarizzazioni su mutui negli Usa
(dati mensili)



Fonte: Thomson Reuters, Moody's e Merryll Lynch. Il tasso *foreclosure* indica il tasso di incidenza degli avvii di procedure esecutive (*foreclosure*) sui mutui in essere. L'indice di *total return* esprime il rendimento complessivo dell'investimento derivante dalla rivalutazione del capitale e dagli incassi delle cedole.

3 Gli intermediari e le famiglie

1 I principali gruppi bancari

Nel primo semestre del 2009 i bilanci dei principali gruppi bancari italiani hanno continuato a risentire fortemente degli effetti della crisi finanziaria.

Il margine di interesse si è ridotto di circa il 3 per cento rispetto al primo semestre 2008, mentre le commissioni nette sono diminuite di circa il 18 per cento (di quasi il 30 per cento quelle da servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio) (Tav. 11). Nonostante la contrazione del margine di interesse e delle commissioni, la flessione del margine di intermediazione è stata contenuta (-3 per cento circa), essenzialmente grazie alla crescita dei profitti da operazioni finanziarie (che sono quasi quintuplicati). A fronte della flessione dei costi operativi (-7 per cento circa), il risultato di gestione si è ridotto del 5 per cento circa, mentre l'utile netto si è più che dimezzato per effetto della crescita delle rettifiche su crediti (+140 per cento) e su altre operazioni finanziarie (quasi raddoppiate).

Nel primo semestre 2009 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 risultato pari al 18,8 per cento (contro l'11,7 per cento nel 2008) (Fig. 49). Tale crescita è imputabile essenzialmente al citato aumento dei profitti da operazioni finanziarie (+467,4 per cento).

Nel primo semestre del 2009 la raccolta complessiva (diretta e indiretta) dei principali gruppi bancari italiani si è leggermente ridotta, passando da 3.024 a 2.986 miliardi di euro (-1,3 per cento). La raccolta diretta ha fatto registrare una lieve flessione (-1,2 per cento): a fronte di una sostanziale tenuta della raccolta tramite depositi (+0,1 per cento) e di quella obbligazionaria (+1,3 per cento), la raccolta interbancaria è sensibilmente diminuita (-9,1 per cento) (Fig. 50).

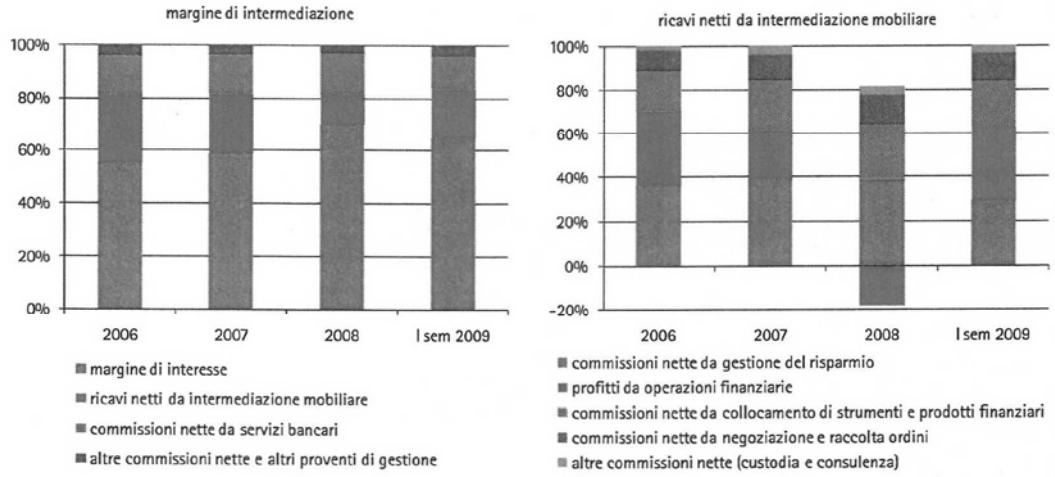
La raccolta indiretta è calata lievemente (-1,4 per cento), soprattutto a causa della flessione del risparmio gestito (-4,5 per cento), a fronte di una sostanziale tenuta del risparmio amministrato (+ 0,7 per cento).

Tav. 11 Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani
(valori in milioni di euro)

	2006	2007	2008	I sem 2008	I sem 2009	variazione % I sem 2009 / I sem 2008
Margine di interesse (a)[1]	39.016	38.444	45.169	22.374	21.656	-3.2
Commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)	23.414	21.955	20.352	10.971	9.017	-17.8
di cui:						
da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)	*12.088*	*11.596*	*9.731*	*5.808*	*4.131*	*-28.9*
negoziazione titoli e valute e raccolta ordini	1.711	1.745	1.639	860	806	-6.3
gestioni individuali	1.237	1.062	956	497	362	-27.2
gestioni collettive	4.993	4.444	3.346	2.131	1.351	-36.6
banca depositaria	409	347	255	179	111	-37.8
custodia titoli	220	234	125	78	50	-35.3
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	3.364	3.442	3.085	1.894	1.296	-31.6
consulenza	154	321	326	170	155	-8.8
da servizi bancari (b.2)[2]	*10.658*	*9.669*	*10.193*	*4.449*	*4.150*	*-6.7*
altre commissioni nette (b.3)[3]	*667*	*688*	*428*	*714*	*737*	*+3.2*
Profitti/perdite da operazioni finanziarie (c)[4]	6.291	3.450	-2.184	377	2.139	+467.4
Altri proventi netti di gestione (d)	1.978	1.628	1.333	808	578	-28.5
Risultato della gestione assicurativa (e)	537	526	410	200	210	+5.1
Margine di intermediazione (f = a+b+c+d+e)	71.235	66.003	65.080	34.730	33.600	-3.3
Costi operativi (g)[5]	39.744	36.085	39.158	19.703	18.313	-7.1
Risultato di gestione (f-g)	31.491	29.918	25.922	16.124	15.286	-5.2
Rettifiche nette su crediti	-6.194	-5.789	-9.660	-3.215	-7.763	+141.4
Rettifiche nette su altre operazioni finanziarie	-454	-479	-2.800	-208	-435	+108.9
Utile netto[6]	16.928	18.473	9.229	9.107	3.860	-57.6

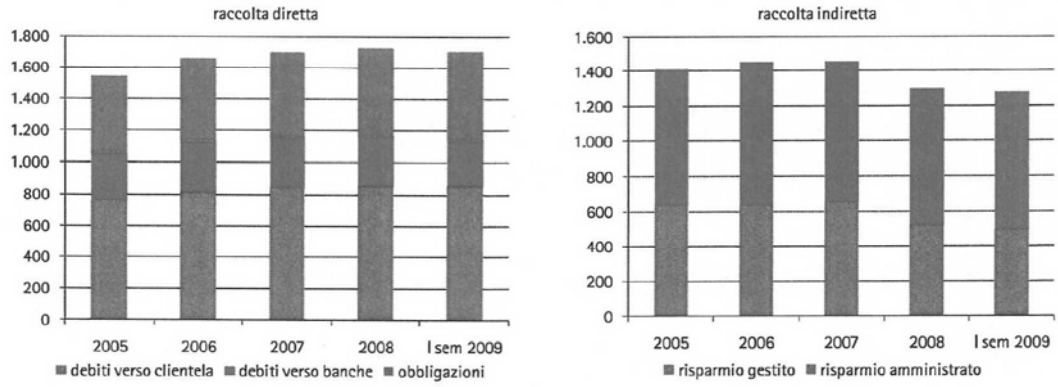
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. I dati per gli anni precedenti al 2008 tengono conto dei principali gruppi bancari successivamente confluiti nei gruppi esistenti a fine 2008 attraverso operazioni di fusione o acquisizione, salvo che per HVB (consolidato in Unicredit a partire dal 1° novembre 2005). [1] Inclusi i dividendi su partecipazioni, gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto e il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse. [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.

Fig. 49 Composizione dei ricavi dei principali gruppi bancari italiani



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

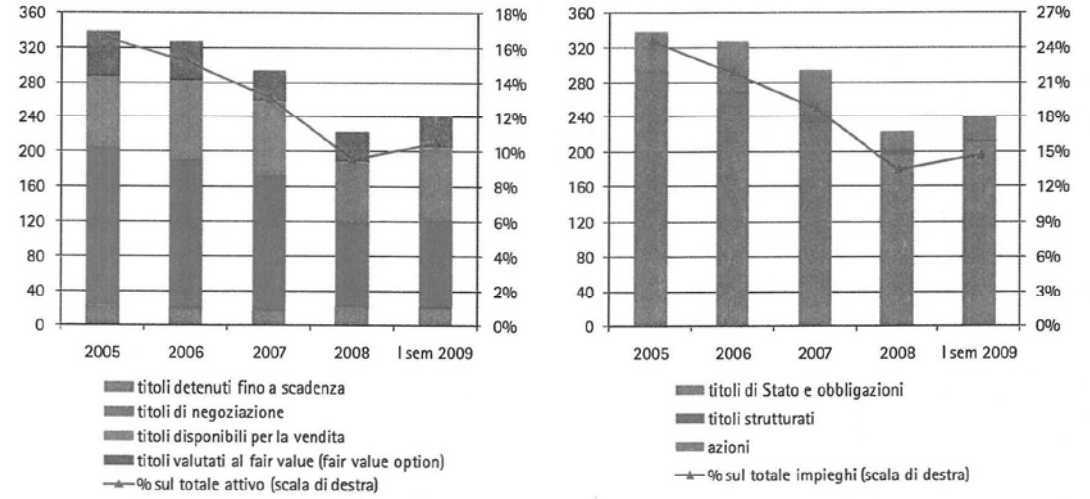
Fig. 50 Raccolta dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



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.

Nel corso del primo semestre 2009 il valore complessivo del portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani è cresciuto di circa 17,5 miliardi di euro (+7,9 per cento). L'incidenza del portafoglio titoli sul totale degli impieghi e sul totale attivo è lievemente salita, raggiungendo, rispettivamente, il 15 e il 10 per cento circa (13,4 per cento e 9,6 per cento nel 2008). La quota dei titoli di debito sul totale del portafoglio risulta pari all'88,0 per cento, mentre quella delle azioni all'11,3 per cento (Fig. 51). È aumentata la quota dei titoli classificati come disponibili per la vendita (34,8 per cento a fronte del 31,1 per cento del 2008), mentre è diminuito il peso dei titoli di negoziazione (dal 44,1 al 42,0 per cento), di quelli valutati al *fair value* (dal 15,4 al 14,6 per cento) e di quelli detenuti fino a scadenza (da 9,5 a 8,5 per cento).

Fig. 51 Composizione del portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



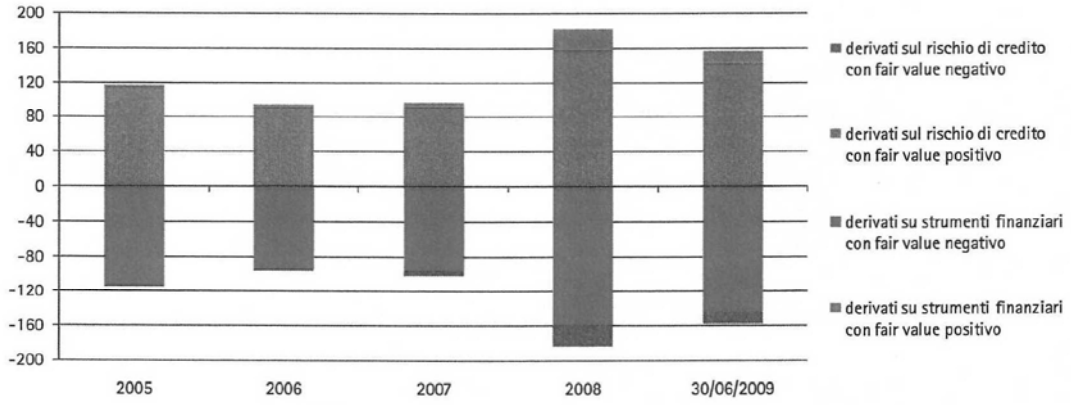
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti) e le attività cedute e non cancellate o deteriorate. Gli Oicr sono ricompresi fra i titoli di Stato e le obbligazioni.

Il valore di mercato lordo dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani (inteso come somma in valore assoluto del *fair value* delle posizioni con valore di mercato positivo e del *fair value* di quelle con valore di mercato negativo) al 30 giugno 2009 ha registrato una contrazione significativa, passando da 367 a 316 miliardi di euro circa (-14 per cento; Fig. 52). Alla fine del primo semestre 2009 il valore di mercato netto dei derivati di negoziazione (dato dalla differenza fra il *fair value* delle posizioni con valore di mercato positivo e il *fair value* di quelle con valore di mercato negativo) risultava negativo per circa 2,3 miliardi di euro (- 1,7 nel 2008).

Le relazioni semestrali 2009 non contengono dati di dettaglio sul controvalore nozionale dei derivati e sull'esposizione in titoli strutturati. Relativamente a tali aspetti le informazioni più aggiornate sono desumibili dai bilanci consolidati 2008.

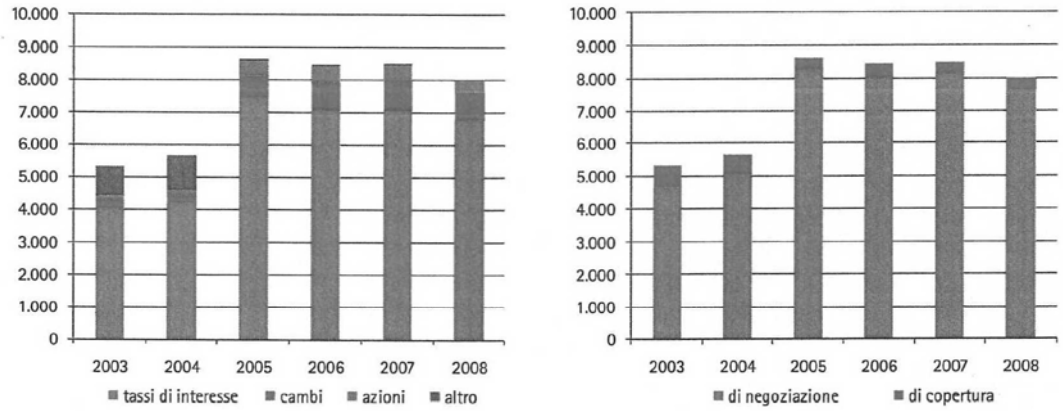
La forte crescita del valore di mercato delle posizioni in derivati dei principali gruppi bancari italiani nel 2008 era stata interamente ascrivibile alle variazioni delle grandezze finanziarie sottostanti (in larga prevalenza tassi di interesse), mentre il controvalore nozionale degli strumenti derivati in portafoglio (imputabile per circa il 98 per cento a strumenti detenuti per finalità di negoziazione) era calato da 8.476 a 7.998 miliardi di euro (-5,6 per cento) (Fig. 53).

Fig. 52 Valore di mercato (*fair value*) dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani
(dati di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Fig. 53 Controvalore nozionale degli strumenti derivati dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

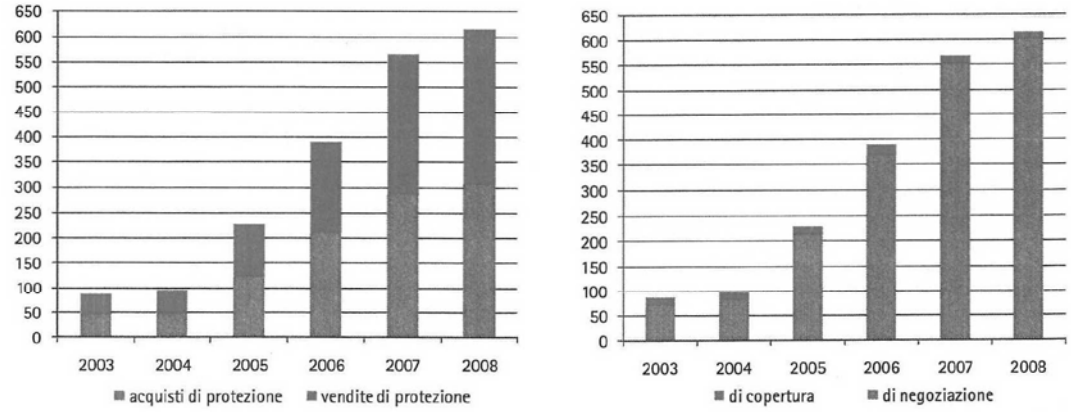


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Nel 2008 il controvalore nozionale dei derivati creditizi era cresciuto in maniera significativa, passando da 567 a 616 miliardi di euro circa (+8,6 per cento). Mentre acquisti e vendite di protezione risultavano pressoché bilanciati, le posizioni detenute per finalità di *trading* (sebbene riconducibili per quote molto significative a un singolo gruppo bancario) risultavano di gran lunga prevalenti rispetto a quelle di copertura (Fig. 54).

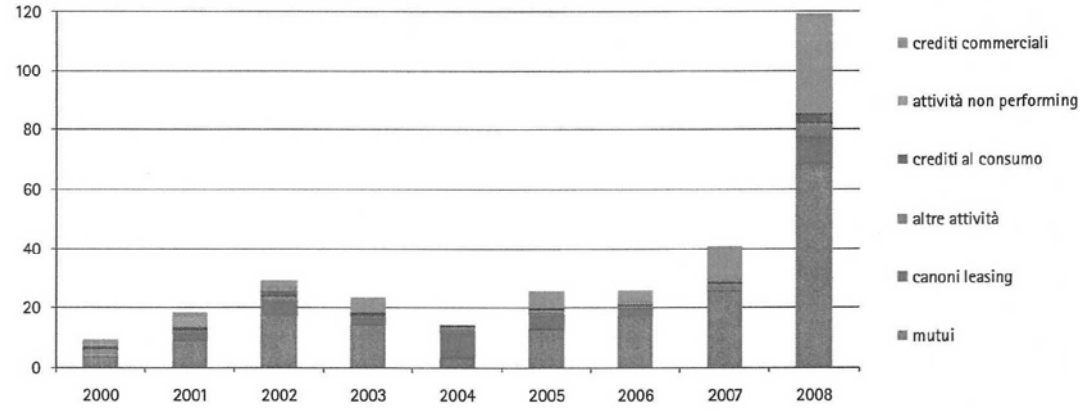
Nel 2008 si era registrata una crescita molto intensa degli attivi ceduti dai principali gruppi bancari italiani nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione (da 40 miliardi di euro nel 2007 a 120 miliardi); tali operazioni avevano avuto ad oggetto in prevalenza mutui e crediti commerciali (Fig. 55). A questa attività si somma quella realizzata attraverso le prime operazioni di emissioni di *covered bond* da parte di banche italiane per un ammontare complessivo di circa 6 miliardi di euro.

Fig. 54 Controvalore nozionale dei derivati sul rischio di credito dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Fig. 55 Attivi oggetto di cessione nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione da parte dei principali gruppi bancari italiani
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

La forte crescita delle operazioni di cartolarizzazione aveva determinato un parallelo aumento dell'esposizione complessiva dei principali gruppi bancari italiani verso questo tipo di operazioni. In particolare, nel corso del 2008 tale esposizione era cresciuta di circa 60 miliardi di euro, passando da 70 a 130 miliardi di euro circa (di cui quasi il 75 per cento riconducibile a un unico soggetto). In particolare, mentre le esposizioni fuori bilancio erano diminuite da 13,1 a 4,4 miliardi di euro, quelle per cassa erano cresciute da 56,1 a 124,7 miliardi di euro. La crescita delle esposizioni atteneva prevalentemente a cartolarizzazioni di attività proprie relative sia a mutui che ad altre attività (Tav. 12)

Tav. 12 Esposizioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione dei principali gruppi bancari italiani
(valori in milioni di euro; dati di fine periodo)

		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	--	450	1.126	12.725	*24.424*
	Fuori bilancio	964	202	4	125	--	--	--	--	*1.295*
	Totale	*3.537*	*3.959*	*868*	*3.054*	*--*	*450*	*1.126*	*12.725*	*25.719*
2006	Cassa	2.272	3.293	412	4.409	78	9.073	579	20.657	*40.772*
	Fuori bilancio	1.043	202	50	66	--	--	--	16.438	*17.799*
	Totale	*3.315*	*3.495*	*462*	*4.475*	*78*	*9.073*	*579*	*37.095*	*58.571*
2007	Cassa	1.175	14.865	168	8.844	2	8.783	270	21.972	*56.079*
	Fuori bilancio	1.114	248	50	33	--	459	--	11.290	*13.193*
	Totale	*2.289*	*15.113*	*218*	*8.877*	*2*	*9.242*	*270*	*33.262*	*69.272*
2008	Cassa	209	56.563	1.392	41.074	160	8.115	68	17.189	*124.772*
	Fuori bilancio	--	188	785	34	--	42	--	3.349	*4.397*
	Totale	*209*	*56.751*	*2.177*	*41.108*	*160*	*8.157*	*68*	*20.538*	*129.168*

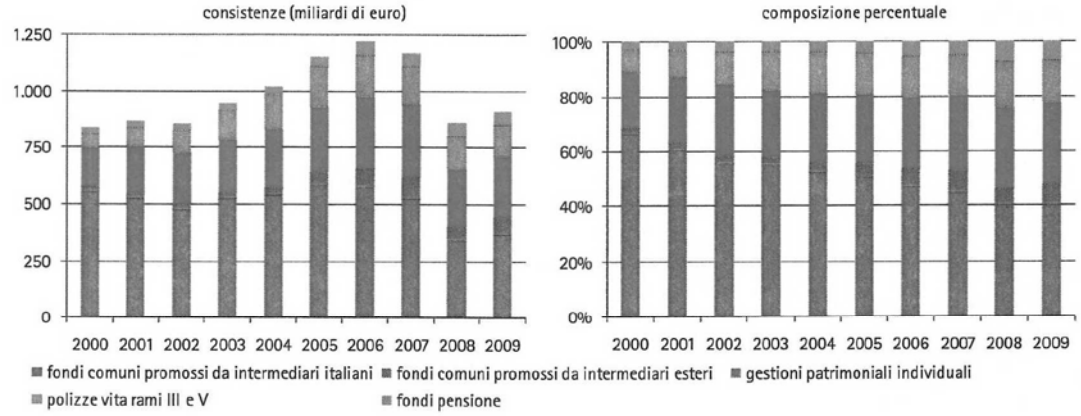
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

2 Gli investitori istituzionali

Nel 2009 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia è aumentato del 6,1 per cento, passando da circa 862 a circa 915 miliardi di euro. Tale dato è ascrivibile principalmente all'incremento del patrimonio dei fondi promossi da intermediari italiani ed esteri, pari, rispettivamente, al 7,1 e al 29,0 per cento; più contenuta è stata, invece, la crescita del patrimonio delle gestioni patrimoniali (+5,6 per cento) (Fig. 56).

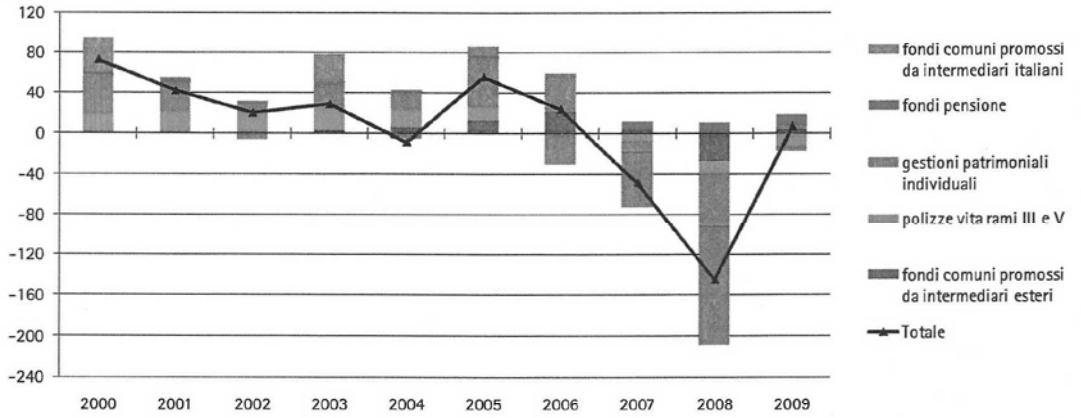
Nel 2009 la raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia è stata positiva per 6,1 miliardi di euro (-145,0 miliardi nel 2008) (Fig. 57). Ciò è dovuto alla raccolta netta positiva delle gestioni patrimoniali (calcolata al netto degli investimenti in Oicr; +8,7 miliardi di euro) dei fondi pensione (+10,8 miliardi di euro) e dei fondi comuni promossi da intermediari esteri (+4,1 miliardi di euro); viceversa, la raccolta netta delle polizze dei rami vita III e V e dei fondi comuni promossi da intermediari italiani è stata negativa (rispettivamente, per -12,8 e -4,9 miliardi di euro).

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 (che includono le società di gestione di diritto italiano controllate da intermediari esteri) comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero (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).

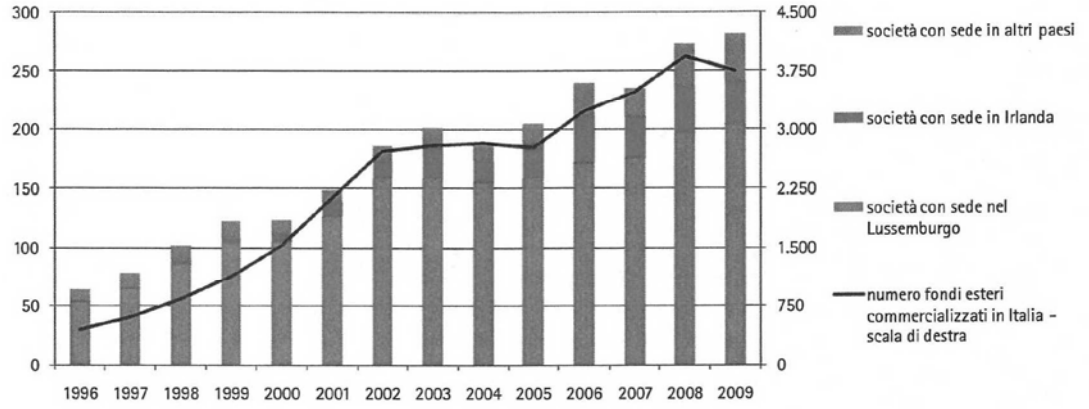
Fig. 57 Raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia
(miliardi di euro)



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). Il dato di totale non tiene conto delle sottoscrizioni nette di fondi comuni da parte delle gestioni patrimoniali individuali.

La raccolta netta dei fondi promossi da intermediari non residenti è ritornata di segno positivo, dopo aver sperimentato nel 2008, per la prima volta dopo diversi anni, un deflusso di risorse. Tuttavia, nel 2009 il numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia si è ridotto, passando da 3.935 a circa 3.759 (Fig. 58).

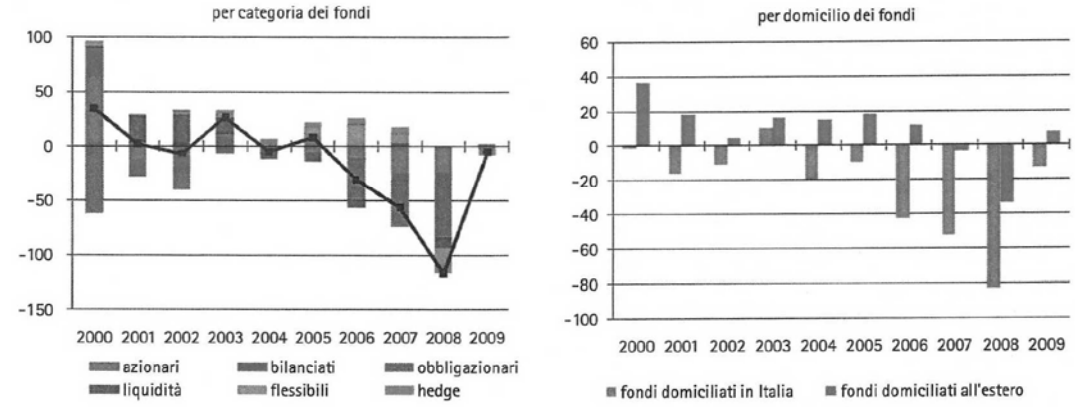
Fig. 58 Numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia e numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi per sede legale



Fonte: prospetti informativi.

La raccolta netta negativa dei fondi comuni promossi da intermediari italiani nel 2009 (-4,9 miliardi di euro) è dovuta in gran parte ai deflussi dai fondi domiciliati in Italia (-12,9 miliardi di euro), mentre la raccolta netta dei fondi domiciliati all'estero è stata positiva per circa 8 miliardi di euro (Fig. 59). In particolare, i fondi che hanno registrato una raccolta netta positiva sono stati gli azionari (1,1 miliardi di euro) e i fondi flessibili (1,3 miliardi di euro).

Fig. 59 Raccolta netta dei fondi comuni promossi da intermediari italiani
(miliardi di euro)

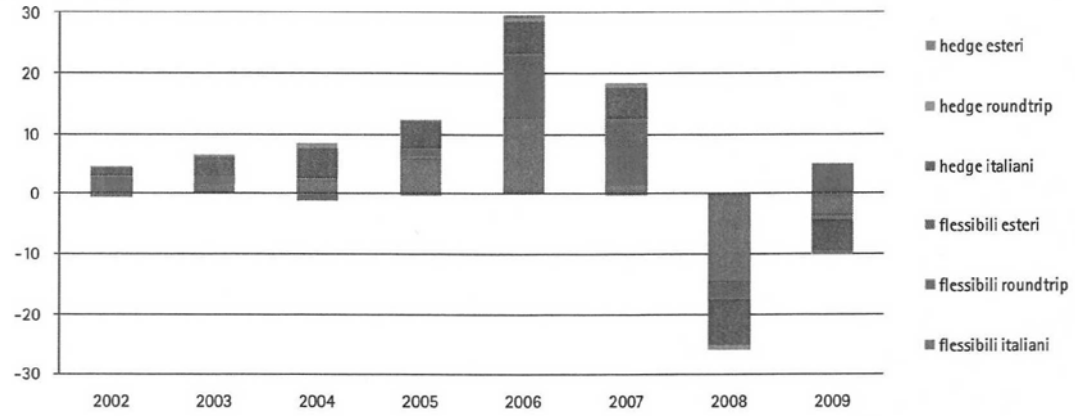


Fonte: Assogestioni. Gli intermediari italiani includono le Sgr di diritto italiano controllate da soggetti esteri. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi 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 negativa dei fondi *hedge* (-5,5 miliardi di euro) è in gran parte legata ai deflussi dagli *hedge* italiani (– 5,1 miliardi di euro) e solo in minima

parte da quelli esteri (– 0,4 miliardi di euro). Relativamente ai fondi flessibili, a fronte di una raccolta positiva di quelli *roundtrip* (5,1 miliardi di euro), si è registrata una raccolta negativa dei fondi flessibili italiani ed esteri (rispettivamente, -3,7 e -0,7 miliardi di euro) (Fig. 60).

Fig. 60 Raccolta netta dei fondi *hedge* e flessibili per domicilio del fondo
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni.

Nel 2009 si è ridotto l'attivo totale gestito dai fondi speculativi di diritto italiano, passato da 20 a 12 miliardi di euro circa (-41 per cento) (Tav. 13); il patrimonio netto è invece calato da 17 a 11 miliardi di euro circa (-34,7 per cento). Il numero delle Sgr che gestiscono fondi speculativi aperti di diritto italiano è sceso da 40 a 36 e il numero dei fondi è passato da 248 a 171.

I fondi speculativi di diritto italiano rimangono prevalentemente fondi di fondi (86 per cento del totale attivo), anche se cresce il peso dei fondi speculativi "a gestore unico", che a novembre 2009 rappresentavano il 14 per cento del totale attivo (contro l'8 per cento a dicembre 2008).

Tav. 13 Dati di sintesi sul comparto dei fondi speculativi aperti di diritto italiano

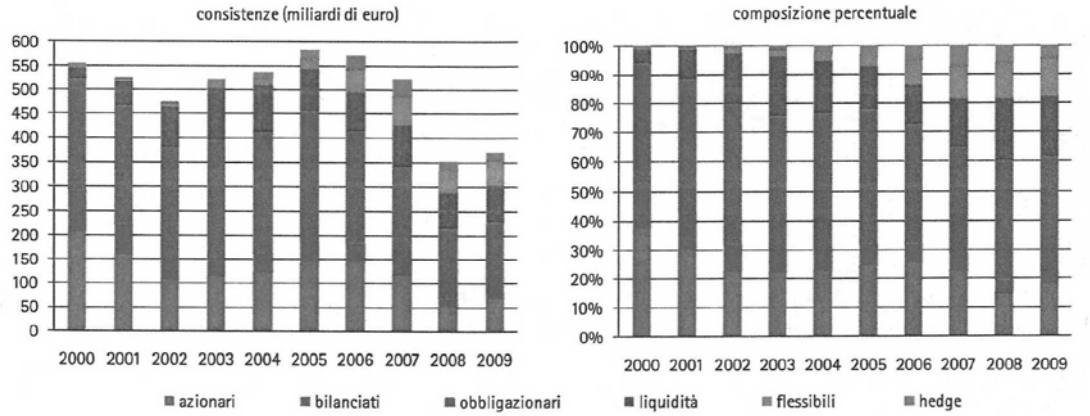
	Numero fondi	Totale attivo (milioni di euro)	*di cui fondi di fondi (peso percentuale sul totale attivo)*	Patrimonio netto (milioni di euro)	Numero Sgr
2003	80	6.417	*95*	5.768	25
2004	135	12.682	*96*	11.728	27
2005	160	18.465	*95*	16.957	30
2006	200	25.529	*94*	23.588	35
2007	241	32.630	*94*	30.385	37
2008	248	19,651	*92*	16,638	40
nov -2009	171	11,585	*86*	10,870	36

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza.

Nonostante la raccolta netta negativa, nel 2009 il patrimonio dei fondi comuni promossi da intermediari italiani è aumentato del 4,9 per cento per cento, a causa della parziale ripresa dei mercati e della risalita delle quotazioni. La crescita del patrimonio è risultata più accentuata per i fondi azionari (+26,8 per cento), per i fondi flessibili (+10,9 per cento) e per i fondi di liquidità (2,9 per cento).

Il peso dei fondi azionari sul totale del patrimonio gestito dai fondi promossi da intermediari italiani è salito dal 14,9 al 18,0 per cento circa e quello dei fondi flessibili dal 12,7 al 13,4 per cento circa (Fig. 61). Si è avuta invece una lieve riduzione del peso delle risorse gestite da fondi obbligazionari (dal 40,8 al 39,4 per cento), dai fondi bilanciati (dal 4,7 al 4,3 per cento), dai fondi di liquidità (dal 21,0 al 20,6 per cento circa) e dagli *hedge* (dal 6,0 al 4,6 per cento circa).

Fig. 61 Patrimonio netto dei fondi comuni promossi da intermediari italiani



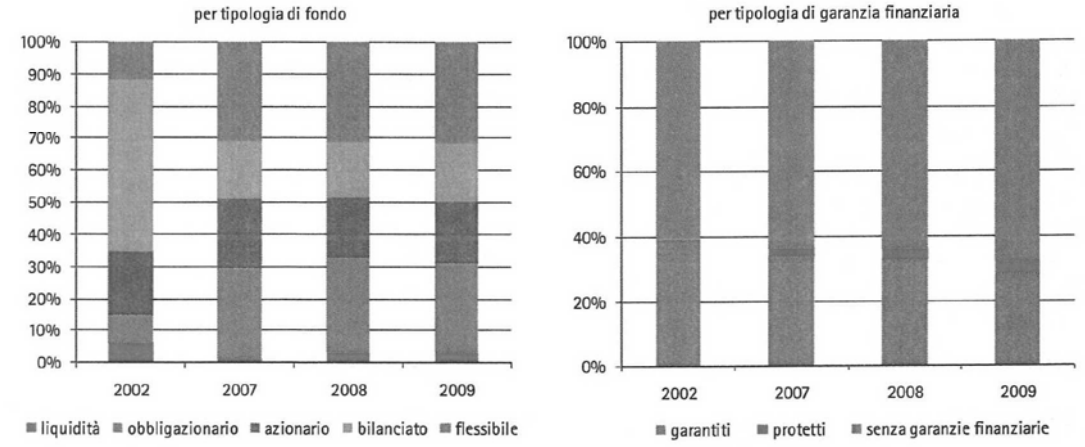
Fonte: Assogestioni. Gli intermediari italiani includono le Sgr di diritto italiano controllate da soggetti esteri. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono al patrimonio complessivo.

L'evoluzione della composizione del patrimonio gestito per categorie di fondi interni collegati alle polizze *unit linked* è stata meno rilevante rispetto a quella registrata per i fondi comuni di investimento italiani. Rispetto al 2008, infatti, la percentuale del patrimonio ascrivibile ai fondi interni bilanciati e azionari si è lievemente incrementata, passando, rispettivamente, dal 17 al 18 per cento circa e dal 18 al 19 per cento circa, mentre il peso del patrimonio riferibile ai fondi interni obbligazionari si è ridotto dal 30 al 28 per cento circa. La quota del patrimonio riferibile ai fondi interni garantiti collegati alle polizze *unit linked* è diminuita passando dal 32,9 al 28,4 per cento (Fig. 62).

Nel 2009 le modifiche delle scelte di *asset allocation* dei fondi di diritto italiano hanno portato a un aumento del peso sul totale del portafoglio delle azioni italiane (dal 3,0 al 3,4 per cento) e di quelle estere (dal 13,6 al 16,8 per cento), mentre si è ridotto il peso dei titoli di Stato, delle obbligazioni italiane (dal 52,4 al 50,2 per cento) e delle obbligazioni estere (dal 31,1 al 29,5 per cento) (Fig. 63). Le

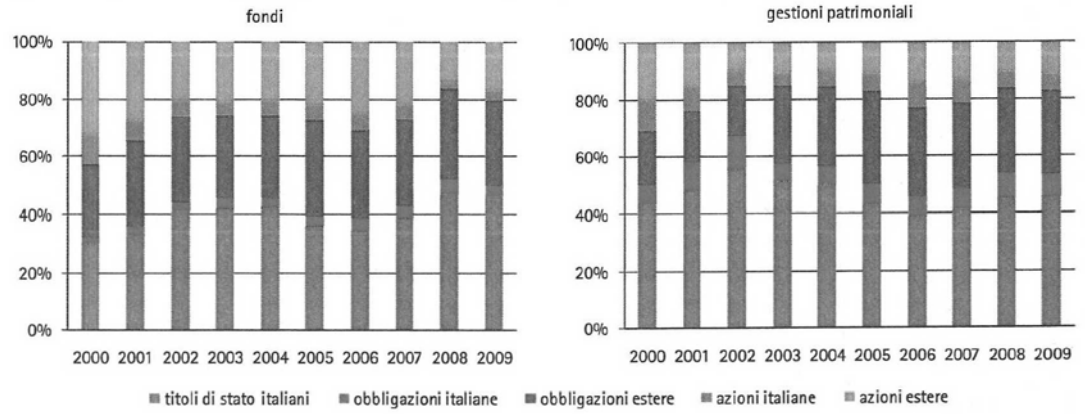
scelte di investimento delle gestioni patrimoniali individuali non sono immediatamente confrontabili con quelle dei fondi comuni, poiché circa il 24 per cento del portafoglio è investito a sua volta in fondi comuni. Tuttavia, ripartendo la quota investita in fondi secondo la composizione media del portafoglio dei fondi stessi, le gestioni individuali risulterebbero lievemente meno esposte al mercato azionario rispetto ai fondi comuni (16,4 per cento contro il 20,6 per cento dei fondi); anche la quota delle risorse investita in titoli di Stato e obbligazioni italiane (51,8 per cento) è maggiore di quella rilevata per i fondi comuni (50,2 per cento). Quasi i tre quarti del patrimonio delle gestioni patrimoniali individuali è gestito da Sgr, mentre la parte rimanente è gestita da banche e Sim (banche 21,9 per cento e Sim 2,2 per cento).

Fig. 62 Composizione del patrimonio gestito dei fondi collegati alle polizze *unit linked*



Fonte: elaborazioni su dati Ania.

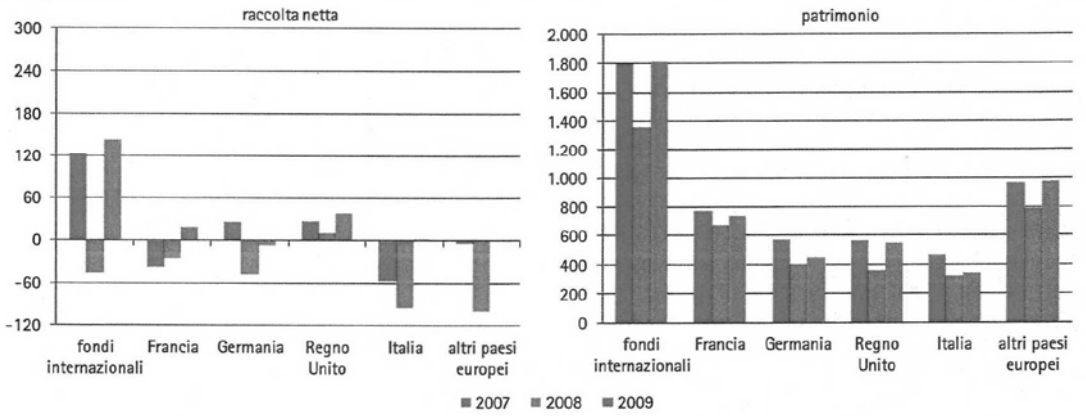
Fig. 63 Composizione del portafoglio dei fondi comuni aperti di diritto italiano e delle gestioni patrimoniali individuali



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 e i dati delle azioni includono quelli degli Oicr.

Nel 2009, fra i principali paesi europei, solo in Germania e Italia si è registrato un deflusso di risorse dal settore dei fondi comuni (rispettivamente, -8,1 e -4,9 miliardi di euro); la raccolta è stata negativa, peraltro, anche in Spagna e Belgio (rispettivamente, -10,2 e -16,8 miliardi di euro), mentre nel Regno Unito e in Francia è stata positiva (rispettivamente, 37,9 e 17,7 miliardi di euro). È, invece, ritornata positiva la raccolta dei fondi *cross border* puri (cioè 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) (da -46,2 a 143,3 miliardi di euro) (Fig. 64).

Fig. 64 Patrimonio e raccolta netta dei fondi comuni in Europa
(miliardi di euro)



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. Il dato di raccolta per l'Italia è tratto da Assogestioni.

Con riferimento ai costi i dati relativi ai rendiconti 2008 dei fondi comuni aperti di diritto italiano indicavano che le commissioni medie rispetto alla massa gestita, ridottesi dall'1,54 all'1,22 per cento fra il 2006 e il 2007, erano lievemente aumentate, portandosi all'1,30 per cento (Tav. 14). Tale evidenza è riconducibile a un incremento delle commissioni di gestione che aveva interessato tutte le categorie di fondi.

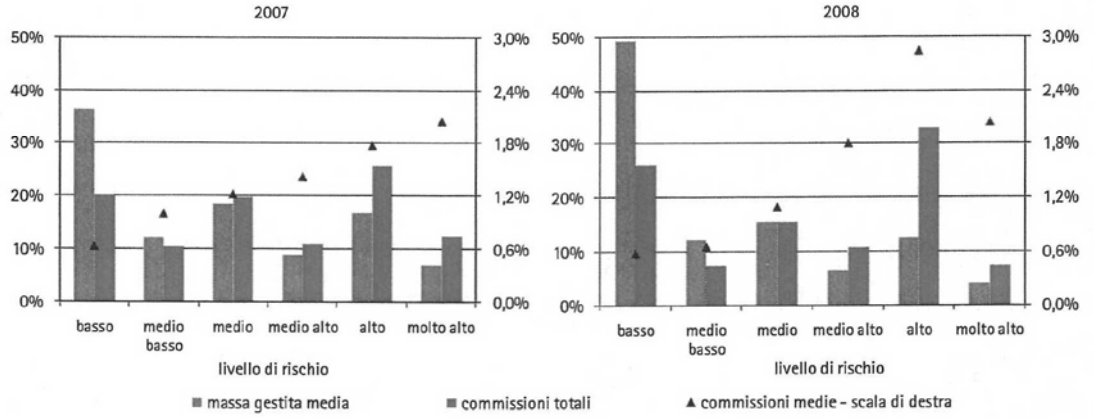
Tav. 14 Costi a carico dei fondi aperti di diritto italiano[1]
(valori percentuali)

	Peso sulla massa gestita media[2]					Ripartizione percentuale				
	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale
2007										
Liquidità	0,06	0,43	..	..	0,48	11,76	88,08	..	0,16	100,0
Azionari	0,11	1,94	0,07	0,21	2,33	4,61	83,22	3,07	9,09	100,0
Obbligazionari	0,07	0,83	0,00	0,01	0,92	7,88	90,55	0,35	1,22	100,0
Bilanciati	0,07	1,07	0,01	0,06	1,21	5,95	88,43	0,76	4,86	100,0
Flessibili	0,09	1,28	0,06	0,05	1,47	5,79	87,04	3,86	3,31	100,0
Totale	*0,1*	*1,06*	*0,02*	*0,06*	*1,22*	*6,40*	*86,72*	*1,99*	*4,89*	*100,0*
2008										
Liquidità	0,09	0,73	..	..	0,83	11,03	88,80	..	0,16	100,0
Azionari	0,11	2,12	0,03	0,30	2,55	4,12	83,12	1,09	11,67	100,0
Obbligazionari	0,08	0,98	0,00	0,01	1,08	7,79	90,82	0,43	0,96	100,0
Bilanciati	0,10	1,65	0,03	0,10	1,88	5,38	87,79	1,64	5,19	100,0
Flessibili	0,07	1,33	0,03	0,06	1,50	4,80	88,68	2,31	4,21	100,0
Totale	*0,09*	*1,14*	*0,01*	*0,06*	*1,30*	*6,83*	*87,67*	*0,90*	*4,60*	*100,0*

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. [1] L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. [2] La massa gestita è calcolata come media dei dati di fine mese.

Ai fondi più rischiosi (ovvero quelli che indicano nel prospetto informativo un livello di rischio "alto" o "molto alto") è attribuibile circa il 17 per cento della massa gestita nel 2008 e il 41 per cento circa delle commissioni attive (Fig. 65). Sono aumentate di quasi un punto percentuale le commissioni medie sui fondi a rischio "alto". Ai fondi meno rischiosi (ovvero quelli che indicano nel prospetto informativo un livello di rischio "basso" o "medio basso") è invece imputabile circa il 62 per cento della massa gestita e circa un terzo delle commissioni attive totali. Le commissioni medie su tali fondi sono lievemente diminuite.

Fig. 65 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 prospetti informativi.

Nel primo semestre del 2009 è proseguito lo sviluppo del mercato dei fondi chiusi immobiliari di diritto italiano (il totale attivo è cresciuto da 42,4 a 43,1 miliardi di euro, +1,7 per cento). Il peso dell'investimento in immobili e diritti reali immobiliari sul totale attivo è aumentato passando dall'86,9 all'87,3 per cento (Tav. 15); è altresì aumentato il livello di indebitamento (dall'86,9 all'87,3 per cento). Il numero di società di gestione operative è diminuito da 51 a 49, mentre il numero dei fondi operativi è passato da 226 a 233.

Tav. 15 Fondi immobiliari chiusi di diritto italiano[1]
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero di SGR	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
2008	51	226	24.410	42.353	42,4	86,9	4,8	4,5	3,9
giugno 09	49	233	24.530	43.078	43,1	87,3	4,9	4,2	3,5

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. [1] L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Per quanto riguarda i fondi chiusi mobiliari di diritto italiano, cosiddetti fondi di *private equity*, nel primo semestre del 2009 si è registrata una crescita del totale attivo (passato da 5,8 a 6,4 miliardi di euro, +10,6 per

cento), del patrimonio gestito (passato da 5,4 a 6,2 miliardi di euro, +14,6 per cento) e del capitale sottoscritto (passato da 14 a 14,7 miliardi di euro +5,4 per cento) (Tav. 16).

Il numero di società operative è notevolmente aumentato rispetto al 2008 da 64 a 72 (+12,5 per cento), mentre il numero dei fondi è passato da 115 a 163 (+41,7 per cento). Tale aumento (7 fondi nel 2008 e 51 al 30 giugno 2009) è in parte riconducibile alla costituzione dei cosiddetti "*side-pockets funds*", a seguito delle modifiche previste dall'art. 14, comma 6 della legge 29 gennaio 2009 n. 2, che ha introdotto la possibilità, fino al 31 dicembre 2009, di realizzare scissioni parziali dei fondi speculativi, trasferendo le attività illiquide in un nuovo fondo di tipo chiuso. Al netto di tale fenomeno, l'incremento è stato di 13 fondi istituiti nel 2008 e di altri 4 nel primo semestre del 2009.

Tav. 16 Fondi mobiliari chiusi di diritto italiano

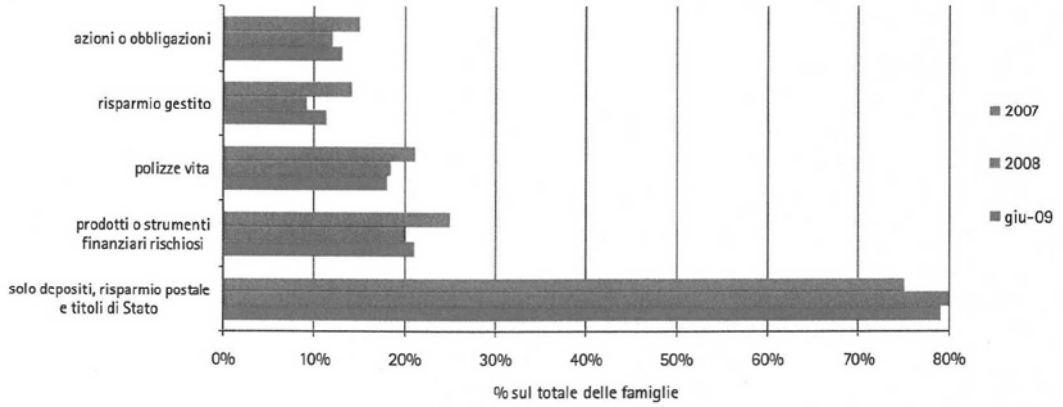
	Numero fondi	Totale attivo (milioni di euro)	Capitale sottoscritto (milioni di euro)	Patrimonio netto (milioni di euro)	Numero Sgr
2003	35	1.470	3.036	1.443	26
2004	47	1.745	4.458	1.697	34
2005	61	2.420	6.422	2.363	43
2006	74	3.450	7.663	3.157	49
2007	95	4.097	12.329	3.910	58
2008	115	5.829	13.961	5.429	64
giugno 2009	163	6.446	14.715	6.219	72

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza.

3 Le famiglie

Nel primo semestre del 2009, le scelte di portafoglio delle famiglie italiane hanno risentito del miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari e della riduzione dell'avversione al rischio. Le decisioni di investimento risentono ancora, tuttavia, degli effetti della crisi, poiché il grado di partecipazione ai mercati finanziari si mantiene più basso rispetto a fine 2007. La quota delle famiglie che detengono almeno un prodotto finanziario "rischioso" (azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita), infatti, pur se lievemente cresciuta (dal 20 per cento a dicembre 2008 al 21 per cento a giugno 2009), rimane significativamente inferiore a quella rilevata a dicembre 2007 (25 per cento; Fig. 66).

Fig. 66 Tipologie di attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane
(percentuale di famiglie che detiene l'attività o le combinazioni di attività finanziarie indicate a fine periodo)



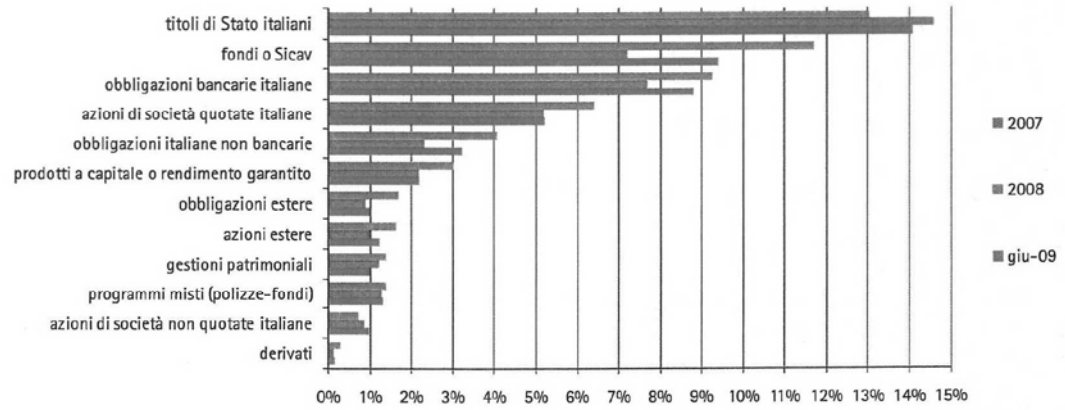
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche. La quota delle famiglie che detengono solo depositi e titoli di Stato include anche quelle che detengono solo circolante (cosiddette *unbanked*). La voce depositi e risparmio postale include i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute diverse dall'euro, i pronti contro termine, i certificati di deposito. La voce risparmio gestito include fondi comuni e Sicav italiani ed esteri, programmi di accumulo (Pac), gestioni patrimoniali mobiliari (Gpm) e in fondi (Gpf), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità. La voce polizze vita include le polizze del ramo III e V, i prodotti a capitalizzazione, le polizze multiramo, i piani pensionistici integrativi e i fondi pensione. Per prodotti o strumenti finanziari rischiosi si intendono azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita.

La percentuale delle famiglie che possiedono prodotti del risparmio gestito è cresciuta (dal 9,2 per cento a fine 2008 all'11,3 per cento circa a giugno 2009), pur attestandosi a un livello più basso rispetto a quello registrato a fine 2007 (14 per cento circa). Più lieve è stato l'incremento della quota di famiglie che detengono azioni o obbligazioni (dal 12,0 al 13,0 per cento), mentre continua a ridursi il grado di diffusione delle polizze assicurative del ramo vita (dal 18,5 per cento a fine 2008 al 18,0 per cento a giugno 2009).

I dati sui singoli prodotti finanziari confermano quanto appena rilevato a livello aggregato. Da dicembre 2008 a giugno 2009 il peso sul totale delle famiglie che detengono fondi o Sicav è aumentato dal 7,2 al 9,4 per cento circa, pur mantenendosi più basso rispetto al valore rilevato prima del *default* di Lehman (11,7 per cento a dicembre 2007; Fig. 67).

Per quanto riguarda il comparto del risparmio amministrato, nei primi 6 mesi del 2009 è cresciuta soprattutto la quota delle famiglie che possiedono obbligazioni italiane bancarie (dal 7,7 per cento all' 8,8 per cento) o *corporate* (dal 2,3 al 3,2 per cento).

Fig. 67 Diffusione dei prodotti e strumenti finanziari fra le famiglie italiane
(percentuale di famiglie che detiene il prodotto o strumento finanziario indicato)



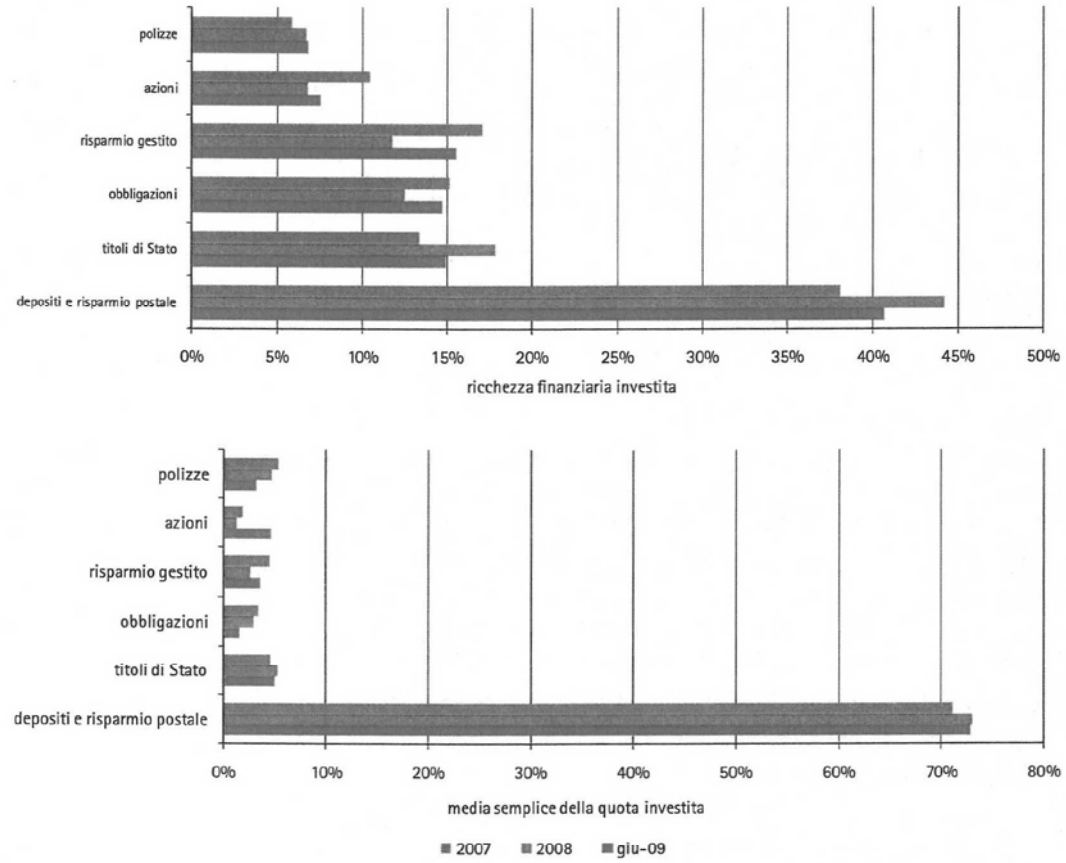
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche.

I dati sulla composizione del portafoglio mostrano tendenze analoghe a quelle rilevate analizzando il livello di diffusione degli strumenti finanziari. A giugno 2009, le famiglie italiane continuavano a mostrare una scarsa diversificazione delle attività finanziarie detenute: la media semplice della quota della ricchezza finanziaria investita in attività finanziarie liquide e a basso rischio (depositi, risparmio postale e titoli di Stato) risultava pari al 78,3 per cento (Fig. 68).

Considerando più in dettaglio i singoli strumenti finanziari, nel primo semestre dell'anno la media semplice della quota della ricchezza finanziaria investita in prodotti del risparmio gestito è aumentata (dal 2,6 per cento a dicembre 2008 a 3,5 per cento a giugno 2009), pur non ritornanso al livello rilevato a fine 2007 (4,5 per cento). Dimunisce, invece, la quota media investita in polizze vita (dal 4,7 per cento a dicembre 2008 al 3,2 per cento a giugno 2009).

I cambiamenti di *asset allocation* delle famiglie italiane sono ancora più evidenti se si considera la ripartizione della ricchezza finanziaria complessiva per tipologia di attività. Da dicembre 2008 a giugno 2009, la quota della ricchezza finanziaria complessiva investita in strumenti finanziari rischiosi è cresciuta dal 37,9 al 44,5 per cento, anche se continua a essere inferiore di 4 punti percentuali rispetto a fine 2007. In particolare, è cresciuta la ricchezza finanziaria investita in prodotti del risparmio gestito (dall'11,8 per cento a dicembre 2008 al 15,5 per cento a giugno 2009) e in obbligazioni (dal 12,5 per cento al 14,7 per cento circa).

Fig. 68 Composizione del portafoglio delle famiglie italiane



Fonte: stime su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche. La voce depositi e risparmio postale include i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute diverse dall'euro, i pronti contro termine, i certificati di deposito. La voce risparmio gestito include fondi comuni e Sicav italiani ed esteri, programmi di accumulo (Pac), gestioni patrimoniali mobiliari (Gpm) e in fondi (Gpf), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità. La voce polizze include le polizze del ramo III e V, i prodotti a capitalizzazione, le polizze multiramo, i piani pensionistici integrativi e i fondi pensione. La ricchezza finanziaria non include il circolante.

C – L'attività della Consob

PAGINA BIANCA

La vigilanza sulle società 1

1 L'informativa societaria

Nel 2009 si è registrato un significativo aumento degli interventi di vigilanza sull'informativa societaria. Sono state formulate oltre 800 richieste di informazioni (circa 670 nel 2008) e oltre 260 richieste di pubblicazione di dati e notizie (168 nel 2008); sono stati conclusi 7 accertamenti ispettivi nei confronti di emittenti quotati e 6 nei confronti di società di revisione; sono state trasmesse 10 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (Tav. 17).

La crescita del numero di richieste di informazioni è imputabile essenzialmente all'incremento di richieste di conferma di partecipazioni rilevanti collegato alle innovazioni regolamentari conseguenti al recepimento della Direttiva *Transparency* (si veda il successivo §3); per ciò che riguarda la pubblicazioni di dati e notizie si è registrato un significativo incremento delle richieste di integrazioni dell'informativa in sede assembleare (si veda il successivo §4) e dell'informativa contabile (si veda il successivo §5). Rilevante è stata anche la crescita del numero di richieste di diffusione di informazioni al mercato tramite comunicati stampa (da 90 a 112), risultato di un costante monitoraggio delle informazioni diffuse al pubblico dagli emittenti, del relativo impatto sulle quotazioni e della coerenza con notizie diffuse da altre fonti (quotidiani, agenzie di stampa specializzate, siti internet, etc.). Le richieste di pubblicazione di ulteriori dati e notizie, rispetto ai comunicati stampa diffusi dagli emittenti, sono state motivate in larga misura dalla necessità di rendere più esaustiva l'informazione relativa alla situazione economica e finanziaria degli emittenti stessi e alle determinanti di operazioni straordinarie.

Con riguardo alla pubblicazione di studi e raccomandazioni di investimento, l'attività di vigilanza è stata indirizzata a verificare, come di consueto, il rispetto delle disposizioni in materia di correttezza delle informazioni contenute nelle ricerche, *disclosure* dei conflitti di interessi e appropriata modalità di diffusione. Sulla base dell'esame delle notizie diffuse dagli organi di stampa e dell'andamento delle quotazioni, la Commissione, nell'ambito dei frequenti contatti con gli operatori, è intervenuta in 4 casi chiedendo formalmette 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.

Tav. 17 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

Tipologia di interventi	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Richieste di informazioni *ex* art. 115 Tuf						
Assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate	*51*	*90*	*36*	*59*	*132*	*155*
Richieste di dati e informazioni	*43*	*213*	*201*	*151*	*392*	*422*
Richieste di conferma di partecipazioni rilevanti	*21*	*77*	*30*	*44*	*30*	*214*
Richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione	*12*	*47*	*28*	*48*	*102*	--
Richieste di informazioni sull'azionariato	*39*	*13*	*12*	*14*	*12*	*20*
Totale	166	440	307	316	*668*	*811*
Richieste di pubblicazione di dati e notizie *ex* art. 114 Tuf						
Integrazioni di notizie da fornire in assemblea	*15*	*6*	*11*	*5*	*11*	*38*
Integrazioni a documenti contabili periodici	*14*	--	*6*	*1*	*21*	*59*
Informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)	*82*	*69*	*129*	*100*	*90*	*112*
Informazioni periodiche mensili	*8*	*2*	*2*	*1*	*8*	*3*
Informazioni periodiche trimestrali	–	–	–	–	–	*20*
Integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie	*1*	--	*4*	*3*	*8*	*25*
Integrazioni di documenti Opa	*4*	*17*	*6*	*49*	*30*	*10*
Totale	124	94	158	159	*168*	*267*
Esoneri dalla comunicazione di dati e notizie *ex* art. 114, c.6, Tuf	11	2	25	3	*5*	*4*
Ritardi nella comunicazione di dati e notizie *ex* art. 114, c.3, Tuf	–	–	12	20	*4*	*1*
Richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di *rumours*	3	8	18	14	*5*	*4*
Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	--	--	4	--	*5*	*10*
Accertamenti ispettivi nei confronti di società quotate						
iniziati	2	2	2	4	*5*	*5*
conclusi	2	2	2	1	*5*	*7*
Accertamenti ispettivi nei confronti di società di revisione						
iniziati	5	4	3	5	*5*	*9*
conclusi	8	3	4	2	*5*	*6*
Lettere di richiamo	--	--	1	1	--	--
Impugnative di bilancio	4	4	4	3	*2*	*1*

I riflessi della crisi finanziaria sull'economia reale hanno avuto effetti rilevanti sulle società quotate italiane, determinando tensioni e problemi di continuità aziendale che hanno reso necessario un articolato complesso di interventi, anche di carattere generale, sui contenuti dell'informativa contabile e finanziaria resa dagli emittenti.

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

criteri per l'individuazione degli emittenti da assoggettare a tali obblighi, più omogenee e standardizzate le richieste di informativa al pubblico e di meglio precisare le modalità di graduazione degli obblighi stessi.

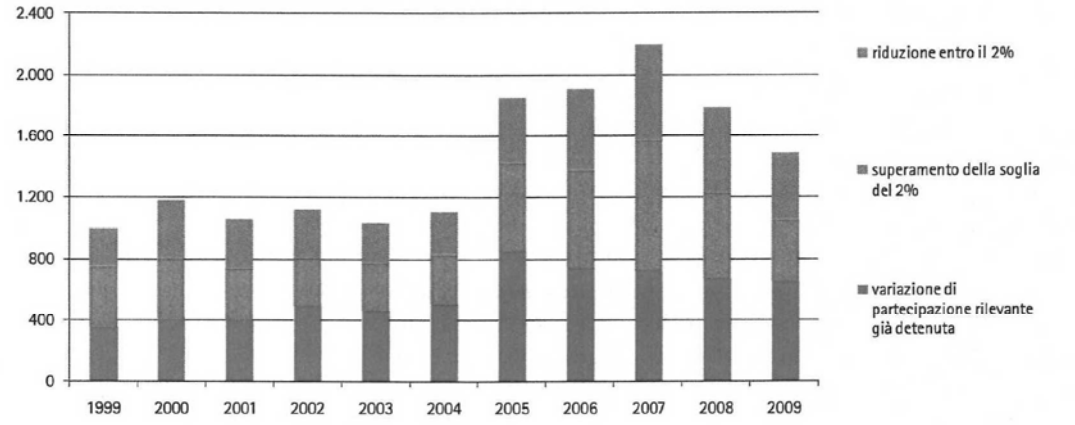
In particolare, l'Istituto ha chiarito che, qualora dal complesso dell'informazione societaria prodotta dall'emittente emerga un superamento non temporaneo delle condizioni di crisi aziendale che avevano costituito il presupposto dell'assoggettamento agli obblighi di informativa con periodicità mensile, 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 a tali soggetti, in concomitanza con le rendicontazioni contabili, la diffusione trimestrale di informazioni atte a illustrare al mercato tale stato di tensione.

Quanto al contenuto delle richieste, quelle mensili vengono limitate, ove applicabili, alla posizione finanziaria netta, con l'evidenziazione delle componenti a breve separatamente da quelle a medio-lungo termine, ai rapporti verso parti correlate e alle posizioni debitorie scadute ripartite per natura e alle connesse eventuali iniziative di reazione dei creditori del gruppo. In sede di rendicontazione trimestrale, invece, si è ritenuto di richiedere informazioni relative a eventuale mancato rispetto dei *covenants* sull'indebitamento, all'approvazione e allo stato di avanzamento di un piano di ristrutturazione del debito, allo stato di implementazione del piano industriale con l'indicazione di eventuali scostamenti. Si è quindi cercato di standardizzare, ove possibile, il contenuto delle richieste, contemperando l'esigenza di garantire al mercato un'adeguata informativa finalizzata a un corretto pricing dei titoli delle società assoggettate a tali obblighi, con quella di tener debito conto della delicatezza delle situazioni di crisi in cui gli emittenti versano.

A fine 2009 risultavano assoggettate a obblighi di comunicazione mensile 19 società quotate italiane e un emittente azioni avente la sede in uno stato extracomunitario (società di diritto statunitense); nel corso dell'anno, inoltre, 20 emittenti sono stati sottoposti a obblighi di integrazione dell'informativa resa nelle rendicontazioni contabili periodiche, quindi con cadenza trimestrale. Per garantire un'adeguata trasparenza ai meccanismi di selezione delle società assoggettate a obblighi informativi mensili o trimestrali, sul sito internet della Consob è stato pubblicato l'elenco di tali emittenti.

È inoltre proseguito il costante monitoraggio dell'informativa sulle partecipazioni rilevanti, che continua a rappresentare in termini numerici un flusso molto consistente, pur se in flessione rispetto al triennio precedente. Nel 2009 sono state effettuate quasi 1.500 comunicazioni aventi ad oggetto partecipazioni rilevanti (1.787 nel 2008), di cui poco meno di 400 per superamento della soglia del 2 per cento, circa 650 per variazioni di partecipazioni già detenute e oltre 400 per riduzioni sotto la soglia del 2 per cento (Fig. 69).

Fig. 69 Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane



La Consob ha continuato la sua attività di vigilanza sull'informativa resa in occasione di operazioni con parti correlate delle società quotate esaminando, nel corso del 2009, 14 documenti informativi (Tav. 18) e 18 comunicati stampa elaborati in occasione del compimento di operazioni di tale natura (Tav. 19).

Tav. 18 Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2008 da società quotate – documenti informativi

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Eurofly	Aumento di capitale in natura	Fra società quotata e azionista di riferimento
Beghelli	Stipula di un general contractor agreement	Fra società quotata e società partecipata da amministratori della società quotata
FNM	Contratto di affitto di ramo d'azienda	Fra l'emittente e società soggetta al controllo congiunto anche dell'emittente
Tiscali	Accollo di debiti	Fra società quotata e società controllata
IWBank	Fusione di società	Fra società controllate da società quotata
Mariella Burani Fashion Group	Conferimento in natura di azioni	Fra società quotata e società interamente controllata
Nova re	Acquisto di complesso immobiliare	Fra società sottoposte al comune controllo
Omnia Network	Rinuncia di crediti e sottoscrizione di aumenti di capitale	Fra società quotata e società controllate
RDB	Acquisizione di partecipazione in società	Fra società quotata e società controllata
Yorkville	Sottoscrizione di contratto SEDA e di contratto di consulenza	Fra società quotata e soggetto controllante
IWBank	Aumento di capitale	Fra società quotata e società controllata
Banca Intermobiliare	Acquisizione di partecipazione di controllo	Fra società quotata e società partecipata da amministratori della società quotata
IWBank	Cessione di partecipazione	Fra società quotata e società controllata
IWBank	Cessione di partecipazione	Fra società controllate da società quotata

Tav. 19 Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2008 da società quotate – comunicati stampa

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Sadi Servizi Industriali	Conferimento di un ramo d'azienda	Fra la società quotata e altra società controllata dalla società quotata
Gabetti Property Solutions	Cessione di una partecipazione	Fra la società quotata e un azionista rilevante della società quotata
Mittel	Acquisto della partecipazione in una società	Fra la società quotata e una società controllata da un amministratore
Unipol Gruppo Finanziario	Acquisto della partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Dada	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Kinexia	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Ternienergia	Stipula di un contratto di appalto	Fra la società quotata e altra società controllata dalla società quotata
IMA	Cessione di un immobile	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Autostrada Torino-Milano	Acquisto della partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Arena	Acquisto della partecipazione in una società	Fra la società quotata e una società che rappresenta uno dei principali fornitori della società quotata
Unipol Gruppo Finanziario	Subentro nell'emissione di un debito obbligazionario	Fra la società quotata e altra società controllata dalla società quotata
Atlantia	Prestazione di garanzia per un prestito obbligazionario	Fra la società quotata e altra società controllata dalla società quotata
Cattolica Assicurazioni	Acquisto di un ramo di azienda	Fra la società quotata e altra società controllata dalla società quotata
Unipol Gruppo Finanziario	Emissione di un prestito obbligazionario	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Banca Generali	Fusione di due società controllate	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Yorkville bhn	Contratto di consulenza	Fra la società quotata e altre società controllate dall'azionista di controllo della società quotata
Trevisan Cometal	Cessione di una partecipazione Stipula di un contratto di finanziamento e di contratti di licenza	Fra la società quotata e altre società controllate dalla società quotata
Autogrill	Fusione per incorporazione di una società controllata	Fra la società quotata e altra società controllata dalla società quotata

Le operazioni con parti correlate hanno riguardato prevalentemente fusioni, conferimenti o affitti di rami d'azienda, cessioni o acquisti di partecipazioni azionarie, stipula di contratti e aumenti di capitale. Tenuto conto della rilevanza delle operazioni, la Commissione ha richiesto, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del Tuf, di informare il mercato in merito ad aspetti relativi al contributo di eventuali esperti indipendenti; ai rischi connessi ai potenziali conflitti di interessi delle parti correlate coinvolte nelle operazioni; alla portata degli interessi di tali parti nelle operazioni; alle ragioni e alla convenienza economica delle operazioni; alle modalità con le quali è stato assicurato il coinvolgimento degli amministratori indipendenti.

Il 1° febbraio 2009 la Commissione ha effettuato l'aggiornamento dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

A tale data gli emittenti strumenti finanziari diffusi erano 90 (contro 91 al precedente aggiornamento all'1.7.2008); 4 emittenti sono stati esclusi dall'elenco (2 a seguito di fusioni e 2 per il venire meno dei requisiti) e 3 soggetti sono stati inseriti (tra i quali Alitalia – Linee Aeree Italiane Spa, in amministrazione straordinaria, le cui azioni hanno assunto lo *status* di strumenti finanziari diffusi dopo la relativa revoca dall'Mta). La vigilanza su tali emittenti ha riguardato la verifica della completezza e correttezza dell'informativa societaria, con particolare riferimento alla documentazione contabile e a quella predisposta in occasione di operazioni straordinarie.

2 Le operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio e di finanza straordinaria

Nel corso del 2009 la Commissione ha autorizzato la pubblicazione di oltre 1.200 prospetti informativi, di cui oltre 300 relativi a Oicr, e ha esaminato circa 150 relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria di emittenti quotati (Tav. 20).

I prospetti approvati dalla Consob hanno rappresentato, negli ultimi 3 anni, una quota pari all'80 per cento circa del totale dei prospetti utilizzati per la commercializzazione in Italia degli strumenti finanziari coperti dalla Direttiva Prospetto 2003/71/CE (azioni, obbligazioni, *warrant*, *covered warrant* e *certificates*), il rimanente 20 per cento circa essendo rappresentato da prospetti che beneficiano del cosiddetto "passaporto europeo", ai sensi della citata direttiva, notificati alla Commissione da Autorità di altri paesi europei.

I dati di confronto internazionale per il triennio 2007-2009, pubblicati dal Cesr, indicano che i prospetti approvati in Italia non sono mai utilizzati per la commercializzazione di strumenti finanziari in altri paesi europei, similmente a quanto accade in Francia e Spagna. Circa la metà dei prospetti approvati dall'Autorità del Regno Unito e circa 2/3 di quelli approvati dall'Autorità tedesca sono invece trasmessi ad altre Autorità utilizzando il regime del passaporto europeo; peraltro, in tali paesi la quota dei prospetti notificati da altre Autorità sul totale dei prospetti utilizzati per la commercializzazione di strumenti finanziari è mediamente più elevata rispetto a quella rilevata per l'Italia, oscillando fra il 30 e il 40 per cento (Fig. 70).

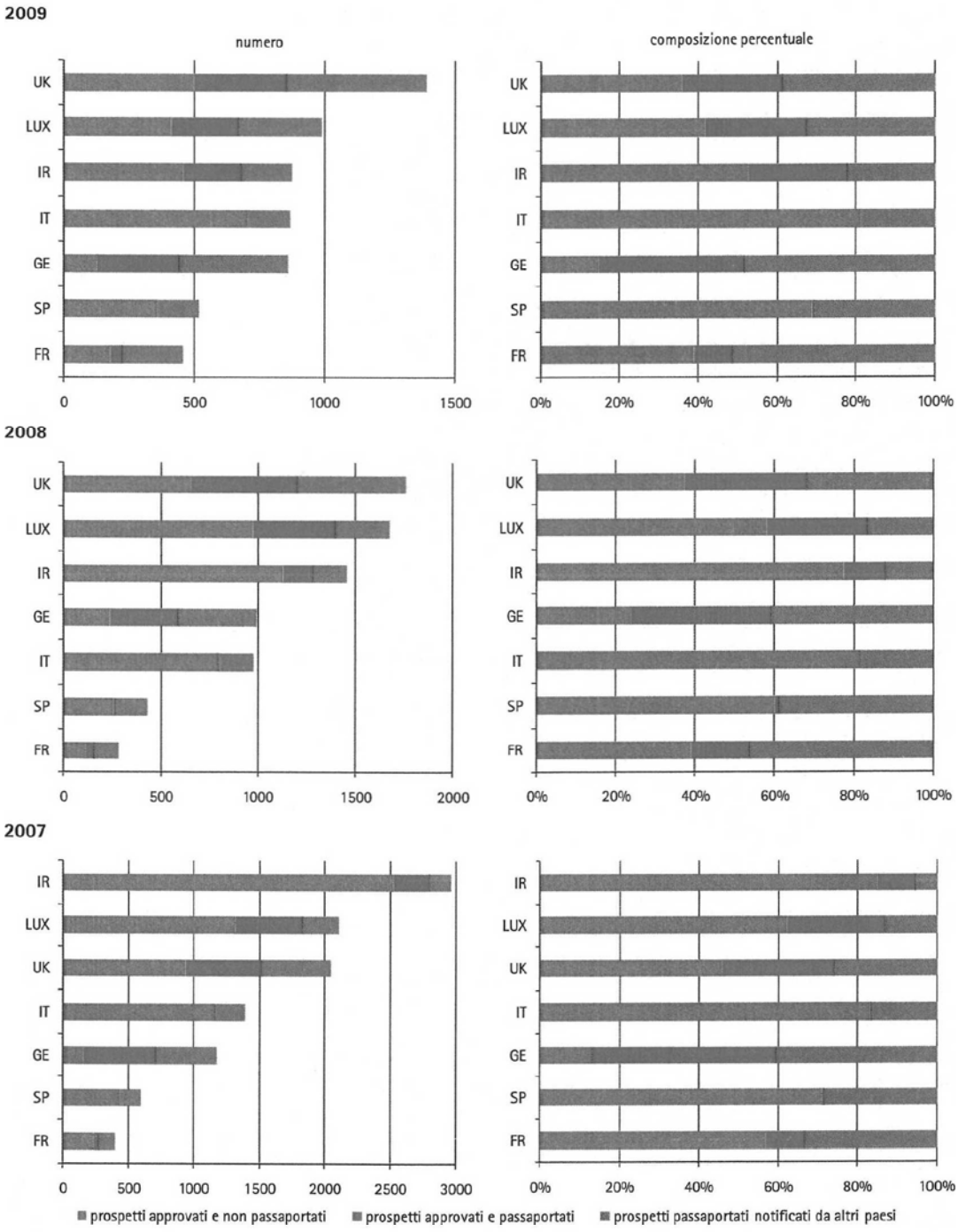
Nel 2009 a causa dell'andamento negativo dei mercati finanziari, si è praticamente azzerato il flusso delle nuove quotazioni su mercati regolamentati, mentre è rimasto molto elevato, sebbene in flessione rispetto al 2008, il numero di prospetti relativi a titoli obbligazionari e prodotti strutturati quali *certificates* e *covered warrant* (si veda oltre in questo paragrafo per un'analisi più dettagliata di tale fenomeno).

Tav. 20 Vigilanza in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria

Tipologia	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Numero di prospetti informativi relativi a:						
Ammissione a quotazione di titoli azionari[1]	8	19	36	38	17	6
di cui tramite offerta	*8*	*15*	*26*	*27*	*9*	*1*
Prestiti obbligazionari	4	18	711	1.163	986	748
di cui: prospetti base	–	–	*535*	*870*	*639*	*472*
prospetti informativi	–	–	*143*	*115*	*45*	*36*
documenti di registrazione e supplementi	–	–	*33*	*178*	*302*	*240*
Emissione di covered warrant[3] e certificates	17	37	32	109	99	102
Ammissione a quotazione di warrant	--	10	1	3	2	10
Altre offerte relative a titoli quotati[4]	1	2	--	--	--	--
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani[5]	5	7	6	18	23	28
Offerte ai dipendenti[6]	28	26	--	--	--	--
Offerte in opzione ai soci[7]	2	5	23	14	16	23
Oicr[8]	374	374	397	422	428	337
Totale	*439*	*498*	*1.205*	*1.767*	*1.571*	*1.254*
Numero di relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria:						
Fusioni	34	30	31	15	10	12
Scissioni	5	3	--	1	2	2
Aumenti di capitale sociale[9]	68	47	49	33	29	51
Acquisto/alienazione azioni proprie	90	91	44	41	79	15
Modifiche statutarie	302	79	63	101	69	68
Conversione azioni	4	4	1	2	--	--
Emissioni obbligazioni	7	6	2	2	3	--
Riduzione capitale sociale	14	8	4	3	5	6
Totale[10]	*524*	*268*	*194*	*198*	*197*	*154*

[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 warrant*. [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. Il dato include anche le commercializzazioni di nuovi comparti di Oicr esteri armonizzati. Si segnala che a partire dall'1.7.2009 la pubblicazione di prospetti di Oicr italiani aperti non è più soggetta ad autorizzazione preventiva. 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 ad 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.

Fig. 70 Utilizzo del passaporto ai sensi della Direttiva prospetto (2003/71/CE) in alcuni paesi europei



Fonte: elaborazioni su dati Cesr.

La Consob ha approvato complessivamente 38 prospetti relativi a emittenti quotati (6 ammissioni a quotazione di azioni, 23 aumenti di capitale in opzione e 9 prestiti obbligazionari) e 29 relativi a emittenti non quotati (riguardanti, rispettivamente, 9 emittenti diffusi, 15 costituende banche e 5 società non quotate né diffuse).

La Commissione ha autorizzato la pubblicazione del prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione di azioni ordinarie emesse da Yoox finalizzata all'ammissione alla quotazione sull'Mta. Una peculiarità di tale operazione è stata rappresentata dalla circostanza per cui alcuni *manager* e dipendenti vendevano azioni prese a prestito dall'amministratore delegato dell'emittente. Il Regolamento Emittenti prevede che, ai fini dell'offerta rivolta al pubblico, gli azionisti venditori abbiano la titolarità e la piena disponibilità delle azioni offerte prima dell'avvio dell'offerta stessa. Pertanto, le azioni oggetto del prestito titoli sono state destinate esclusivamente al collocamento istituzionale (non assoggettato alla disciplina in tema di offerta al pubblico). Inoltre, in caso di attivazione della clausola di *claw-back*, ossia della clausola che permette di modificare la struttura di una offerta di titoli in sede di collocamento sulla base della domanda effettivamente pervenuta nelle singole *tranche*, è stato previsto che gli strumenti finanziari oggetto del prestito non sarebbero confluiti dalla *tranche* destinata al collocamento istituzionale a quella rivolta al pubblico, in quanto, all'atto dell'operazione, i soggetti venditori non avrebbero avuto la richiesta titolarità e piena disponibilità delle azioni medesime.

Di particolare interesse è il prospetto informativo relativo all'offerta in opzione agli azionisti di azioni ordinarie Serfina Banca. In considerazione dell'ampia base azionaria della banca e delle modalità con le quali la stessa era stata raggiunta, è stato richiesto alla società di descrivere nel prospetto i fatti che avevano determinato la diffusione dell'azionariato, la normativa di volta in volta in vigore che disciplinava la qualifica di emittente titoli diffusi e le considerazioni in merito al possesso di tale qualifica. In un fattore di rischio la società ha precisato, inoltre, che le condizioni per qualificare Banca Serfina come emittente diffuso si erano perfezionate già in occasione dell'aumento di capitale del 2002, ma che in quell'occasione, ritenendo erroneamente a essa non applicabile tale disciplina, la società non aveva effettuato le dovute comunicazioni e non aveva, conseguentemente, adempiuto agli obblighi informativi prescritti per gli emittenti diffusi. Successivamente, però, la disciplina in materia era mutata e la banca riteneva di non rientrare più nella nuova nozione di emittente diffuso. Nel fattore di rischio sono state evidenziate le conseguenze di un'eventuale non condivisione da parte della Consob o dell'Autorità Giudiziaria dell'interpretazione della disciplina in tema di emittenti diffusi data dalla società e delle eventuali sanzioni per violazione di norme in tema di emittenti diffusi.

Nel corso del 2009 la Commissione ha approvato anche 2 documenti di registrazione. Ai sensi della Direttiva 2003/71/CE, l'emittente può scegliere di redigere il prospetto informativo nella forma di un unico documento o di documenti distinti. In tale ultimo caso, le informazioni richieste sono

suddivise in un documento di registrazione, che contiene le informazioni sull'emittente, una nota informativa, relativa agli strumenti finanziari offerti al pubblico, e una nota di sintesi.

Un documento di registrazione è stato redatto da Cell Therapeutics Inc, emittente di diritto statunitense, le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni al Nasdaq e sull'Mta. Tale società opera nel campo dello sviluppo, dell'acquisizione e della commercializzazione di nuovi trattamenti antitumorali. Nel documento di registrazione è stato evidenziato sia l'elevato livello di indebitamento finanziario dell'emittente, parzialmente ridottosi nel corso del 2009, sia la circostanza per cui la società *non commercializza* alcun farmaco antitumorale e, pertanto, non riceve proventi tali da poter ripagare l'indebitamento o i relativi interessi. È stato altresì evidenziato che le prospettive dell'emittente dipendono in buona parte dal ricevimento dell'autorizzazione, da parte delle competenti autorità statunitensi ed europee, alla commercializzazione in USA e in Europa dei propri prodotti antitumorali. Infine, nel documento è stato precisato che l'emittente prevede che le disponibilità liquide correnti non siano sufficienti a finanziare la propria operatività nel corso del 2010 e che, di conseguenza, dovranno essere raccolti fondi supplementari tramite emissione di azioni e di obbligazioni.

Una particolare attenzione è stata rivolta alle offerte lanciate da emittenti non quotati.

Nel caso del Banco Emiliano Romagnolo, le azioni dell'emittente non erano ammesse a negoziazione in mercati regolamentati né oggetto di scambio nell'ambito dei sistemi multilaterali di negoziazione o da internalizzatori sistematici. Neppure le azioni di nuova emissione rivenienti dall'aumento di capitale in opzione sarebbero state ammesse alle negoziazioni su un mercato regolamentato o su altre sedi di negoziazione disciplinate dalla MiFID. Si trattava, pertanto, di titoli *illiquidi*. Al fine di agevolare le valutazioni sull'investimento in azioni della società in questione, è stata richiesta l'indicazione nel prospetto dell'utile per azione e del moltiplicatore *price/earning*, calcolati sulla base del prezzo d'offerta, e il confronto con il valore medio di tale moltiplicatore per le offerte pubbliche di azioni eseguite nei precedenti 6 mesi da altre banche. In un apposito fattore di rischio, inoltre, è stato riportato l'indicatore *price/earning* della banca negli ultimi 3 esercizi e al 30 giugno 2008, evidenziando il segno negativo di quest'ultimo e sottolineando la rischiosità connessa a una forte variabilità della redditività storica.

Nel corso del 2009 è stato approvato un prospetto di offerta al pubblico di azioni di Banca Etica, società cooperativa per azioni avente natura di banca popolare, che ha lanciato un piano di capitalizzazione straordinario volto a sostenere finanziariamente le strategie di sviluppo sia in termini di prodotti e servizi offerti, sia in termini di espansione territoriale. Trattandosi di società a capitale variabile, l'offerta è stata rivolta sia a nuovi soci che a quelli già esistenti all'interno della compagine sociale. L'emittente avrebbe proceduto a emettere le azioni oggetto dell'offerta in virtù di delibere assunte dal consiglio di amministrazione chiamato, di volta in volta, a esprimere il proprio gradimento sull'ammissione dei nuovi soci e a fissare l'ammontare delle nuove azioni in base alle richieste pervenute anche dai soci

esistenti che intendevano aumentare la propria partecipazione. La durata dell'operazione è stata prevista in 12 mesi e articolata in 13 periodi di offerta, con le azioni emesse alla fine di ciascun periodo. Nel prospetto informativo è stata richiesta una completa informativa in merito ai tempi connessi alla messa a disposizione delle azioni, alla conseguente durata del vincolo di indisponibilità sulle somme destinate al pagamento delle azioni e all'effetto dell'eventuale esercizio del diritto di revoca *ex* art. 95-*bis* del Tuf sulle somme versate.

Nel corso del 2009 si sono avute diverse operazioni di aumento di capitale di società quotate. In molti casi gli aumenti sono stati finalizzati a fronteggiare situazioni di tensione finanziaria o di vera e propria crisi, con riduzioni di capitale al di sotto del minimo legale e conseguente necessità di ricapitalizzazione.

La società Everel Group ha lanciato un aumento di capitale a seguito dell'azzeramento del proprio capitale sociale *ex* art. 2447 c.c.. Contestualmente all'assunzione della delibera di aumento di capitale, il socio di maggioranza ha sottoscritto la quota di propria spettanza mediante conversione di un proprio credito e si è impegnato a sottoscrivere ulteriori azioni, eventualmente rimaste inoptate, per un importo di 7,4 milioni di euro. Il prezzo d'offerta, così come determinato dal consiglio di amministrazione della società, risultava significativamente superiore all'ultimo prezzo ufficiale di mercato registrato dalle azioni della società. Nei fattori di rischio è stato, quindi, precisato che il criterio di fissazione del prezzo era svincolato da qualsivoglia riferimento a valori patrimoniali della società e/o a prezzi di negoziazione sull'Mta delle azioni. Tale prezzo rifletteva, infatti, soltanto l'esigenza di ripianare le perdite accumulate e quelle ulteriori attese per i mesi successivi alla delibera di aumento di capitale. Nel prospetto è stato, inoltre, fatto evidenziare fino a quale data la società fosse in grado di far fronte alle proprie esigenze finanziarie in assenza delle disponibilità rivenienti dall'aumento di capitale, quale fosse l'ulteriore fabbisogno per i successivi 12 mesi, e la composizione delle relative voci, nonché l'ammontare delle risorse rivenienti dall'aumento di capitale che risultavano idonee a soddisfare tale fabbisogno.

Un'ulteriore operazione di aumento di capitale finalizzata a sostenere la ristrutturazione finanziaria di una società quotata è quella che ha riguardato Tiscali Spa. La società, dopo aver acquisito 2 società nel biennio 2006-2007 e aver ceduto le controllate spagnola, olandese, tedesca e ceca, ha dovuto affrontare notevoli difficoltà, legate all'andamento congiunturale. Tali circostanze hanno comportato perdite operative e svalutazioni straordinarie per importi significativi nonché una riduzione dei flussi di cassa attesi, deteriorando le condizioni di economicità della gestione e determinando l'insorgere di una situazione di tensione finanziaria. Per fronteggiare tale situazione Tiscali ha avviato una complessa operazione di ripatrimonializzazione e di ristrutturazione dell'indebitamento, nell'ambito della quale rientrano aumenti di capitale, riscadenzamenti del debito, riduzioni dell'esposizione debitoria nei confronti delle banche e di alcuni azionisti. A tal fine, la società ha ceduto la partecipazione detenuta in una società controllata inglese, impiegando il ricavato di tale cessione principalmente per il rimborso di una parte

dell'indebitamento. La particolarità dell'operazione consisteva nel fatto che proprio la contabilizzazione della stessa determinava una situazione di patrimonio netto negativo. Nel prospetto sono state fatte evidenziare le considerazioni della società in merito alla insussistenza, nel caso di specie, di una situazione ex art. 2447 c.c.. Una situazione del genere avrebbe comportato, nel tempo intercorrente tra la perdita integrale del capitale e l'esecuzione effettiva dell'aumento di capitale oggetto del prospetto, lo stato di scioglimento e di liquidazione della società stessa. Al contrario, Tiscali ha precisato di ritenere la cessione della partecipazione e la delibera di aumento di capitale come parti di un progetto più ampio, idoneo a produrre effetti economici più rilevanti e tranquillizzanti di una delibera ex art. 2447 c.c.. Tale progetto, infatti, prevedeva impegni degli istituti finanziari a garantire anche l'eventuale quota di aumento non sottoscritta dal mercato nonché impegni di sottoscrizione degli stessi azionisti dell'emittente. Tali impegni, al contrario, non sono affatto previsti nella fattispecie delineata dall'art. 2447 c.c..

Tra le operazioni straordinarie che hanno interessato il comparto bancario spiccano, per controvalore dell'operazione, quelle eseguite da Unicredit e Banca Italease.

Unicredit ha varato nel 2008 un articolato piano di rafforzamento patrimoniale, che prevedeva, tra l'altro, un aumento di capitale in opzione per un controvalore massimo di 3 miliardi di euro, il cui buon esito veniva garantito mediante la sottoscrizione delle azioni inoptate da parte di Mediobanca, garanzia concretamente attivatasi nel corso del 2009. In particolare, le azioni dell'emittente in tal modo sottoscritte da Mediobanca sarebbero state poste al servizio di un'emissione di strumenti perpetui *equity-linked*, emessi da un soggetto terzo, convertibili in azioni Unicredit. Nel prospetto è stata descritta la struttura della garanzia di sottoscrizione dell'inoptato fornita da Mediobanca, tenuto conto che al pubblico indistinto era preclusa la sottoscrizione degli strumenti perpetui e che la possibilità che l'aumento di capitale andasse deserto era particolarmente elevata. Il prezzo di offerta, infatti, si confrontava con un prezzo di mercato significativamente inferiore. Nel prospetto è stato altresì evidenziato che l'impegno di garanzia da parte di Mediobanca sarebbe stato automaticamente ridotto in caso di recesso o inadempimento dell'impegno a sottoscrivere gli strumenti perpetui da parte degli investitori istituzionali, impegni che erano garantiti anche da garanzie collaterali. Unicredit si è riservata contrattualmente il diritto di usufrutto sulle azioni sottoscritte da Mediobanca, con relativa sospensione del diritto di voto. Con la costituzione di tale diritto, Unicredit si è assicurata, tra l'altro, che l'emissione di nuove azioni non avrebbe avuto un effetto diluitivo sul diritto di voto in capo agli attuali azionisti, almeno fino alla conversione degli strumenti perpetui.

Per quanto riguarda Banca Italease, nel primo semestre del 2009, a causa del deteriorarsi della propria posizione economico-patrimoniale è stato predisposto un progetto di riorganizzazione concordato fra gli azionisti rilevanti (Banco Popolare, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Sondrio e Banca Popolare di Milano). Tale progetto prevedeva sia l'esecuzione di un'offerta pubblica di acquisto da parte dell'azionista Banco Popolare, che avrebbe portato l'offerente a detenere, a

esito dell'offerta, l'88 per cento del capitale sociale dell'emittente, sia la realizzazione di un aumento di capitale in opzione. Tale aumento, per un controvalore massimo di 1,2 miliardi di euro, sarebbe stato destinato sia alla copertura di perdite riportate dagli esercizi precedenti, a causa delle quali la stessa società versava in una situazione *ex* art. 2446 c.c., sia al rafforzamento patrimoniale, atteso che i *ratios* prudenziali erano a un livello significativamente inferiore a quelli minimi previsti. Nell'ambito del progetto di riorganizzazione era prevista, altresì, la costituzione di due *newco*, alle quali conferire parte dei crediti detenuti dal gruppo con lo scopo di ridurre le attività di rischio e liberare risorse patrimoniali. Il prospetto informativo, riportando informazioni in merito a tali operazioni di scissione e di conferimento di rami d'azienda, intervenute con parti correlate, è stato utilizzato dall'emittente anche ai fini di adempiere agli obblighi informativi previsti dagli artt. 70 e 71-*bis* del Regolamento Emittenti in tema di documenti informativi.

Nel corso del 2009 la Consob ha formulato 2 giudizi di equivalenza ai sensi dell'art. 57 del Regolamento Emittenti. In questi casi, i documenti pubblicati sulla base delle disposizioni in tema di informativa societaria vengono utilizzati per ottenere l'esenzione dalla pubblicazione del prospetto informativo e/o di quotazione.

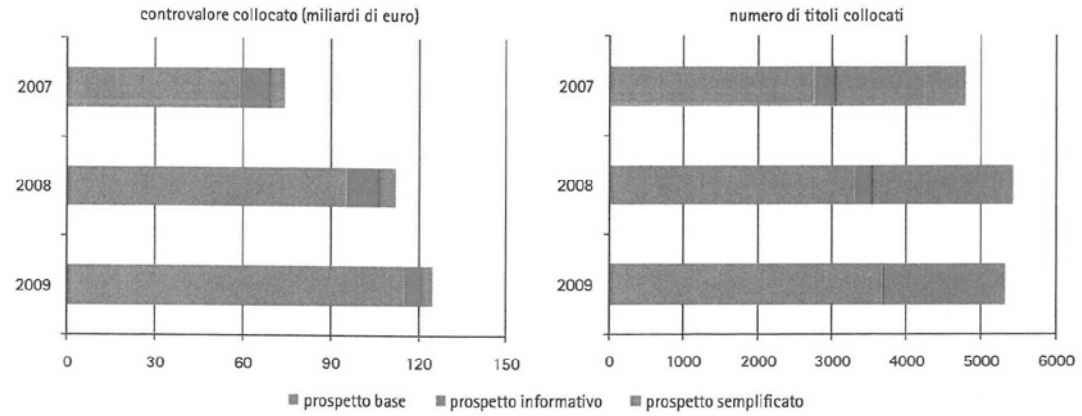
Uno dei giudizi di equivalenza ha riguardato il documento informativo predisposto per la fusione per incorporazione di Ifil in Ifi, che ha assunto la denominazione di Exor, integrato con alcune informazioni aggiuntive oggetto anche di richieste da parte della Consob. Prima della fusione, soltanto le azioni privilegiate dell'incorporante Ifi erano ammesse alle negoziazioni sull'Mta. La fusione ha, quindi, comportato l'emissione da parte di Ifi di nuove azioni ordinarie e di risparmio da assegnare agli azionisti di Ifil. La peculiarità della fattispecie era rappresentata dalla circostanza che il documento di equivalenza veniva utilizzato in luogo del prospetto non soltanto per la quotazione delle azioni ordinarie Exor assegnate in concambio agli azionisti ordinari Ifil, ma anche per quelle assegnate alla Giovanni Agnelli Sapaz, titolare del 100 per cento delle originarie azioni ordinarie Ifi non quotate. Ai sensi dell'art. 57, comma 1, lett. *d)*, del Regolamento Emittenti, infatti, il prospetto di quotazione può essere sostituito da un documento equivalente in caso di valori mobiliari da assegnare in occasione di una fusione. In effetti, anche alla Giovanni Agnelli Sapaz sono state assegnate azioni diverse da quelle da essa possedute (e precisamente azioni Exor quotate in luogo di azioni Ifi non quotate) e l'occasione in cui tale assegnazione è avvenuta è pur sempre la fusione Ifi-Ifil. La Direttiva 2003/71/CE, così come interpretata dal Cesr, fa riferimento, peraltro, ai fini dell'esenzione dalla pubblicazione del prospetto di quotazione, a ogni tipo di fusione. Pertanto, la scelta delle società coinvolte nell'operazione di utilizzare la forma della fusione per incorporazione di Ifil in Ifi, in luogo di quella della fusione per unione (in cui le azioni della nuova società Exor sarebbero state attribuite in concambio a tutti gli azionisti delle società fuse Ifi e Ifil e quindi anche alla Giovanni Agnelli Sapaz), non può rappresentare elemento di discriminazione ai fini dell'esenzione.

Nel corso dell'anno è proseguita l'attività di controllo sui prospetti di titoli non rappresentativi di capitale di rischio, riconducibili in larga misura a

collocamenti di obbligazioni bancarie presso la clientela *retail*. Relativamente a tali emittenti, la Consob ha approvato 737 documenti di offerta relativi a prestiti obbligazionari, di cui 471 prospetti base, 27 prospetti informativi e 239 documenti di registrazione e supplementi. Come accaduto negli anni precedenti, oltre il 90 per cento delle risorse raccolte è riconducibile a operazioni assistite dal prospetto base; il prospetto semplificato è utilizzato da banche di piccole dimensioni, sebbene il numero di titoli collocati sulla base di tale documentazione sia significativo.

Nel 2009 le banche hanno collocato presso la clientela *retail* obbligazioni per oltre 120 miliardi di euro, contro i circa 112 miliardi nel 2008 (+7 per cento circa), mentre il numero complessivo di titoli collocati è rimasto tendenzialmente stabile (in media 5.000 titoli all'anno nel triennio 2007-2009) (Fig. 71).

Fig. 71 Emissioni di obbligazioni di banche italiane soggette alla disciplina della sollecitazione



Fonte: prospetti informativi e segnalazioni statistiche di vigilanza.

Nel corso del 2009 la Consob ha proseguito i lavori funzionali a migliorare l'informativa da prospetto per i prodotti *non-equity*, con particolare riguardo alle offerte di obbligazioni bancarie e *corporate* con particolari elementi di complessità legati alla presenza di componenti derivative o clausole di subordinazione. Nell'ambito di circa 30 istruttorie, al fine di offrire agli investitori un'informativa adeguata sui rischi dell'investimento necessaria per pervenire a un fondato giudizio sull'offerta e a un confronto tra proposte d'investimento differenti, è stato richiesto l'inserimento nel prospetto di una scheda sintetica sulle caratteristiche di rischio del prodotto, contenente tra l'altro 2 tabelle: una riferita al valore teorico dell'investimento finanziario al momento della sottoscrizione e una alla rappresentazione a scadenza di tale valore attraverso scenari probabilistici.

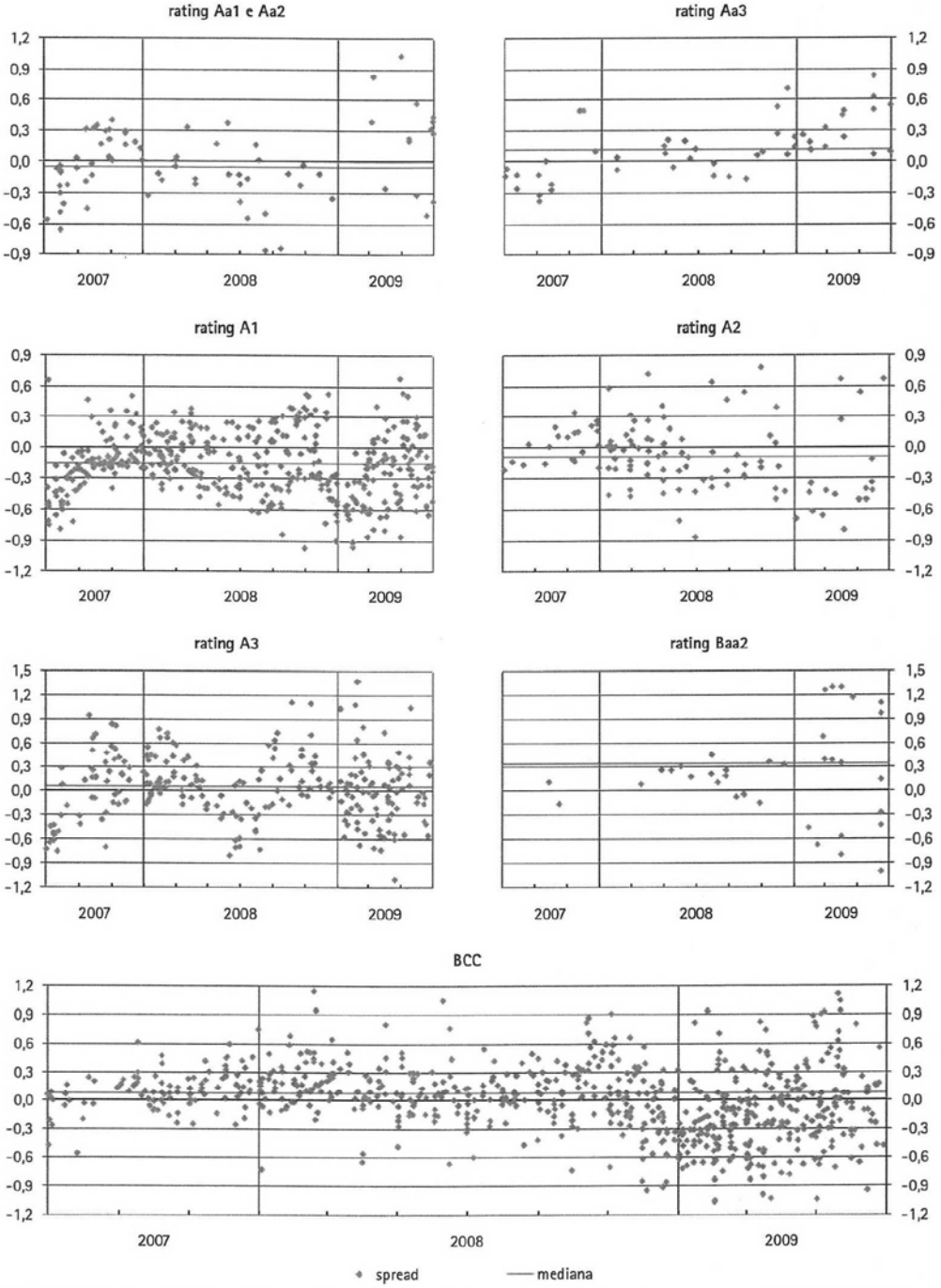
Le 2 tabelle sono caratterizzate da una coerenza intrinseca resa dalla circostanza che il valore teorico riportato nella tabella dell'investimento finanziario viene determinato come media della distribuzione di probabilità dei possibili valori riportati sinteticamente nella seconda tabella, opportunamente scontati per tener conto del valore finanziario del tempo. Tale tabelle consentono un'agevole e sintetica rappresentazione sia dei rischi di mercato che del rischio emittente di prodotti particolarmente complessi e sofisticati.

Questo approccio è stato utilizzato anche in occasione di offerte pubbliche di scambio e offerte pubbliche di acquisto che coinvolgevano strumenti finanziari caratterizzati da articolate forme di ingegneria finanziaria. In tali casi, in cui all'investitore viene offerta la possibilità di sostituire un titolo precedentemente acquistato con un nuovo strumento finanziario, la documentazione d'offerta è stata integrata, tra l'altro, con una tabella rappresentativa degli scenari probabilistici rivenienti dal confronto tra i rendimenti potenziali offerti dallo strumento di nuova costituzione e quelli associati al titolo correntemente detenuto dall'investitore. Infine, gli offerenti hanno opportunamente esteso tale l'approccio anche al caso delle offerte pubbliche di acquisto, per rappresentare il confronto tra i possibili esiti dell'adesione con i possibili esiti della mancata adesione all'offerta.

L'analisi dei prospetti e delle condizioni definitive delle obbligazioni bancarie più semplici e maggiormente diffuse fra gli investitori non professionali – quali le obbligazioni ordinarie a tasso fisso e quelle a tasso variabile – evidenzia come i rendimenti di tali strumenti siano spesso inferiori ai tassi dei titoli di Stato o al tasso interbancario a breve scadenza (Euribor). In particolare, i dati sulle obbligazioni emesse nel periodo 1/7/2007-30/6/2009 dai primi 15 gruppi bancari (per controvalore complessivo di obbligazioni collocate nel periodo stesso) e dalle banche di credito cooperativo (Bcc) evidenziano che i rendimenti dei titoli collocati presso la clientela *retail* sono in media allineati a quelli dei Btp o dell'Euribor e poco correlati con il rischio emittente misurato sulla base del rating (Fig. 72 e Fig. 73).

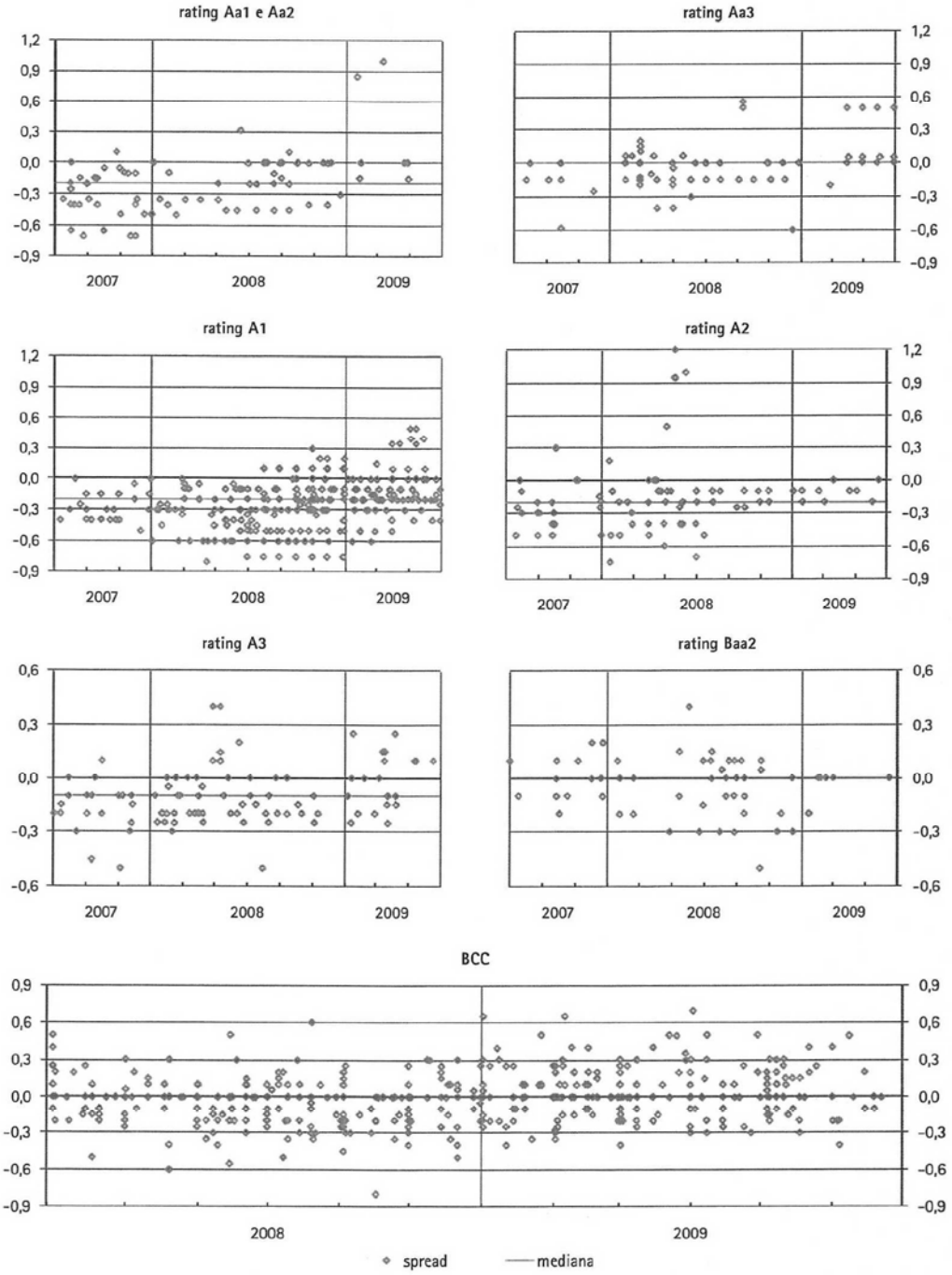
Le obbligazioni ordinarie a tasso fisso di banche con rating Moody's Aa1 e Aa2 (cioè con merito di credito superiore o pari a quello della Repubblica Italiana, il cui rating Moody's è Aa2) hanno uno *spread* mediano rispetto ai Btp leggermente inferiore allo zero; tale *spread* si attesta, invece, attorno a 10 punti base per le obbligazioni di banche con rating Aa3; risulta negativo per circa 15 punti base per le banche con rating A1 e torna su valori vicini allo zero per le banche con rating A2 e A3. Quest'ultimo dato vale in larga misura anche per le emissioni delle Bcc. Solo per le banche con rating Baa2 lo *spread* mediano rispetto ai Btp è sensibilmente superiore allo zero (circa 30 punti base).

Fig. 72 *Spread* fra i rendimenti a scadenza delle obbligazioni ordinarie con cedole pre-determinate (ordinarie a tasso fisso e *step up* e *down*) e quelli dei Btp con vita residua simile in funzione del rischio emittente
(emissioni domestiche destinate al *retail* nel periodo 1/7/07 – 30/6/09 – valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su prospetti informativi e condizioni definitive. Dati relativi alle obbligazioni emesse nel periodo 1/7/2007-30/6/2009 dai primi 15 gruppi bancari per controvalore di obbligazioni collocate nel periodo stesso e delle banche di credito cooperativo (BCC).

Fig. 73 *Spread* sull'Euribor delle obbligazioni ordinarie a tasso variabile in funzione del rischio emittente
(emissioni domestiche destinate al *retail* nel periodo 1/7/07 – 30/6/09 – valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su prospetti informativi e condizioni definitive. Dati relativi alle obbligazioni emesse nel periodo 1/7/2007-30/6/2009 dai primi 15 gruppi bancari per controvalore di obbligazioni collocate nel periodo stesso e delle banche di credito cooperativo (BCC).

Per le obbligazioni ordinarie a tasso variabile con merito di credito simile o superiore a quello della Repubblica Italiana (Aa1 e Aa2) lo *spread* mediano rispetto all'Euribor è negativo per circa 20 punti base, mentre è pari a zero per le obbligazioni con rating Aa3; per le obbligazioni con rating inferiore (A1 e A2) tale spread si colloca su un valore negativo di circa 20 punti base, mentre per quelle con rating A3 risulta negativo per circa 10 punti base; per i titoli con rating Baa2 e quelli emessi dalle Bcc lo *spread* si attesta a valori vicini allo zero.

3 Gli assetti proprietari e le offerte pubbliche di acquisto

Alcune novità negli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti detenute nel capitale degli emittenti azioni quotate – introdotte a partire dal 1° aprile 2009 con la disciplina secondaria di attuazione delle norme di recepimento della Direttiva 2004/109/CE (*Transparency*) contenute nel Regolamento Emittenti (si veda anche il successivo Capitolo V "*L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali*") – hanno comportato la necessità di alcuni interventi operativi in sede di prima applicazione.

In particolare, le novità di maggiore rilievo riguardano l'introduzione della nuova soglia di rilevanza del 66,6 per cento; l'eliminazione dell'obbligo, in capo al soggetto controllante l'emittente quotato, di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto azioni proprie poste in essere dall'emittente medesimo ovvero da sue controllate; la separazione della trasparenza degli obblighi di comunicazione relativi alle partecipazioni potenziali rispetto a quelle "effettive", con conseguente eliminazione dell'obbligo di aggregazione ai fini del calcolo delle soglie rilevanti.

Le nuove norme regolamentari hanno comportato l'esigenza di calcolare nuovamente le partecipazioni detenute sulla base dei criteri introdotti *ex novo* e l'emersione di partecipazioni potenziali detenute che, secondo i criteri preesistenti, non risultavano rilevanti. Avendo riguardo alle partecipazioni già comunicate, e che sulla base delle nuove norme subivano (o avrebbero potuto subire) variazioni, la Consob, oltre a interagire con i soggetti tenuti agli obblighi, ha provveduto a inviare ai soggetti dichiaranti apposite comunicazioni con le quali si è rammentato l'adempimento degli obblighi informativi connessi con la nuova disciplina. Inoltre si è provveduto, con riferimento ai dubbi applicativi di carattere tecnico, alla pubblicazione sul sito internet dell'Istituto di un'apposita sezione dedicata alle FAQ (domande più frequenti) ricevute in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

Nel corso del 2009 la Commissione ha autorizzato la pubblicazione di 24 documenti di offerta (ascrivibili, rispettivamente, a 18 offerte pubbliche di acquisto, 4 offerte pubbliche di scambio e 2 offerte di acquisto e scambio) di cui 14 relativi ad azioni quotate e 10 a obbligazioni e azioni non quotate (Tav. 21).

Le offerte pubbliche di acquisto, sia obbligatorie che volontarie, sono state tutte finalizzate al *delisting* dei titoli oggetto delle offerte stesse, come espressamente dichiarato dai soggetti offerenti, con ciò confermando il trend già emerso nel 2008. In quasi tutti i casi il *delisting* è stato completato, ovvero risultava in corso a fine 2009 la procedura prevista dagli artt. 108, commi 1 e 2, e 111, comma 1, del Tuf, o la deliberazione di fusione finalizzata al medesimo risultato. Di particolare rilievo è stato il caso di Ipi Spa, oggetto di 2 offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, la prima delle quali è stata promossa dalla Bim, Banca Intermobiliare di investimenti e Gestioni Spa, e la seconda da Ipi Domani Spa. A esito di tale ultima offerta gli strumenti finanziari sono stati revocati dalla quotazione.

Tav. 21 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 2009

	Su azioni quotate			Su obbligazioni e warrant	Su azioni non quotate	*Totale*
	Ordinarie	Risparmio	Privilegiate			
Volontarie	--	--	--	8	2	*10*
Preventive	9	--	--	--	--	*9*
Successive	5	--	--	--	--	*5*
Procedura di *sell-out*	--	--	--	--	--	--
Su azioni proprie	--	--	--	--	--	--
Totole	*14*	--	--	*8*	*2*	*24*
Obbligo/Diritto di acquisto[1]	7	--	--	--	--	*7*

[1]Documenti integrativi finalizzati ad assolvere agli adempimenti informativi connessi all'Obbligo/Diritto di acquisto *ex* artt. 108 e 111 del Tuf.

Nelle more dell'emanazione delle disposizioni di attuazione dell'art. 108 del Tuf (e conseguentemente dell'art. 111), la Commissione ha deliberato in 7 casi procedure volte all'adempimento dell'obbligo di *sell-out* e diritto di *squeeze-out*, differenziando gli obblighi informativi a seconda che il prezzo dell'obbligo/diritto fosse determinato dalla Consob ovvero uguale al prezzo della precedente offerta totalitaria.

Nel corso dell'anno sono stati inoltre esaminati numerosi quesiti relativi all'applicabilità delle esenzioni dall'obbligo di Opa previste dall'art. 106, comma 5, del Tuf. I quesiti hanno riguardato prevalentemente l'esenzione per operazioni di salvataggio di società quotate in crisi. Sono stati inoltre rilasciati 2 pareri concernenti, rispettivamente, gli acquisti infragruppo e gli acquisti "involontari".

Nell'ambito delle risposte ai quesiti aventi ad oggetto l'esenzione in caso di salvataggio, la Consob ha avuto modo di precisare il contenuto di 2 presupposti necessari per la sussistenza dell'esenzione, ossia la presenza di un piano di ristrutturazione del debito e il superamento della soglia Opa tramite aumento di capitale.

Sotto il primo profilo, diversamente da orientamenti assunti in passato, la Commissione ha ritenuto presente il requisito della ristrutturazione del debito anche in ipotesi in cui il salvataggio non è realizzato prevalentemente attraverso accordi con la maggioranza dei creditori che implicano un parziale rinuncia alle pretese creditorie, *in quanto, in uno* dei casi esaminati avente ad oggetto un intermediario bancario, si è preso atto delle particolarità legate alla composizione del passivo che non consentono di ritenere "ristrutturabili" i crediti vantati dalla banca nei confronti dei propri clienti. In un altro caso, pur in assenza di significative modifiche in senso migliorativo delle condizioni creditorie, si è dato rilievo, sulla scia dell'ampia nozione di ristrutturazione del debito fatta propria dalla riforma della Legge Fallimentare (si vedano, in particolare, gli artt. 67, comma 3, lett. *d)*, 160 e 182-*bis* della suddetta legge), alla idoneità del piano di salvataggio a determinare comunque un significativo riequilibrio patrimoniale della società attraverso *vari interventi* (*ricapitalizzazione*, pagamento di debiti, vendita di *assets* e riacquisto dei bond). Un terzo caso di esenzione ha formato oggetto di una delibera ai sensi comma 6 dell'art. 106 del Tuf (per la descrizione della fattispecie si veda il successivo paragrafo).

Sotto il secondo profilo sopra richiamato, la Consob ha ribadito in 2 casi, sulla scia di un precedente pronunciamento, che il presupposto del superamento della soglia rilevante tramite sottoscrizione di un aumento di capitale non è inficiato dalla circostanza che il nuovo azionista della società acquisisca a titolo oneroso dal socio di maggioranza uscente i diritti di opzione per sottoscrivere l'aumento di capitale. Ciò in quanto l'acquisto dei diritti si può porre quale condizione essenziale per garantire a terzi investitori l'ingresso nel capitale della società e *dunque in ultima analisi* la fattibilità dell'operazione di salvataggio. Inoltre, la previsione di un corrispettivo per la cessione dei diritti si pone frequentemente come una condizione necessaria per non pregiudicare le aspettative dei creditori del socio di maggioranza uscente. Allo stesso modo, sempre sotto questo profilo, è stata riconosciuta al nuovo socio di maggioranza la possibilità di effettuare limitati acquisti di azioni dell'emittente dal socio di maggioranza uscente, purché il superamento della soglia rilevante nel capitale dell'emittente avvenga per effetto dell'acquisto delle azioni rivenienti dall'aumento di capitale.

Per ciò che riguarda le esenzioni per operazioni infragruppo, un quesito di particolare rilievo ha riguardato la riorganizzazione dell'azionariato di una società quotata e, in particolare, un'ipotesi di trasferimento delle azioni detenute dagli aderenti al patto parasociale di controllo in una società veicolo dagli stessi partecipata in eguale misura (cosiddetta "societarizzazione" del patto). In merito, la Consob ha riconosciuto l'insussistenza dell'esenzione dall'obbligo di Opa prevista dall'art. 106, comma 5, lett. *b)*, del Tuf e 49, comma 1, lett. *c)*, del Regolamento Emittenti (esenzione per operazioni infragruppo) in quanto la frapposizione di un veicolo societario ai fini dell'esercizio del controllo da parte di più soggetti aderenti a un patto parasociale non risulta neutra sotto il profilo degli assetti proprietari della società quotata nella misura in cui rafforza il vincolo tra i soci e riduce la contendibilità (rendendo non operativo il meccanismo di recesso dal patto in caso di Opa previsto dall'art. 123 del Tuf). Ciò anche qualora lo statuto della società veicolo preveda la messa in liquidazione automatica in caso di Opa promossa da terzi, posto

che i tempi necessari per la liquidazione risultano incompatibili con gli stretti tempi previsti per il perfezionamento di un'Opa.

Con riferimento alle esenzioni per acquisti involontari, rispondendo a un quesito interpretativo relativo all'esenzione prevista dagli articoli 106, comma 5, lett. *c)*, Tuf e 49, comma 1, lettera *d)*, Regolamento Emittenti, la Consob ha affermato che possono considerarsi come "originariamente spettanti" anche i diritti di sottoscrizione di un aumento di capitale relativi a partecipazioni che siano acquistate successivamente alla delibera di aumento e prima dell'esecuzione della medesima. Ciò in quanto, anche in questo caso, l'eventuale superamento della soglia rilevante ai fini Opa è determinato dalla non integrale sottoscrizione da parte del mercato dell'aumento di capitale e quindi da un evento che è comunque indipendente dalla volontà dell'acquirente. Resta ferma in tal caso la verifica circa l'insussistenza di intenti elusivi dell'obbligo di offerta pubblica ossia di profili dell'operazione, valutabili anche *ex post*, che facciano ritenere non del tutto involontaria la mancata integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte del mercato.

Sempre in materia di esenzioni da Opa, nel corso del 2009 per la prima volta è stata applicata la norma di cui all'art. 106, comma 6, Tuf che attribuisce alla Consob il potere di disporre, con provvedimento motivato, l'esonero dall'obbligo di Opa con riguardo a ipotesi riconducibili alle esenzioni indicate dalla legge, ma non espressamente previste nelle disposizioni regolamentari di attuazione.

In uno dei casi esaminati, l'istanza di esonero era stata presentata con riferimento alla possibilità che, in adempimento dell'impegno a garantire il buon esito di un'operazione di aumento di capitale, l'intermediario garante potesse acquisire, a seguito della sottoscrizione dell'inoptato, una partecipazione superiore al 30 per cento in un emittente quotato. Al riguardo, è stato preliminarmente considerato che l'eventuale acquisizione di tale partecipazione da parte dell'intermediario garante sarebbe avvenuta in un contesto del tutto peculiare, caratterizzato tra l'altro da una situazione di profonda crisi del mercato, e con motivazioni sostanzialmente estranee a quelle poste alla base dell'obbligo di Opa stabilito dall'art. 106, comma 1, del Tuf. Si è poi tenuto conto del fatto che l'ipotetico ingresso nell'azionariato dell'emittente non avrebbe comportato un mutamento negli assetti di controllo di quest'ultimo, anche in ragione dell'esistenza di un gruppo di soci uniti da un patto parasociale cui avrebbe continuato a far capo il controllo di fatto sulla società, né sarebbe stato finalizzato a influire sulla *governance* della stessa, ma avrebbe rappresentato soltanto lo strumento tecnico individuato dalle parti per l'adempimento dell'obbligo di garantire il successo dell'operazione. In questo ambito, la partecipazione acquisita in conseguenza del suddetto obbligo, da una parte avrebbe risposto alle finalità proprie dell'attività di garante svolta dall'intermediario, nel presupposto che il prezzo dell'aumento di capitale fosse determinato sulla base dei valori di mercato; dall'altra non avrebbe assunto un carattere di stabilità, posto che sarebbe stato piuttosto nell'interesse dell'intermediario medesimo, proprio in virtù dell'accidentalità dell'acquisto, procedere alla dismissione delle azioni sottoscritte nel più breve tempo possibile. Alla luce delle suddette considerazioni la Commissione ha ravvisato

nell'operazione prospettata le caratteristiche strutturali dell'acquisto temporaneo e pertanto ha ritenuto che, nel caso specifico, potesse trovare applicazione l'esenzione per operazioni di carattere temporaneo di cui all'art. 106, comma 5, lett. *d)*, del Tuf anche nell'ipotesi in cui la partecipazione acquisita avesse superato la soglia del 30 per cento per più del 3 per cento, a condizione, al fine di assicurare l'effettiva temporaneità dell'acquisto, che l'intermediario garante si assumesse l'impegno a cedere, entro 12 mesi, le azioni in eccedenza rispetto al 30per cento e a non esercitare i relativi diritti di voto.

In un secondo caso ci si è avvalsi della potestà riconosciuta dal comma 6 dell'art. 106 del Tuf, in relazione all'esenzione prevista per le operazioni di salvataggio di società quotate in crisi, valutando che, pur in assenza di un vero e proprio piano di ristrutturazione del debito (gli interventi sul debito già realizzati non risultavano collegati all'acquisto di una partecipazione eccedente il 30 per cento e non erano, secondo gli stessi amministratori, sufficienti a garantire la continuità aziendale della società), l'aumento di capitale previsto dal piano di risanamento fosse un presupposto necessario per avviare il salvataggio della società. Si è ritenuto dunque che l'operazione potesse rientrare nella *ratio* dell'art. 106, comma 5, lett. *a)*, del Tuf a condizione di perfezionare prima del superamento della soglia rilevante le ristrutturazioni debitorie necessarie a garantire il riequilibrio finanziario dell'emittente.

4 L'informativa in sede assembleare

Nel corso del 2009 la Consob è intervenuta in diverse occasioni con richieste di diffusione di informazioni da rendere in sede assembleare.

Un'attenzione particolare è stata rivolta alle assemblee ordinarie delle società quotate chiamate ad approvare i bilanci al 31 dicembre 2008.

Nel contesto di grave crisi economica e finanziaria che ha caratterizzato il 2009, hanno assunto particolare rilevanza per la redazione dei bilanci e la relativa attività di revisione contabile le questioni attinenti al presupposto della continuità aziendale e l'applicazione di quei principi contabili internazionali che più tengono conto della volatilità dei mercati e del peggioramento delle prospettive economiche. Come dettagliatamente illustrato nel successivo §5, la Consob, congiuntamente a Banca d'Italia e Isvap, ha emanato, nel mese di febbraio 2009, una raccomandazione sul tema (e successivamente è intervenuta con richieste in sede assembleare al fine di integrare le informazioni rese da diverse società i cui revisori si erano espressi con giudizi negativi, con l'impossibilità di esprimere un giudizio o con giudizi positivi ma con richiami di informativa connessi a problematiche di continuità aziendale. In particolare, è stato richiesto agli amministratori di fornire le proprie considerazioni in merito alle valutazioni effettuate dai revisori e ogni altro elemento utile a comprendere l'effettiva situazione economico-patrimoniale e le azioni intraprese o da intraprendere per far fronte a eventuali tensioni finanziarie.

È stata inoltre svolta l'analisi dell'informativa resa dagli organi di controllo degli emittenti quotati in occasione delle assemblee convocate per l'approvazione dei bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2008. A seguito di tale analisi, si è proceduto a richiedere ad alcuni organi di controllo un'integrazione delle relazioni redatte ai sensi dell'art. 153, comma 1, del Tuf, in relazione all'esistenza di vicende societarie che richiedevano di fornire al pubblico un'informativa più ampia e adeguata.

La Commissione è intervenuta con richieste informative in occasione delle assemblee straordinarie convocate il 28 aprile del 2009 per deliberare la fusione per incorporazione di Enia in Iride, le 2 *multiutilities* partecipate dai Comuni di Torino e Genova. Il procedimento di fusione in esame è stato particolarmente lungo, tenuto conto che le linee guida della fusione erano state approvate il 16 ottobre 2008 e il progetto di fusione il 27 ottobre 2008, mentre soltanto nel corso del 2009 si era proceduto alla convocazione delle assemblee delle rispettive società. A tal fine, le società avevano pubblicato il documento informativo previsto per le fusioni significative dall'art. 70 del Regolamento Emittenti. L'attenzione della Commissione si è focalizzata, quindi, sulla completezza dell'informativa fornita dalle società in tale documento. Tra l'altro, è stato richiesto di evidenziare i possibili profili di criticità connessi alla circostanza che la società di revisione aveva espresso il proprio parere sulla congruità del rapporto di cambio con riferimento alla data del progetto di fusione (27 ottobre 2008) e non a quella di emissione del parere stesso (28 marzo 2009), a causa dell'impossibilità di concludere le analisi ritenute necessarie in merito agli aggiornamenti di informativa forniti dai 2 consigli di amministrazione, ivi inclusi i bilanci d'esercizio e consolidato al 31.12.2008 di Iride ed Enia. Inoltre, sono state richieste ulteriori informazioni in merito: i) alle operazioni di riorganizzazione societaria e industriale che, in base all'accordo fra le società, dovevano essere effettuate prima della fusione per pervenire alla stipula dell'atto di fusione; ii) ai valori dei parametri utilizzati da una delle 2 società con la metodologia del *discounted cash flow*; iii) ai rischi relativi alla non contendibilità della società incorporante *post*-fusione, derivanti dalle iniziative intraprese dai Comuni azionisti delle società volte a introdurre esplicitamente il vincolo del 51 per cento del capitale sociale in mano agli enti pubblici nello statuto della società incorporante; iv) al trattamento contabile della fusione; v) ai rischi connessi ai procedimenti giudiziari pendenti.

5 L'informativa contabile

Modifiche del 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 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, ossia 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.

La Commissione ha esercitato i poteri di cui all'art. 154-*ter*, comma 7, del Tuf nei confronti di 2 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 citati 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 riguardavano 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.

La Commissione ha attivato il potere di impugnativa, ai sensi dell'art. 157, comma 2, Tuf nei confronti di Omnia Network Spa relativamente al bilancio d'esercizio e al bilancio consolidato al 31 dicembre 2007.

Tale intervento ha trovato fondamento nel riscontro di criticità relative all'iscrizione di ricavi a fronte di fatture da emettere, alla rilevazione e valutazione delle partecipazioni e delle attività immateriali nonché alla contabilizzazione, in chiusura dell'esercizio 2007, di una plusvalenza derivante dalla cessione di 2 società partecipate a parti correlate e alla carenza di informativa nel bilancio con riferimento allo stato generale di tensione economica finanziaria.

Nel 2009 è 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 poi 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.

Nell'ambito degli interventi compiuti in sede di accertamento della correttezza dell'informativa periodica, alcune tematiche oggetto di particolare approfondimento, anche in relazione al proseguimento della crisi finanziaria, hanno riguardato, tra l'altro, specifici profili di alcune poste di bilancio nonché rilevanti operazioni di riconversione immobiliare. Fra l'altro, sono stati richiesti alle società

incluse nel campione di vigilanza approfonditi ragguagli in merito alle problematiche concernenti: l'*impairment test* dell'avviamento e delle altre attività immateriali a vita utile indefinita, con l'illustrazione in dettaglio delle metodologie utilizzate e con l'indicazione delle fonti dei dati, dei criteri e dei parametri utilizzati; la valutazione collettiva dei portafogli di attività creditizie; la *policy* di gruppo utilizzata ai fini dell'applicazione dell'*impairment* sugli strumenti finanziari classificati come "*Available for sale*"; l'analisi di sensitività e di *stress test* (semplici e complessi), con particolare riguardo ai rischi di liquidità, creditizio e di tasso di interesse; la sintesi della valutazione dei rischi di business, immobiliare, di investimenti azionari, strategico e reputazionale, corredata dalle pertinenti analisi di sensitività e *stress test*; le passività finanziarie oggetto della "*Fair Value Option*"; gli strumenti finanziari derivati di negoziazione con la clientela; le valutazioni svolte circa la sostenibilità dell'iscrizione di maggiori attività per imposte anticipate a fronte dell'affrancamento degli avviamenti fiscalmente non riconosciuti e degli altri disallineamenti tra valori fiscali e valori di bilancio.

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.

In particolare, nel febbraio del 2009 la Consob ha pubblicato, congiuntamente con Banca d'Italia e Isvap, un documento relativo 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*".

Pur non introducendo obblighi informativi ulteriori, si è ritenuto opportuno sensibilizzare i soggetti coinvolti a vario titolo nella redazione dei documenti contabili sulla necessità di applicare rigorosamente le norme e i principi contabili internazionali, in particolare, con riferimento: i) all'applicazione del presupposto della continuità aziendale; ii) alla descrizione dei sistemi di misurazione e gestione dei rischi finanziari nonché il grado di esposizione a tali rischi; iii) alla verifica delle riduzioni per perdite durevoli di valore delle attività; iv) alle incertezze nell'utilizzo di stime.

La Consob ha, inoltre, emanato nel febbraio 2009 una "*Raccomandazione in materia di informazioni da riportare nelle relazioni finanziarie e nei comunicati stampa delle società immobiliari quotate*".

A fronte dell'aggravarsi dei rischi legati alle difficoltà di reperimento delle risorse finanziare necessarie per completare le iniziative di costruzione in corso, al rallentamento delle opportunità di smobilizzo degli immobili e alla riduzione dei

prezzi, la Consob ha proceduto a un esame di tutte le società quotate operanti in tale settore, a prescindere dal loro eventuale inserimento nel campione di vigilanza ai sensi dell'art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti. In particolare, sono stati oggetto di approfondimento la composizione del portafoglio immobiliare, l'articolazione delle fonti di finanziamento, l'esame analitico dei *covenant* dei contratti di finanziamento, l'indicazione di eventuali revisioni di risultati previsionali o di modifiche ai piani industriali. Dagli approfondimenti effettuati è emersa la necessità di una maggiore e più uniforme *disclosure* in merito alla rappresentazione dell'attività svolta, delle caratteristiche degli *assets* gestiti e delle relative modalità di finanziamento. Da questo punto di vista, anche tale Raccomandazione non ha contenuto precettivo autonomo, ma intende fornire un utile punto di riferimento per il settore, individuando esempi di *disclosure* su alcune variabili chiave, ritenuti di particolare rilevanza ai fini della trasparenza e della comparabilità della struttura patrimoniale, finanziaria e degli andamenti economici delle società interessate.

6 La vigilanza sulle società di revisione e sugli organi di controllo interno

Le società di revisione iscritte nell'Albo speciale della Consob hanno esaminato 283 bilanci d'esercizio e 275 bilanci consolidati relativi all'esercizio 2008 di emittenti con azioni ammesse alle negoziazioni su mercati regolamentati italiani.

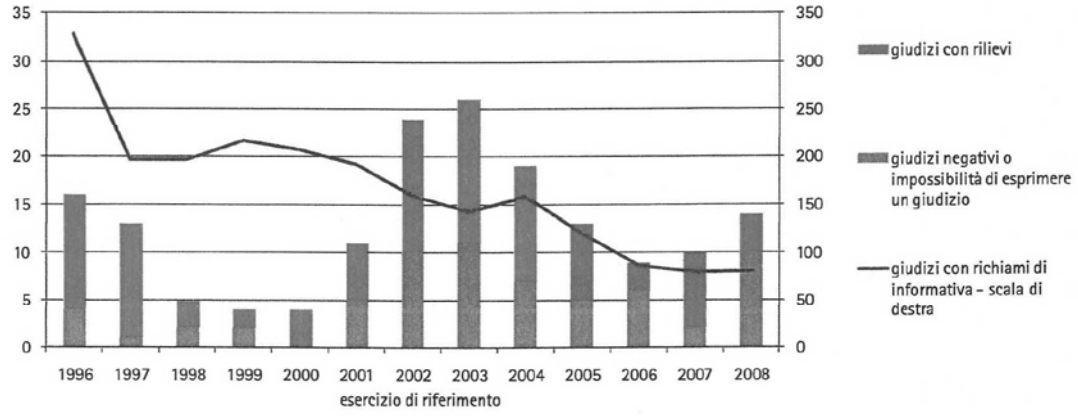
In un caso (Omnia Network) il revisione ha espresso un giudizio negativo, mentre in 9 casi (Eutelia, Giovanni Crespi, I Viaggi del Ventaglio, Montefibre, Sadi - Servizi Industriali, Snia, Socotherm, Tiscali e Trevisan Cometal) si è invece dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio. In altri 4 casi (Banca Intermobiliare, Kerself, Società Sportiva Lazio e Unipol Gruppo Finanziario) è stato espresso un giudizio con rilievi. In 81 casi sono state emesse relazioni di revisione con richiami di informativa.

Complessivamente si è registrato un marcato aumento del numero di società per le quali il revisore ha espresso un giudizio negativo o si è dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio (da 2 nel 2007 a 10 nel 2008), mentre si è ridotto il numero di società con giudizio con rilievi (da 8 a 4); il numero di società con richiami di informativa è rimasto, invece, stabile (da 80 a 81; Fig. 74). Tuttavia, con riferimento ai casi di relazioni con richiami d'informativa, 21 hanno riguardato la continuità aziendale. Tali richiami, pur in presenza di un giudizio senza rilievi, assumono un'importante valenza segnaletica, in quanto indicano l'esistenza di incertezze tali da far sorgere dubbi significativi sulla continuità aziendale stessa.

Nel caso di Omnia Network, la società di revisione ha espresso un giudizio negativo a seguito di limitazioni al procedimento di revisione e rilievi su talune poste di bilancio. In particolare, le limitazioni derivano dal mancato ottenimento di risposte alle richieste di conferma da parte di clienti, fornitori e banche. Quanto ai rilievi, il revisore ha ritenuto non sufficienti gli elementi utilizzati dalla società a supporto

dell'iscrizione o del mantenimento in bilancio di talune voci dell'attivo – quali i costi capitalizzati relativi a un nuovo sistema informativo, l'avviamento, le partecipazioni di controllo e una partecipazione non di controllo – nonché quelli utilizzati per la valutazione dell'esigibilità di crediti significativi vantati nei confronti di un gruppo partecipato.

Fig. 74 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.

Nei casi di Eutelia, Giovanni Crespi, I Viaggi del Ventaglio, Montefibre, Socotherm, Tiscali e Trevisan Cometal, le società di revisione si sono dichiarate impossibilitate a esprimere un giudizio in ragione di significative incertezze legate essenzialmente a problematiche di continuità aziendale.

In particolare, nel caso di Eutelia, le incertezze hanno riguardato il buon esito del piano industriale e finanziario 2009-2012, subordinato all'effettivo verificarsi di una serie di eventi (ottenimento di un accordo di moratoria con le banche, accesso agli ammortizzatori sociali, incasso di crediti per cessione di partecipazioni) dipendenti in modo significativo da fattori esterni alla società che non sono sotto il controllo degli amministratori.

Nel caso di Giovanni Crespi, le incertezze hanno riguardato il buon esito degli interventi programmati dagli amministratori per evitare il perdurare della tensione finanziaria e di liquidità (tra cui il rimborso da parte delle società controllate dei debiti finanziari a suo tempo concessi dalla capogruppo, la ristrutturazione dei debiti finanziari del gruppo, la dismissione di proprietà immobiliari non più strategiche).

Nel caso de I Viaggi del Ventaglio, le incertezze hanno riguardato la realizzazione degli obiettivi economici e finanziari risultanti dal piano industriale e di risanamento 2009-2011, tra cui la dismissione degli *assets* non più strategici (vendita di 2 controllate e cessione di tutte le attività alberghiere), la prosecuzione del

supporto finanziario da parte di primari istituti finanziari, la possibilità di esercitare i diritti di richiesta di aumento del capitale, che tuttavia presentava criticità legate alla tempistica dei relativi adempimenti, la prosecuzione dell'operatività con i fornitori pur in presenza di significativi debiti scaduti, la possibilità di ottenere nuovi affidamenti bancari. Ulteriori incertezze erano connesse agli esiti di accertamenti e contenziosi fiscali.

Per Montefibre le incertezze erano correlate all'esito delle iniziative assunte dagli amministratori per fronteggiare la situazione di tensione finanziaria in cui si trovava la società. In particolare, gli amministratori hanno fatto ricorso a una procedura stragiudiziale, che sarebbe sfociata in un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con creditori rappresentanti un'adeguata percentuale del debito complessivo, affiancato da una serie di dismissioni immobiliari. In tale contesto le incertezze hanno riguardato sia l'ottenimento delle adesioni dei creditori all'accordo di ristrutturazione del debito nella misura prevista, sia l'esito delle dismissioni immobiliari.

Nel caso di Socotherm il revisore ha evidenziato sia situazioni d'incertezza che rilievi per dissensi sull'applicazione dei principi contabili. In particolare, le principali incertezze hanno riguardato la fattibilità del piano industriale 2009-2011, che risultava subordinato al verificarsi di alcuni presupposti, tra cui la prosecuzione dell'operatività con i fornitori e la positiva conclusione delle negoziazioni avviate con gli istituti finanziatori per la ristrutturazione dell'indebitamento finanziario. Invece, i principali rilievi hanno riguardato la valutazione delle partecipazioni in società controllate e della corrispondente voce di patrimonio netto "riserva da valutazione al *fair value*", la valutazione delle immobilizzazioni materiali e immateriali, la recuperabilità di un credito finanziario verso una controllata di diritto estero.

Nel caso di Tiscali le incertezze erano correlate alla capacità di realizzare il nuovo piano industriale 2009-2013 e al buon esito delle negoziazioni avviate con gli istituti finanziari con l'obiettivo di raggiungere un accordo di ristrutturazione dell'indebitamento finanziario.

Anche nel caso di Trevisan le incertezze erano connesse all'esito delle azioni delineate dagli amministratori per fronteggiare la situazione di tensione finanziaria, tra cui le negoziazioni in corso con gli istituti di credito per l'ottenimento di una moratoria, e altri interventi di natura strutturale non ancora avviati, quali la ristrutturazione dell'indebitamento finanziario, la realizzazione di un piano di ristrutturazione industriale e di rafforzamento patrimoniale, l'ingresso di nuovi investitori e la cessione di una divisione operativa.

Nel caso di Sadi il revisore si è dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio sul bilancio a causa della rilevanza delle limitazioni al procedimento di revisione, riguardanti: i) la valutazione dei rischi connessi alle indagini avviate dalla procura di Milano nei confronti della società, dell'amministratore delegato e di altri soggetti del gruppo; ii) la verifica della corretta valutazione dell'avviamento; iii) la valutazione dei rischi connessi a un contenzioso fiscale e i suoi possibili effetti sul bilancio; iv) la verifica della completezza e dell'accuratezza dell'informativa di

bilancio sui rapporti con parti correlate; v) il mancato ottenimento di risposte alle richieste di conferma da parte di 2 consulenti legali e di 2 istituti di credito.

Nel caso di Snia, la società di revisione si è dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio sul bilancio a causa sia della rilevanza delle limitazioni incontrate nello svolgimento delle proprie verifiche, sia delle molteplici e significative incertezze derivanti dalla situazione critica in cui versava la società. Le limitazioni nello svolgimento delle procedure di revisione hanno riguardato: i) la verifica della corretta valutazione delle passività iscritte nei fondi vari, derivanti dalla responsabilità illimitata della società a favore della controllata in liquidazione Caffaro, nonché la verifica della correttezza della valutazione di crediti commerciali verso la controllata indiretta Caffaro Biofuel, tenuto conto che sui bilanci di entrambe le società lo stesso revisore si è dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio; ii) la verifica dei possibili effetti sul bilancio della costituzione del Ministero dell'Ambiente come parte civile nel procedimento penale in corso nei confronti di ex amministratori e dirigenti di Snia e Caffaro. Le incertezze riguardano, invece, l'esito dell'accordo di ristrutturazione del debito e del nuovo piano industriale nonché l'esito della nuova proposta di transazione con il Ministero dell'Ambiente in merito al danno ambientale imputato a Caffaro, di cui potrebbe essere chiamata a rispondere Snia, in virtù della citata responsabilità illimitata.

Infine, nei casi di Banca Intermobiliare, Kerself, Società Sportiva Lazio e Unipol Gruppo Finanziario, il revisore ha espresso un giudizio con rilievi.

Nel caso di Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni, il rilievo è derivato da una limitazione al procedimento di revisione in relazione alla verifica della correttezza della valutazione della partecipazione in Ipi. In particolare, alla data di emissione della relazione, la relazione di revisione sul bilancio consolidato di Ipi non risultava ancora disponibile, né al revisore è stato possibile svolgere compiutamente altre procedure di revisione necessarie per verificare la correttezza della valutazione di tale partecipazione.

Per quanto riguarda Kerself, il rilievo ha riguardato una limitazione al procedimento di revisione in relazione alla determinazione del *fair value* di due partecipate ai fini della verifica della corretta valutazione delle partecipate stesse.

Nel caso della Società Sportiva Lazio il rilievo ha riguardato dissensi sull'applicazione dei principi contabili. Infatti, la società emittente ha contabilizzato in un unico esercizio, anziché differirlo, il corrispettivo per la cessione dei diritti televisivi e di sponsorizzazione per le stagioni 2007/2008 e 2008/2009 e per la facoltà di estendere lo sfruttamento di tali diritti anche per la stagione 2009/2010, con la conseguenza che al 30.6.2009 il patrimonio netto risulta sovrastimato e l'utile sottostimato.

Per quanto riguarda, infine, Unipol Gruppo Finanziario, il rilievo, espresso unicamente con riferimento al bilancio consolidato, ha riguardato dissensi sull'applicazione dei principi contabili nella valutazione dei titoli di capitale quotati inclusi tra le "attività finanziarie disponibili per la vendita", risultando la politica di

impairment adottata dal gruppo non conforme a quanto previsto dai principi contabili di riferimento.

Al 31 dicembre 2009 risultavano iscritte nell'Albo speciale tenuto dalla Consob 22 società di revisione, numero invariato rispetto all'anno precedente.

Con riferimento agli incarichi di revisione svolti per l'*audit* 2008, dall'esame dei dati raccolti dalle società iscritte nell'Albo speciale si è rilevato un incremento del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione ai sensi delle disposizioni del Tuf, che è passato da 1.961 dell'*audit* 2007 a 2.295, mentre è rimasta sostanzialmente immutata la distribuzione degli incarichi tra le società di revisione. Le prime 4 società in ordine di fatturato detengono complessivamente il 94 per cento circa del mercato nazionale della revisione legale, percentuale immutata rispetto allo scorso anno.

Con delibera del 16 giugno 2009, la Commissione ha confermato per il 2009 gli importi delle garanzie e delle coperture assicurative delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale al netto di eventuali franchigie, già fissati per il 2008 con delibera 16503 del 4 giugno 2008, a copertura dei rischi derivanti dall'esercizio dell'attività di revisione contabile. La decisione di non modificare gli importi delle garanzie assicurative, strutturate secondo 9 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 gli importi delle garanzie per il 2008.

Con delibera del 4 febbraio 2009 è stato conferito d'ufficio alla Kpmg Spa per gli esercizi 2008/2012, ai sensi dell'art. 159, comma 1, del Tuf e dell'art. 148, comma 3, del Regolamento Emittenti, l'incarico di revisione del bilancio d'esercizio e del consolidato della Starfin Spa, società controllante dell'emittente quotato Richard Ginori 1735 Spa. Il conferimento d'ufficio del mandato si è reso necessario in quanto la Starfin Spa non aveva provveduto, né in occasione dell'approvazione del bilancio 2007, né in successive assemblee, ad affidare il mandato a una società di revisione in conformità a quanto previsto dall'art. 165-*bis* del Tuf.

Nel corso del 2009 la vigilanza sulle società di revisione è stata realizzata mediante interventi preventivi di controllo di qualità che hanno assunto natura sistematica e interventi successivi di *enforcement* su casi specifici.

Per quanto riguarda i controlli di qualità, finalizzati alla verifica dell'esistenza e della corretta applicazione delle procedure di controllo interno previste dal comma 1 dell'art. 162 del Tuf, sono state completate 3 verifiche ispettive avviate nel corso del 2008. Per tali società la Consob ha già formulato specifiche raccomandazioni che indicano gli interventi da effettuare al fine di superare le carenze riscontrate nel corso delle verifiche e la relativa tempistica di attuazione.

È inoltre proseguita l'attività di *follow-up* connessa agli interventi effettuati nei confronti di altre 3 società di revisione, sottoposte a verifica nel periodo

2007/2008, avente ad oggetto la valutazione delle risposte organizzative adottate da tali società al fine di superare i rilievi emersi nelle verifiche.

Nel 2009 sono state avviate ulteriori 8 verifiche ispettive su società di revisione, 2 delle quali si sono concluse nell'anno. 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 copre tutte le aree di maggior rilievo ai fini della valutazione della qualità dell'attività di *audit*.

Si è quindi proceduto a valutare la struttura organizzativa e il sistema delle procedure per il controllo della qualità delle società di revisione selezionate, al fine di verificarne l'adeguatezza, l'efficacia e l'effettiva applicazione. I controlli hanno inoltre riguardato i 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. Per le società di revisione di limitate dimensioni operative, infine, le verifiche hanno riguardato anche l'esame delle carte di lavoro relative ad alcuni incarichi di revisione espressamente selezionati.

Per quanto concerne, invece, l'attività di *enforcement* su casi specifici, nel 2009 sono state trasmesse a 2 società di revisione lettere di contestazioni, ai sensi dell'art. 163 del Tuf, a seguito dell'accertamento di irregolarità sui lavori di revisione relativi ai bilanci 2006 e 2007 di un emittente quotato e sul bilancio 2007 di un emittente titoli diffusi.

Nell'ambito della citata comunicazione febbraio 2009 in cui la Commissione, fra le altre cose, ha richiamato l'attenzione delle società in merito alle problematiche legate alla valutazione del presupposto della continuità aziendale (si veda il precedente §5), le società di revisione sono state richiamate, in relazione alle attività di verifica dei bilanci al 31 dicembre 2008, al rispetto delle regole contenute nel Documento n. 570 sulla "*Continuità aziendale*" (raccomandato dalla Consob nel novembre 2007) che disciplina l'attività del revisore nella valutazione dell'adeguatezza dell'utilizzo del presupposto di continuità aziendale, fornendo indicazioni utili alla corretta applicazione di tale principio nello specifico contesto legato alla crisi finanziaria.

La comunicazione, oltre a ripercorrere le procedure di revisione già contenute nel Documento n. 570, ha individuato indicatori ulteriori, rispetto a quelli già presenti nel principio, al fine di favorire il revisore nell'identificazione degli eventi o delle circostanze che possano far sorgere dubbi significativi sulla continuità aziendale dell'impresa e ha altresì fornito una guida più dettagliata per la valutazione delle previsioni e dei budget predisposti dagli amministratori.

Nel febbraio 2009 la Commissione ha inoltre stabilito che le società di revisione iscritte nell'Albo speciale e le società iscritte nel Registro dei revisori contabili che svolgono attività di revisione contabile sui bilanci degli emittenti titoli diffusi adottino 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" (Documento n. 001) a partire dai bilanci d'esercizio e consolidato chiusi al 31 dicembre 2008. L'obbligo per il revisore di esprimere il giudizio di coerenza discende dal decreto legislativo del 2 marzo 2007 n. 32, che ha recepito la Direttiva 2003/51/CE apportando modifiche alla disciplina relativa alla relazione sulla gestione.

La finalità del giudizio sulla coerenza, da inserire nella relazione di revisione in un paragrafo successivo a quello in cui la società di revisione esprime la propria *opinion* sul bilancio, consiste nel verificare che la relazione sulla gestione predisposta dagli amministratori non contenga elementi che contraddicono l'informativa contenuta nel bilancio.

Nel corso del 2009 è proseguita l'attività di vigilanza della Consob in materia di cumulo degli incarichi per i componenti degli organi di controllo delle società quotate e con titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

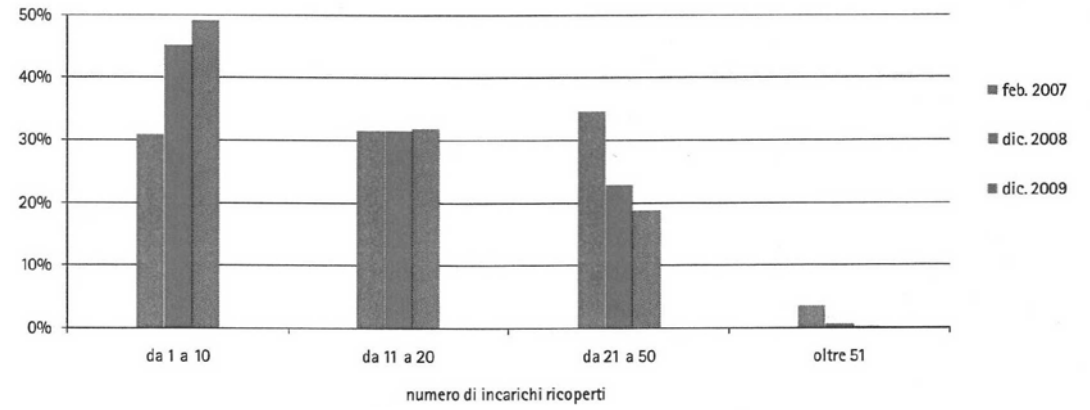
In particolare, con la comunicazione 9062092 del 3 luglio 2009, sono stati forniti chiarimenti in merito all'applicazione del modello di calcolo del cumulo degli incarichi ai componenti degli organi di controllo delle società che adottano il sistema monistico di *governance*. Successivamente alla prima applicazione del regolamento sul cumulo degli incarichi *ex* art. 148-*bis* del Tuf, sono stati effettuati ulteriori approfondimenti su detto sistema che, come noto, comporta per i soggetti investiti della funzione di controllo anche la contestuale assunzione dell'incarico di amministrazione (privo di funzione gestoria). In considerazione di tale peculiarità, si è ritenuto opportuno, in sede di calcolo del cumulo degli incarichi, attribuire al componente dell'organo di controllo di una società che adotta il sistema monistico solo il punteggio per l'incarico di controllo.

Per la gestione degli obblighi informativi introdotti da tali norme regolamentari, è stato sviluppato un sistema informativo attraverso il quale i componenti degli organi di controllo, previa accreditazione, trasmettono alla Consob, attraverso canali telematici, i dati sugli incarichi di amministrazione e controllo ricoperti e verificano la propria posizione in funzione del limite previsto dalla disciplina.

Il raffronto dei dati precedenti all'entrata in vigore della regolamentazione sul limite al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo (febbraio 2007) e delle 2 dichiarazioni annuali rese, rispettivamente a giugno 2008 e a giugno 2009, mostra un aumento del numero di soggetti che detengono almeno una carica di controllo in emittenti quotati e una riduzione del numero medio di incarichi per soggetto. In particolare, i componenti degli organi di controllo delle quotate avevano, prima dell'entrata in vigore della normativa, in media 19,2 incarichi mentre nel 2008

tale valore è sceso a 14,4, per ridursi ulteriormente a 12,5 nel 2009. In particolare, la quota sul totale dei componenti degli organi di controllo che hanno fino a un massimo di 10 incarichi è aumentato dal 30 al 50 per cento, mentre la quota sul totale di quelli che hanno da 21 a 50 incarichi è scesa dal 35 a meno del 20 per cento (Fig. 75).

Fig. 75 Distribuzione dei componenti degli organi di controllo delle società quotate italiane per numero di incarichi ricoperti



La vigilanza sui mercati 2

1 Gli abusi di mercato

Nel 2009 la Consob ha concluso 13 indagini in materia di abusi di mercato, formulando ipotesi di reato in 7 casi e provvedendo a trasmettere all'Autorità Giudiziaria altrettante relazioni (Tav. 22). Nel dettaglio, sono state rilevate un'ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, 2 di manipolazione informativa, 3 di manipolazione operativa e uno di manipolazione mista.

I rimanenti 6 accertamenti, per i quali non è stata effettuata alcuna segnalazione, hanno riguardato ipotesi di abuso di informazioni privilegiate.

Tav. 22 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*
2009	7	1	6	*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.

Nell'ipotesi di abuso di informazioni privilegiate segnalata all'Autorità Giudiziaria, l'informazione consisteva nell'intenzione di 2 soggetti di conferire a un intermediario importanti ordini di acquisto di un titolo (Tav. 23).

Tav. 23 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*
2009	--	--	--	1	--	*1*

In particolare, la società controllante di un intermediario che stava per ricevere importanti ordini di acquisto su un titolo da 2 suoi clienti ha aperto una posizione lunga sul medesimo titolo e ha provveduto a chiuderla successivamente a prezzi più elevati, in concomitanza con l'esecuzione degli ordini di acquisto per conto dei 2 clienti. La società controllante dell'intermediario ha impartito gli ordini di acquisto tramite un amministratore, il quale era entrato in possesso dell'informazione privilegiata in ragione dell'attività lavorativa svolta presso l'intermediario, ove rivestiva anche la carica di vice-presidente. Il profitto conseguito dalla società ammonta a circa 1,4 milioni di euro.

Nel 2010 la Consob ha deliberato l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie per circa 1,8 milioni di euro nei confronti sia dell'amministratore sia della società controllante ai sensi, rispettivamente, degli artt. 187-*bis* e 187-*quinquies* del Tuf. Sono state altresì disposte, nei confronti dell'amministratore, la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità, ai sensi dell'art. 187-*quater*, comma 1, del Tuf, per un periodo di 6 mesi e, nei confronti della società controllante, la confisca di titoli azionari e obbligazionari per un controvalore complessivo di circa 20,7 milioni di euro, pari al prodotto dell'illecito (corrispondente alla somma dei beni utilizzati per commetterlo e del profitto conseguito).

Le 2 ipotesi di manipolazione del mercato di tipo informativo hanno riguardato il processo di privatizzazione di una compagnia aerea.

In un caso è stata trasmessa una manifestazione di interesse alla compagnia aerea, preannunciata a un organo di stampa, per conto di un consorzio composto da alcuni fondi e da una compagnia aerea asiatica. Dalle indagini è emerso che tale manifestazione di interesse era connotata da significativi elementi di falsità, con riferimento sia all'esistenza e alle capacità finanziarie dei fondi sia all'interesse della compagnia aerea asiatica.

Similmente, nel secondo caso un soggetto ha trasmesso alla compagnia aerea oggetto di privatizzazione una manifestazione di interesse per conto di alcune società, dopo aver reso dichiarazioni ad alcuni organi di stampa. Anche in questo caso le informazioni inerenti all'asserito interesse di tali società e alle relative disponibilità finanziarie sono risultate affette da importanti elementi di falsità.

Le ipotesi di manipolazione del mercato di tipo operativo sono state poste in essere, in un caso, tramite operazioni di cosiddetto *marking the close* e, in 2 casi, tramite operazioni incrociate (cosiddetto *improper matched orders*).

Il primo caso ha riguardato gli acquisti di azioni di una banca, da parte di una società che deteneva una partecipazione di minoranza, al termine della negoziazione continua e nell'asta di chiusura di 3 sedute ravvicinate. Gli ordini di acquisto sono stati conferiti dal presidente e socio di riferimento della citata società con il concorso di un dipendente dell'intermediario incaricato di eseguire gli ordini. Tali ordini erano idonei a provocare in modo artificiale un rialzo anomalo del prezzo delle azioni. In particolare, le modalità operative adottate per effettuare gli acquisti erano caratterizzate dalla sistematica e ripetuta "applicazione" delle proposte di vendita presenti nel *book* di negoziazione, attraverso l'immissione di proposte d'acquisto per quantità e prezzi definiti in base ai quantitativi di volta in volta offerti in vendita ai vari livelli di prezzo. Le registrazioni delle conversazioni telefoniche inerenti al conferimento degli ordini hanno mostrato che dimensioni, modalità e tempistica degli ordini erano state definite con la precisa volontà di produrre incrementi dei prezzi del titolo.

Nel 2010 la Consob ha deliberato l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie per 700 mila euro nei confronti sia del committente sia della sua società, ai sensi, rispettivamente, degli artt. 187-*ter*, comma 3, e 187-*quinquies* del Tuf. È stata inoltre disposta nei suoi confronti la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità, ai sensi dell'art. 187-*quater*, comma 1, del Tuf, per un periodo di 12 mesi. La Consob ha deliberato anche l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria di 50 mila euro nei confronti del dipendente dell'intermediario incaricato dell'esecuzione degli ordini, avendo egli concorso nell'illecito, nonché nei confronti dell'intermediario, ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf.

Nel secondo caso di manipolazione operativa, un cosiddetto *day trader* ha effettuato numerose "operazioni incrociate" tramite conti aperti presso 2 intermediari e intestati a lui personalmente e ad alcune società allo stesso riconducibili. Tali

operazioni sono state realizzate nel corso di 3 mesi tramite l'inserimento, simultaneo o a breve distanza di tempo, di ordini di segno opposto e per pari quantità, allo stesso prezzo-limite nella fase di negoziazione continua o con prezzi-limite caratterizzati da un ampio differenziale in acquisto e in vendita nelle fasi di asta. In diverse giornate le operazioni incrociate hanno costituito una percentuale significativa, superiore al 10 per cento, del volume giornaliero degli scambi realizzati. In numerosi casi il committente ha posto in essere uno schema operativo convenzionalmente definibile come "doppio incrocio", caratterizzato da 2 incroci consecutivi a parti invertite e a prezzi diversi, tali da generare plusvalenze sui conti personali per circa 290 mila euro e pari minusvalenze sui conti intestati alle società.

Nell'ultimo caso di manipolazione operativa una società, un socio accomandatario e un dipendente della stessa società hanno posto in essere lo schema del "doppio incrocio" per il tramite di conti di *trading on-line* aperti presso 3 intermediari. Lo schema è stato posto in essere durante la fase di negoziazione continua circa 100 volte su 10 titoli non liquidi, lungo un periodo di circa 3 mesi, a beneficio del citato dipendente per una plusvalenza complessiva di circa 38 mila euro.

L'ipotesi di manipolazione nella forma cosiddetta mista ha riguardato il comportamento posto in essere dall'azionista di controllo di una società quotata volto a richiamare l'attenzione degli investitori sulla stessa società, così da sostenerne le quotazioni.

Tale strategia è stata attuata dal 2006 al 2008 e si è articolata in un'ampia operatività sul titolo sul Mercato Telematico Azionario (Mta), sul cosiddetto mercato dei blocchi e fuori mercato. Tale operatività è stata posta in essere dall'azionista di maggioranza, di concerto con un dipendente della banca utilizzata per l'esecuzione delle operazioni, poi divenuto *investor relator* della società quotata, e un'altra persona fisica; essa è stata affiancata dalla diffusione di notizie e comunicati societari. La strategia ha altresì contemplato un'artificiosa ricostituzione del flottante, attuata in larga misura con la cessione fuori mercato di azioni a controparti estere dietro le quali si celava lo stesso azionista di maggioranza; la comunicazione al pubblico di prezzi di vendita di azioni ai blocchi sensibilmente superiori ai prezzi effettivamente pagati dall'acquirente; l'attuazione di un artificio da cui è conseguita l'informazione fuorviante che un importante investitore istituzionale possedeva una partecipazione rilevante nella società; la sistematica diffusione, prevalentemente mediante comunicati, di informazioni inesatte, imprecise, parziali, talora irrilevanti o fuorvianti o false in ordine all'attività tipica della società.

Le persone fisiche complessivamente segnalate all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato sono state 12 (Tav. 24).

La Consob ha anche avviato procedimenti amministrativi nei confronti di tali persone nonché di 4 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).

Tav. 24 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*
2009	--	2	--	--	*2*
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*
2009	2	1	10	1	*14*

[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).

Tutti i procedimenti amministrativi indicati risultano ancora in corso. Riguardo ai procedimenti amministrativi avviati per abusi di mercato negli anni precedenti si rinvia al §2 del successivo Capitolo IV "*I provvedimenti sanzionatori e cautelari*".

Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità di vigilanza estere nel 2009 è stato complessivamente pari a 268 (Tav. 25). Le richieste finalizzate ad assistere Autorità di vigilanza estere in indagini su casi di presunti abusi di mercato sono state 15.

Tav. 25 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*
2009	78	53	93	47	17	27	*268*	*15*

[1] Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio.

Nel corso del 2009, la Consob si è costituita parte civile in un nuovo procedimento penale in materia di abusi di mercato (manipolazione del mercato; Tav. 26). L'Istituto aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria una segnalazione all'esito degli accertamenti di vigilanza svolti. Nel capo d'imputazione formulato dal Pubblico Ministero nella richiesta di rinvio a giudizio, i fatti ascritti agli imputati sono stati descritti in termini sostanzialmente analoghi agli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob.

In data 26 marzo 2009 ha preso avvio la fase dibattimentale del procedimento penale nei confronti di 3 persone fisiche imputate del reato di manipolazione del mercato, esponenti aziendali tra l'altro di Ifil Investments Spa e di Giovanni Agnelli & C. Sapa, oltre a 2 persone giuridiche responsabili *ex* legge 231/2001, ove la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel 2008.

Nel corso del 2009 è proseguito il dibattimento nel procedimento penale nei confronti degli 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), in cui la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel corso del 2007.

Tav. 26 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 2009
2004	2	Aggiotaggio	2 sentenze di patteggiamento 1 sentenza di condanna
2005	6	Insider trading e aggiotaggio	4 sentenze di condanna[2] 2 sentenze di patteggiamento 3 sentenze di non luogo a procedere
2006	9	Insider trading, manipolazione del mercato	4 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	3 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 sentenza di assoluzione
2009	1	Manipolazione del mercato	

[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] In un caso la competente Corte d'Appello ha ridotto la somma liquidata alla Consob a titolo di risarcimento del danno, confermando, nel resto, la sentenza di primo grado. In un caso la Corte di Cassazione, ritenuta l'incompetenza per territorio, ha annullato le sentenze di primo e secondo grado e ha disposto la trasmissione degli atti alla Procura della Repubblica presso in Tribunale ritenuto competente. [3] 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.

Nel 2009 sono stati anche definiti in primo grado 2 procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali l'Istituto si era costituito parte civile, in un caso, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob, nell'altro, con una pronuncia di assoluzione.

In particolare, con sentenza n. 6526 del 25 maggio 2009, il Tribunale di Milano ha dichiarato gli imputati colpevoli del reato di abuso di informazioni privilegiate, condannandoli a risarcire il danno non patrimoniale patito dalla Consob, liquidato in 65 mila euro. Con riguardo alla nozione di informazione privilegiata, è stato ivi ritenuto che «*non è necessario che l'informazione debba avere ad oggetto un evento già accaduto, ben potendo avere per espressa disposizione legislativa un evento futuro, che con certezza stia per accadere, ovvero che abbia anche solo - secondo*

parametri di ragionevolezza – una elevata probabilità di accadere ». Inoltre: «*si trattava di una notizia che, se resa pubblica, era idonea a influenzare sensibilmente il prezzo delle azioni (...). La riprova di ciò risiede nel fatto che chiunque fosse stato in possesso di quella notizia e in particolar modo del corrispettivo offerto in sede di offerta pubblica di acquisto ben avrebbe potuto proceder sin da subito all'acquisto delle azioni (...) ai prezzi correnti, confidando ragionevolmente nel loro rialzo non appena la notizia fosse stata diffusa, come peraltro è avvenuto nel caso di specie*». Quanto, poi, alla legittimazione della Consob alla costituzione di parte civile, è stato evidenziato: «*Che la Consob sia ente esponenziale dell'interesse protetto dalla norma repressiva dell'insider trading era, come si è detto, affermato espressamente dall'art. 187 del TUF nel testo anteriore alla novella del 2005 ed è oggi ribadito dall'art. 187-undecies. Del resto, la legge agli artt. 185, comma 2, e 186 del TUF nel testo anteriore alla novella del 2005, attribuiva proprio alla Consob il dovere di compiere gli atti di accertamento dei reati di insider trading e di aggiotaggio e di riferirne al Pubblico Ministero e oggi l'art.187 octies del TUF conferma per la Consob questo ruolo. Ciò premesso, alcuna seria questione può porsi in relazione alla risarcibilità del danno non patrimoniale derivante dalla lesione dell'integrità del mercato cagionato dal reato ascritto agli imputati, e pertanto avuto riguardo ai criteri indicati dal citato art. 187 undecies si liquida il danno.*»

Nell'ambito di un processo a carico di esponenti aziendali di una banca avente ad oggetto un'imputazione per *insider trading* relativa alla cessione della maggioranza del capitale di un altro Istituto di credito e al conseguente lancio di un'offerta pubblica di acquisto, la Corte d'Appello di Milano, con sentenza n. 370 del 30 gennaio 2009, nel confermare la responsabilità penale degli imputati, ha ridotto la somma liquidata alla Consob a titolo di riparazione dei danni, in parziale riforma della sentenza emessa dal Tribunale di Milano in data 5 marzo 2008.

In relazione a un altro caso di *insider trading* concernente un'operazione di *buy-back* di 2 prestiti obbligazionari, posta in essere da amministratori di Unipol, con sentenza n. 7769 del 21 gennaio 2009 la Corte di Cassazione, ritenuta la competenza per territorio del Tribunale di Bologna, ha annullato le sentenze di condanna di primo e secondo grado emesse, rispettivamente, dal Tribunale e dalla Corte d'Appello di Milano e ha disposto la trasmissione degli atti alla Procura della Repubblica presso il Tribunale ritenuto competente.

2 I provvedimenti Consob in materia di vendite allo scoperto

A partire da settembre 2008, la Consob 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.

Il divieto inizialmente introdotto nel settembre 2008 contemplava che 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 tutte le altre azioni, invece, la vendita poteva essere assistita dalla sola disponibilità dei titoli. Tali modalità sono state mantenute invariate in occasione delle prime proroghe, rispettivamente fino al 31 gennaio e, successivamente, fino al 31 maggio 2009, 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 sull'efficacia dei citati provvedimenti.

Al prevalere di condizioni di mercato più distese, il divieto è stato prorogato fino al 31 luglio 2009 rendendone tuttavia meno restrittive le modalità. A partire dalla fine di luglio la Commissione ha rimosso il divieto, fatte salve limitazioni previste per le società oggetto di aumento di capitale, 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. Infine, con efficacia a partire dal 1° dicembre 2009, è stata deliberata la completa rimozione del regime restrittivo (fatta salva l'efficacia del provvedimento con riferimento alle società oggetto di aumenti di capitale deliberati entro il 30 novembre).

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.

3 La gestione di mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici

Nel corso dell'anno la Commissione ha approvato, a più riprese, le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana e alle relative Istruzioni, ai sensi dell'art. 63, comma 2 del Tuf.

Nel mese di marzo, la Consob ha approvato le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana deliberate dall'assemblea della

società di gestione il 15 gennaio 2009. Le principali modifiche hanno riguardato la razionalizzazione dei mercati, i progetti legati all'integrazione con il *London Stock Exchange* in relazione alla seconda fase della migrazione verso la piattaforma *TradElect* relativa ai mercati Mot, Sedex ed ETFPlus, le modalità di raccolta telematica per le offerte pubbliche di acquisto, con particolare riferimento all'estensione di tale modalità alle adesioni a offerte parziali.

Nell'ottobre 2009, la Commissione ha approvato ulteriori modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e alle relative Istruzioni. Tali modifiche hanno riguardato il Mercato Telematico Azionario (Mta) e il Mercato Telematico degli *Investment Vehicles* (Miv) e, in particolare, la revisione della segmentazione del mercato Mta e le modalità di negoziazione, la rideterminazione del flottante minimo per ottenere la qualifica di Star, la revisione della segmentazione del mercato Miv e le modalità di negoziazione, l'adeguamento alla Direttiva *Transparency* e l'eliminazione dell'obbligo di utilizzo del *Network Information System* (Nis), l'individuazione degli obblighi e delle modalità di comunicazione da parte degli emittenti nei confronti di Borsa Italiana nonché la revisione della disciplina degli avvisi di borsa in coerenza con la nuova disciplina.

Con decisioni del marzo e del dicembre 2009, è stato espresso dalla Commissione l'assenso alle modifiche alle Istruzioni al Regolamento della Borsa Italiana riguardanti, rispettivamente, i contratti derivati aventi ad oggetto indici e la variazione dell'attuale denominazione da "S&P/Mib" a "FTSE Mib" nel contratto future, mini future e di opzione sull'indice di Borsa nonché la definizione di dividendo straordinario ai fini della rettifica dei contratti di opzione e di future su azioni e l'integrazione delle caratteristiche contrattuali per prevedere l'ammissione di contratti stock future per periodi limitati nel tempo. Tali modifiche sono finalizzate a consentire la negoziazione di *stock futures* su titoli che destano particolare interesse in determinate occasioni (tipicamente allo stacco di dividendi o nel corso di operazioni sul capitale sociale).

Nel mese di luglio, la Consob ha approvato alcune modifiche alle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana che introducono la possibilità di richiedere la consegna fisica dell'energia elettrica sottostante ai contratti future negoziati sul segmento di mercato Idex, in alternativa al regolamento finale del differenziale per contanti. L'introduzione di tale opzione ha anche reso necessario il rilascio a Banca d'Italia dell'intesa della Consob a talune modifiche al Regolamento di Cassa di Compensazione e Garanzia (confronta il successivo §4).

Nel corso dell'anno, la Commissione ha riconosciuto ai sensi dell'articolo 67, comma 2, del Tuf, il mercato estero Nyse-Liffe, avente sede a New York, nel quale sono negoziati strumenti finanziari derivati aventi ad oggetto metalli preziosi.

Il riconoscimento del Nyse-Liffe è avvenuto a seguito della conclusione di un'istruttoria volta a verificare, tra l'altro, che le informazioni sugli strumenti finanziari, le modalità di formazione dei prezzi, le modalità di liquidazione dei contratti, le norme di vigilanza sui mercati e sugli intermediari fossero equivalenti a

quelle previste dalla normativa vigente in Italia e comunque in grado di assicurare adeguata tutela agli investitori. In seguito al riconoscimento, intermediari e banche italiane possono ottenere un accesso remoto al suddetto mercato.

Nel corso dell'anno, è stata significativa anche l'attività di verifica condotta nei confronti di una società di gestione di un mercato regolamentato. In particolare, l'accertamento è stato volto ad analizzare la struttura organizzativa della società, con specifico riguardo alle unità di supporto e controllo delle attività di gestione dei sistemi di *trading*. Sono state altresì verificate le procedure implementate dalla società per controllare la correttezza dei comportamenti e il rispetto delle norme regolamentari da parte degli operatori ammessi alla negoziazione (in particolare da parte dei *market maker*) e le procedure di individuazione e gestione dei conflitti di interessi.

Tra le novità di rilievo per i mercati regolamentati si segnala la chiusura del mercato regolamentato denominato Tlx. La Commissione ha approvato, nel mese di marzo, le modifiche allo statuto sociale della società Tlx Spa dovute alla decisione di trasformare la società di gestione del mercato in società di intermediazione mobiliare. In esito all'attività istruttoria complessivamente svolta per il progetto di trasformazione, il 15 dicembre 2009 la Commissione ha autorizzato la società, nella nuova denominazione di EuroTlx Sim spa, alla gestione di un sistema multilaterale di negoziazione accogliendo l'istanza di rinuncia all'esercizio del mercato regolamentato. La società ha provveduto ad ammettere d'ufficio su EuroTlx tutti gli strumenti finanziari negoziati sul mercato regolamentato Tlx alla data del 31 dicembre 2009.

Nel comparto degli internalizzatori sistematici, l'anno 2009 è stato caratterizzato dal consolidamento dell'attività da parte dei soggetti già operativi. La Consob ha proseguito la serie di incontri con i singoli internalizzatori finalizzati all'approfondimento e all'acquisizione di una maggiore conoscenza dell'attività svolta. In seguito ai chiarimenti ricevuti, 3 soggetti hanno dichiarato la cessazione dell'attività di internalizzazione, avendo valutato di non possedere le caratteristiche operative richieste dalla normativa per definirsi internalizzatore. Nel corso del 2009 non sono pervenute nuove segnalazioni di inizio di attività.

Alla fine del mese di settembre, nei 18 sistemi di internalizzazione attivi risultano ammessi circa 4.800 strumenti finanziari, la maggior parte dei quali titoli di Stato e obbligazioni proprie o emesse da società del gruppo. Al riguardo, si conferma la concentrazione delle ammissioni in capo a 3 sistemi di internalizzazione, nei quali sono ammessi circa il 50 per cento dei suddetti strumenti finanziari.

Nell'ambito dei chiarimenti di natura applicativa forniti nella Comunicazione dell'aprile 2009, la Commissione ha ritenuto utile stabilire uno schema per standardizzare il contenuto delle informazioni che gli

internalizzatori sono tenuti a inviare alla Consob in occasione di nuove ammissioni di strumenti finanziari alle negoziazioni, ovvero di cessazioni dalle negoziazioni.

A fine 2009 risultavano operativi 8 sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf): un nuovo sistema è stato istituito nel mese di giugno da parte di una società di gestione di mercati regolamentati, focalizzato sulla negoziazione di obbligazioni e altri titoli di debito già ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato dell'Unione Europea.

4 La vigilanza sulla trasparenza delle negoziazioni

Nel corso del secondo semestre del 2009, la Commissione ha avviato un'intensa attività di monitoraggio sull'adempimento degli obblighi di trasparenza *post*-negoziazione, sulle modalità di pubblicazione delle informazioni *post*-negoziazione utilizzate dai soggetti abilitati, in adempimento di quanto previsto dal Regolamento Mercati, nonché sul possesso da parte dei canali di diffusione delle informazioni dei requisiti di chiarezza, accessibilità, affidabilità previsti sia dalla normativa comunitaria sia dalla regolamentazione e dalle linee-guida nazionali.

In considerazione della crescente frammentazione degli scambi e della molteplicità dei canali utilizzati per rendere disponibili al pubblico le informazioni, l'approccio di vigilanza si è principalmente basato sul confronto delle informazioni pubblicate dagli intermediari con quelle a disposizione dell'Autorità attraverso il regime di *transaction reporting*, al fine di rilevare eventuali incongruenze fra l'informativa resa disponibile al pubblico e quella segnalata alla Consob.

Tale approccio ha consentito il raggiungimento di tre principali obiettivi operativi. Accanto alla vigilanza sul rispetto degli obblighi di trasparenza, esso ha permesso il controllo della correttezza delle segnalazioni pervenute alla Consob attraverso il regime di *transaction reporting* nonché la verifica del grado di comprensione del regime di trasparenza e del regime di *transaction reporting* e, quindi, l'avvio di azioni di *policy* volte a fornire ulteriori chiarimenti, laddove ritenuto necessario, attraverso l'emanazione di Comunicazioni.

La vigilanza in tema di obblighi di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione ha interessato inoltre la verifica che le informazioni pubblicate attraverso l'utilizzo di diversi canali fossero affidabili e strutturate, in modo da consentire un'analisi comparata dei prezzi registrati nelle diverse sedi di negoziazione, nonché disponibili in un formato tale da risultare facilmente consolidabili e comprensibili.

L'utilizzo per la diffusione di siti *web* (proprietari o di strutture di un soggetto terzo) che precludono l'accesso alle informazioni attraverso processi "automatizzati" rappresentano, secondo quanto indicato dal Cesr, un ostacolo al

consolidamento. In tale quadro, l'informazione resa pubblica deve poter consentire: i) l'accessibilità ai dati attraverso mezzi elettronici automatizzati (*machine readable*); ii) il facile consolidamento dei dati e il loro utilizzo a fini commerciali; iii) l'accesso alle informazioni anche attraverso la presenza di istruzioni chiare in merito alle modalità con le quali gli utenti possono accedere alle informazioni.

Le evidenze raccolte su 42 canali di pubblicazione delle informazioni hanno mostrato che la gran parte di tali canali sono caratterizzati da un accesso agevole alle informazioni, con un contenuto minimo di informazioni (codice Isin, data/ora della transazione, prezzo, valuta e quantità) disponibile in formati accessibili. Relativamente alla tipologia di informazioni post-negoziazione pubblicate, è emerso che la quasi totalità dei soggetti obbligati non forniscono informazioni aggiuntive rispetto a quelle previste e solo un numero ristretto di soggetti pubblica ulteriori informazioni rispetto a quelle minime richieste (tipicamente la denominazione del titolo oggetto della transazione, una breve descrizione dello stesso oppure il controvalore scambiato). Con riferimento al tempo di permanenza delle informazioni pubblicate sui canali, la maggioranza dei soggetti obbligati rende disponibili le informazioni *post*-negoziazione per un periodo intercorrente tra 1 mese e 3 mesi; circa un terzo invece le mantiene pubbliche per oltre un anno.

Infine, ancora in tema di trasparenza delle negoziazioni e canali utilizzati, la Consob, in collaborazione con l'Associazione Bancaria Italiana (Abi), ha condotto verifiche in merito alla continuità del servizio dei siti proprietari e dei sistemi volti alla diffusione delle informazioni gestiti dagli intermediari. Ciò in considerazione degli obblighi a carico dei canali di pubblicazione delle informazioni di possedere adeguati sistemi di emergenza che indicano le modalità con le quali gli obblighi continuano a essere rispettati in caso di indisponibilità di un sistema.

Secondo quanto indicato nella Comunicazione Consob del 1° ottobre 2009, infatti, fra i presidi richiesti vi sono la nomina di un referente per la continuità operativa (*business continuity*), la produzione e il costante aggiornamento degli scenari di rischio rilevanti per la continuità operativa dei servizi/adempimenti dovuti nonché la previsione di tempi di ripristino dei servizi/adempimenti in caso di disfunzione e, con riferimento ai sistemi informativi, l'adozione di soluzioni tali da eliminare o ridurre al minimo la perdita di informazioni.

L'indagine è stata indirizzata ai soggetti che gestiscono canali di diffusione delle informazioni *post*-negoziazione così come censiti nell'elenco Consob. Le informazioni oggetto d'analisi sono state fornite da 58 dei soggetti censiti dall'Istituto, pari al 59 per cento circa del totale, che garantiscono una rappresentatività del 63 per cento circa dei soggetti che usufruiscono di tali canali. In via generale, il monitoraggio condotto ha mostrato il rispetto delle disposizioni normative e delle indicazioni fornite dalla Comunicazione del 1° ottobre 2009.

Nel corso del 2009 sono stati formulati dalla Consob alcuni chiarimenti di natura applicativa in merito alle disposizioni del Regolamento Mercati adottate in attuazione della Direttiva MiFID. Dopo un'ampia fase di consultazione, infatti, nell'aprile 2009, la Commissione ha adottato una comunicazione complementare a quella già emanata il 21 gennaio 2008 a seguito delle modifiche regolamentari intervenute con il recepimento della Mifid. La nuova comunicazione ha integrato e aggiornato la precedente sui temi del *transaction reporting*, dell'internalizzazione sistematica e delle comunicazioni alla Consob da parte delle società di gestione dei mercati regolamentati.

In particolare, la comunicazione dell'aprile 2009 ha previsto: i) in tema di *transaction reporting*, l'introduzione di codici di identificazione degli strumenti finanziari alternativi agli Isin e denominati AII (*Alternative Instrument Indentifier*) nonché la previsione della possibilità per gli intermediari di avvalersi degli Mtf italiani per l'invio alla Consob delle segnalazioni; ii) in tema di attività di internalizzazione sistematica, l'introduzione di uno schema per standardizzare il contenuto delle informazioni da inviare all'Istituto in occasione di nuove ammissioni di strumenti finanziari alle negoziazioni, ovvero di cessazioni dalle negoziazioni; iii) in tema di comunicazioni alla Consob da parte delle società di gestione dei mercati regolamentati l'invio delle informazioni anagrafiche relative agli strumenti finanziari ammessi a negoziazione, in vista dell'attuazione del progetto Irds (*Instrument Reference Data System*) che prevede la costituzione di un'anagrafe centralizzata presso il Cesr degli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati europei.

Con successiva comunicazione, nell'ottobre 2009, la Consob ha compendiato in un unico documento i chiarimenti di natura applicativa in materia di mercati fornendo una versione coordinata delle due precedenti comunicazioni (rispettivamente, quella del gennaio 2008 e dell'aprile 2009) nella quale sono organicamente trattati il sistema di *transaction reporting*, la pubblicazione e il consolidamento delle informazioni *pre*-negoziazione e *post*-negoziazione, l'avvio e la cessazione dell'attività di internalizzatore sistematico, le misure per la continuità operativa di funzioni essenziali e le comunicazioni delle società di gestione dei mercati regolamentati.

5 I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nel corso del 2009 la Consob ha rilasciato l'intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione di modifiche al Regolamento operativo della Cassa di Compensazione e Garanzia Spa.

In particolare nel mese di ottobre, con Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia, sono state approvate le modifiche al regolamento e alle istruzioni della controparte centrale, volte all'introduzione della possibilità, per gli operatori ammessi alle negoziazioni sul mercato Idex di Borsa Italiana, di richiedere la consegna fisica

dell'energia elettrica sottostante al contratto future ivi negoziato, in alternativa al regolamento finale del differenziale per contanti. Con un altro Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia, nello stesso mese, sono state approvate le modifiche al regolamento e alle istruzioni inerenti all'avvio del servizio di controparte centrale nel segmento dei Pronti contro Termine *overnight* del mercato gestito da Mts Spa.

Nel mese di luglio la Cassa di Compensazione e Garanzia è stata autorizzata dalla *Financial Services Authority* (Fsa) del Regno Unito alla prestazione dei servizi di controparte centrale nei mercati inglesi, in qualità di *recognised overseas clearing house (Roch).* Il processo finalizzato all'ottenimento dell'autorizzazione è durato alcuni mesi e si è svolto in piena collaborazione fra l'Fsa, Consob e Banca d'Italia.

Nel corso del 2008 Consob, insieme a Banca d'Italia, avvalendosi della facoltà prevista dall'articolo 82, comma 2, del Tuf, aveva inviato a Monte Titoli Spa, quale società autorizzata alla gestione accentrata di strumenti finanziari, un documento contenente linee guida tese a rendere più efficienti le modalità operative di gestione degli aumenti di capitale a pagamento. Sulla base delle suddette linee guida, nel 2009, Monte Titoli, con la collaborazione attiva di tutti gli *stakeholder*, ha predisposto un modello operativo di gestione delle operazioni di aumento di capitale a pagamento che prevede l'attribuzione della disponibilità dei nuovi titoli in un unico momento, in un breve lasso di tempo successivo alla chiusura dell'operazione.

In dettaglio, il modello operativo di gestione delle operazioni di aumento di capitale a pagamento prevede le seguenti fasi: i) esercizio dei diritti di opzione entro le ore 15:30 dell'ultimo giorno del periodo di opzione; ii) regolamento del contante nel sistema di pagamento lordo gestito dalla Banca d'Italia (*Target2*), tra le ore 15:30 e le ore 16:30; iii) accredito delle azioni rivenienti con blocco, tra le ore 16:20 e le ore 16:30; iv) sblocco automatico delle azioni rivenienti dopo le ore 18:00 e disponibilità per il ciclo di liquidazione notturna del giorno successivo.

Proseguono i lavori volti all'introduzione di una piattaforma unica di liquidazione – *Target 2 Securities* – promossa dalla Banca Centrale Europea. Nel corso dell'anno sono stati discussi alcuni aspetti legali relativi al rapporto fra l'Eurosistema e i depositari centrali nazionali, quali la struttura di *governance* del progetto nella fase di sviluppo e lo schema tariffario. A metà anno, le parti hanno assunto un impegno reciproco a procedere nell'iniziativa, attraverso la sottoscrizione di un *Memorandum of Understanding.*

3 La vigilanza sugli intermediari

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

Nel corso del 2009 la vigilanza sugli intermediari si è avvalsa, come di consueto, delle informazioni acquisite nel corso di incontri con esponenti aziendali nonché a seguito di richieste formali di dati e notizie.

In particolare, si sono tenuti 52 incontri con esponenti aziendali di banche (di cui 18 a seguito di formale convocazione ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. *a)*, del Tuf) e 45 con esponenti aziendali di Sim (di cui 11 a seguito di formale convocazione); sono state inoltre formulate 52 richieste formali di dati e notizie.

Sono state avviate 13 ispezioni, rispettivamente nei confronti di 3 Sim, 9 banche e una società di gestione del risparmio (Tav. 27).

Tav. 27 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	--
2009	13	15	3	9	1	--	--	3	8	4	--	--

[1] Sono incluse le società fiduciarie e le succursali italiane di imprese di investimento comunitarie.

Come si illustrerà in maggior dettaglio di seguito, le ispezioni condotte nei confronti degli intermediari bancari sono state finalizzate soprattutto ad acquisire

informazioni sulle soluzioni organizzative e procedurali adottate, ai fini dell'adeguamento alla Direttiva MiFID, con particolare riferimento alla distribuzione di prodotti illiquidi alla clientela al dettaglio (anche alla luce della comunicazione in materia emanata nel marzo 2009; si veda il §4 del successivo Capitolo V "*L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali*"). In 4 casi sono state verificate inoltre le modalità adottate nella negoziazione di strumenti finanziari derivati Otc con Enti Locali. In un caso si è invece valutata l'aderenza e la conformità delle procedure relative ai sistemi di interconnessione alle prescrizioni previste dalle disposizioni contenute nel Regolamento dei mercati gestiti da Borsa Italiana Spa, l'adeguatezza delle disposizioni funzionali alla rilevazione delle operazioni sospette in tema di abusi di mercato e le procedure di monitoraggio dell'esposizione infragiornaliera della clientela.

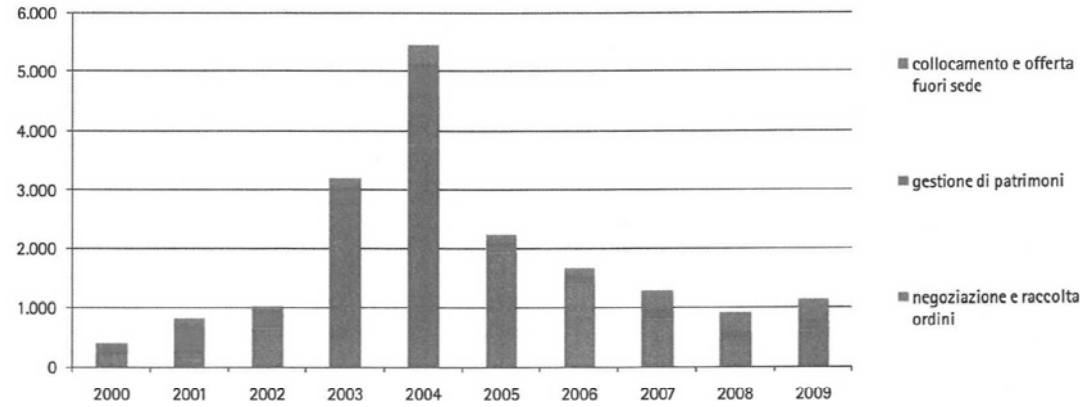
Nei confronti di 2 Sim sono state verificate le modalità di individuazione e gestione dei conflitti di interessi, le procedure di valutazione di adeguatezza e appropriatezza delle operazioni disposte dalla clientela e il *pricing* dei titoli illiquidi collocati. Si segnala inoltre un accertamento generale condotto nei confronti di una Sim al fine di verificare le modalità procedurali di prestazione dei servizi di investimento, svolto congiuntamente alla Banca d'Italia sulla base delle rispettive competenze.

È stata inoltre sottoposta a ispezione una Sgr di fondi speculativi (cosiddetti *hedge fund*) che ha manifestato difficoltà nel far fronte alle richieste di rimborso relative a uno dei propri fondi, a sua volta investito in fondi *hedge off-shore*.

Sono state, infine, effettuate a Banca d'Italia 6 richieste di estensione di verifiche ispettive in corso per 4 banche e 2 Sim, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf.

L'attività di vigilanza ha tratto impulso anche dagli esposti ricevuti relativamente alla prestazione di servizi di investimento e alla gestione collettiva del risparmio, che nel 2009 sono lievemente cresciuti rispetto al 2008 (Fig. 76).

Fig. 76 Esposti ricevuti dalla Consob in materia di servizi di investimento



Le indagini ispettive avviate nel 2009 nei confronti degli intermediari sono state mirate a verificare gli adeguamenti, di tipo strategico e procedurale, conseguenti al recepimento della MiFID. Tali iniziative si pongono in un rapporto di continuità con la prima fase di indirizzo dell'azione di vigilanza che, a partire dal 2007, è stata modulata in una serie di incontri con gli esponenti aziendali dei principali operatori e nell'elaborazione di chiarimenti interpretativi, forniti al mercato anche attraverso misure di livello 3.

In particolare, nel corso dell'anno sono stati realizzati interventi distinti per tipologia di intermediario (grandi gruppi, gruppi di medie dimensioni e banche di credito cooperativo).

Con riguardo ai gruppi di maggiori dimensioni, particolare attenzione è stata riservata alle modalità di distribuzione alla clientela *retail* delle proprie obbligazioni bancarie. 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.

Dagli esiti degli accertamenti effettuati è emerso che gli assetti organizzativi e comportamentali non sono ancora allineati agli interessi dei clienti. Persistono, infatti, taluni scostamenti sostanziali fra gli adeguamenti richiesti dalla nuova disciplina e le prassi seguite dagli operatori. Tale fenomeno si evince, tra le altre cose, dalle politiche commerciali adottate e dai sistemi di incentivazione del personale di *front office*, con conseguenti effetti distorsivi sulla conduzione della valutazione di adeguatezza.

Nei casi esaminati, in particolare, le politiche commerciali sono state declinate con una evidente focalizzazione sui prodotti da distribuire, piuttosto che *sulla qualità del servizio erogato, e le campagne commerciali sono state svolte a* sostegno di specifiche tipologie di prodotti, senza alcun vaglio preventivo della capacità, finanziaria e culturale, della clientela.

È emerso, altresì, che i sistemi di incentivazione del personale di *front office* privilegiano obiettivi in termini di margini reddituali e di volumi di prodotti collocati, circostanza che ingenera potenziali conflitti di interessi con la clientela.

L'attenzione agli obiettivi di vendita dei prodotti si riflette nelle modalità adottate per la conduzione della valutazione di adeguatezza. Queste, infatti, sono risultate insoddisfacenti in quanto ancorate a logiche elementari, di tipo sintetico, che non consentono la piena valorizzazione di tutte le caratteristiche dell'investitore e dello strumento oggetto dell'operazione.

In tale contesto è stata rilevata la presenza di operazioni inadeguate, strumentalmente imputate all'"iniziativa del cliente", ovvero la continua "riprofilatura" dei clienti, strumentale a valutare come adeguate e consigliabili operazioni sui titoli oggetto delle campagne commerciali dell'intermediario.

Alla luce delle evidenze raccolte, la Consob nel febbraio 2010 ha ordinato a 2 banche di convocare i rispettivi Consigli di amministrazione per

esaminare e rimuovere le criticità rilevate (ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. *b)*, del Tuf).

Oltre ai citati interventi, un'iniziativa di vigilanza di particolare valenza ha riguardato il collocamento di un prestito obbligazionario a conversione obbligatoria, con abbinati *warrant* su azioni ordinarie, da parte di un istituto bancario. L'offerta, inizialmente rivolta esclusivamente in opzione ai soci, è stata successivamente aperta anche alla clientela *retail*.

In occasione dell'offerta al pubblico *retail*, la Consob, avendo presente la complessità della struttura finanziaria del titolo e il ridotto grado di liquidità, ha ritenuto opportuno intensificare i controlli sul rispetto delle regole di condotta previste dalla normativa vigente nella fase del collocamento.

Gli accertamenti condotti hanno rivelato significative carenze delle procedure operative utilizzate nonché rilevanti irregolarità nella distribuzione da parte dell'intermediario dei titoli obbligazionari di propria emissione con riguardo alla prevalenza di operazioni inadeguate, a seguito di strumentale classificazione delle stesse come operazioni a "iniziativa del cliente"; alla "riprofilatura" dei clienti tesa a valutare come adeguate le operazioni sui titoli oggetto dell'offerta; alla mancata effettiva valutazione del profilo di illiquidità dei titoli stessi.

L'Istituto ha pertanto emanato un provvedimento ingiuntivo nei confronti dell'intermediario, ai sensi dell'art. 51, comma 1, del Tuf.

Gli interventi sugli intermediari di medie dimensioni hanno riguardato 10 gruppi bancari riconducibili, per le rispettive specificità operative, a 3 diverse tipologie (banche specializzate in attività di nicchia, banche radicate nel territorio tradizionalmente servito e banche di emanazione estera a vocazione internazionale).

Nei confronti di tali operatori, coerentemente con le iniziative di vigilanza riguardanti i principali intermediari, l'azione di vigilanza ha perseguito l'obiettivo di addivenire a una ricognizione dello stato di attuazione degli adeguamenti richiesti dalla MiFID.

La verifica ha avuto ad oggetto, in particolare, le soluzioni procedurali e operative adottate dagli intermediari in materia di distribuzione di prodotti illiquidi alla luce della citata comunicazione del 2 marzo 2009. Tale verifica proseguirà nel corso del 2010, nei confronti di alcuni dei 10 gruppi bancari coinvolti, mediante verifiche ispettive in loco.

Relativamente alle banche di credito cooperativo, nel corso del 2009 sono proseguiti i contatti con la Federazione nazionale delle banche di credito cooperativo (Federcasse), in continuità con le iniziative poste in essere dall'Istituto tese ad "accompagnare" l'industria dei servizi di investimento nel complesso processo di adeguamento alla nuova disciplina.

La Federcasse rappresenta quasi tutte le banche di credito cooperativo italiane e, per il tramite delle proprie Federazioni regionali, svolge in *outsourcing* il ruolo di "revisione interna" e talvolta anche di controllo di conformità per gli

aderenti. L'interazione con Federcasse, quindi, ha consentito alla Consob di raggiungere, seppur in maniera mediata, tutte le banche di credito cooperativo, che, nel comparto bancario, individuano un sistema caratterizzato da talune peculiarità, tra le quali l'elevato numero di soggetti di piccole dimensioni, il radicamento territoriale e la forte componente associativa.

Gli interventi attuati nei confronti del sistema di credito cooperativo, anche mediante l'invio di richieste di informazioni direttamente a taluni intermediari, si sono concentrati soprattutto sulle tematiche della *best execution* e della distribuzione di obbligazioni bancarie proprie. In particolare, in relazione a tale ultimo tema, specifica attenzione è stata dedicata al processo di adeguamento procedurale ai principi chiariti con la citata comunicazione sulla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi. Un primo segnale di allineamento ai contenuti della comunicazione si rinviene nel progetto di "quotare" le emissioni di titoli obbligazionari delle banche di credito cooperativo in un sistema di negoziazione multilaterale (Mtf). Tale soluzione, che dovrebbe garantire ai titoli interessati un elevato grado di liquidabilità (ossia, condizioni di smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole e a prezzi significativi), presuppone, almeno in una fase iniziale, l'impegno delle singole banche a svolgere le funzioni di "*liquidity provider*" a sostegno della significatività delle transazioni sull'Mtf.

Con riguardo alla vigilanza nei confronti delle Sim, come prima anticipato, nel corso del 2009 si sono tenuti 45 incontri con i relativi esponenti aziendali, di cui 11 a seguito di convocazione formale. In tali occasioni si è provveduto ad acquisire elementi informativi circa le soluzioni intraprese e/o in corso di attuazione finalizzate al corretto adeguamento degli assetti organizzativi e operativi alla cornice di riferimento disegnata dalla MiFID.

Particolare attenzione è stata dedicata alle modalità di prestazione del servizio di collocamento anche mediante offerta fuori sede, in ragione della rilevanza che le attività distributive (piuttosto che quelle "produttive") rivestono nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento da parte delle Sim. In tale contesto, risulta cruciale verificare l'effettività del modello di servizio basato sull'abbinamento al servizio di collocamento della consulenza, al fine di sollecitare un innalzamento della qualità della medesima.

Nell'ambito della collaborazione con il Ministero dell'Economia e delle Finanze la Consob ha reso, nel corso dell'anno, 7 pareri.

Di questi, 2 si riferiscono al Fondo Nazionale di Garanzia, uno riguarda modifiche al regolamento attuativo dell'art. 37 del Tuf sui fondi comuni di investimento, uno è relativo ai requisiti di onorabilità e professionalità per l'iscrizione all'albo dei promotori finanziari e uno attiene a una proposta di amministrazione straordinaria di una Sim; i restanti 2 concernono, rispettivamente, la liquidazione coatta di una Sgr e le modifiche al decreto relativo all'aggiornamento delle norme di trasparenza per le operazioni di collocamento di titoli di Stato.

Nel 2009 l'Istituto ha inoltre collaborato con il Ministero dell'Economia e delle Finanze al fine di redigere l'allegato allo schema di regolamento ministeriale volto a definire i criteri e i principi necessari per la stipula di contratti di finanziamento, anche con componenti derivative, da parte degli Enti locali e territoriali. Tale allegato contiene le istruzioni metodologiche per la predisposizione dell'informativa finalizzata alla trasparenza dei contratti, ovvero alla rappresentazione in forma tabellare degli scenari probabilistici di rendimento sulla base dell'orizzonte temporale considerato nel contratto. L'approccio mutua parzialmente quello adottato dalla Commissione per il modello di vigilanza di trasparenza relativo ai prodotti del risparmio gestito e ai prodotti finanziario - assicurativi.

Nel 2009 il Fondo Nazionale di Garanzia, nell'ambito della cosiddetta nuova gestione avviata con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato dal 1° febbraio 1998, è intervenuto in un caso di insolvenza di una Sgr. La nuova gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, relativa alle insolvenze pregresse e alla cui copertura concorre il Ministero dell'Economia e delle Finanze (Tav. 28).

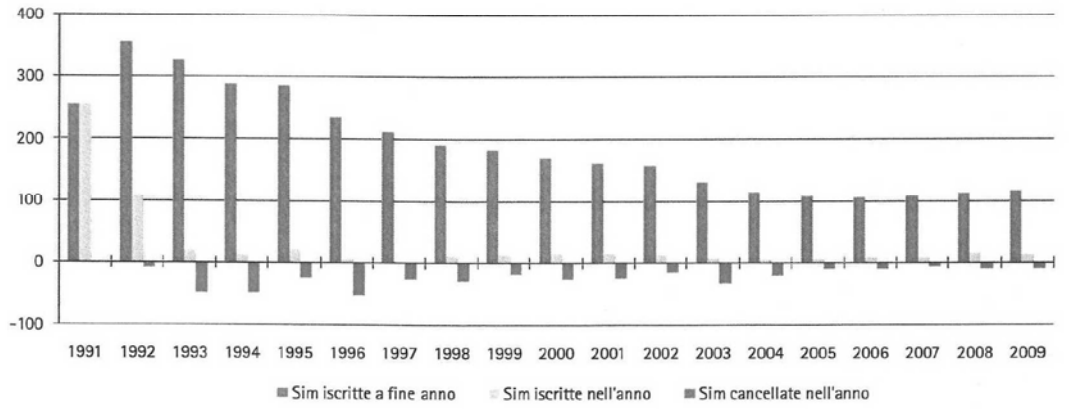
Tav. 28 Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2008; valori monetari in migliaia di euro)

	Insolvenze[1]			
	Sim	Agenti di cambio	Sgr	*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
2009	--	--	1	1
Totale insolvenze	*16*	*9*	1	*26*
di cui con avvenuto deposito dello stato passivo	*16*	*9*	--	*25*
Numero creditori ammessi	2.592	1.011	--	*3.603*
Importo crediti ammessi[2]	28.277	43.609	--	*7.1836*
Interventi del fondo[3]	8.393	10.471	--	*19.134*

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.

Al 31 dicembre 2009 risultavano iscritte all'Albo delle Sim tenuto dalla Consob 116 intermediari (113 a fine 2008), di cui 5 società fiduciarie. Nel corso dell'anno sono intervenute 13 iscrizioni e si sono registrate 10 cancellazioni.

Fig. 77 Albo delle Sim



Le nuove iscrizioni sono attribuibili soprattutto alle modifiche normative legate all'attuazione della MiFID: 10 iscrizioni riguardano, infatti, intermediari monofunzionali operativi nei servizi di consulenza e di gestione di Mtf.

Quanto alle cancellazioni dall'Albo, prevalgono le uscite dovute a crisi degli intermediari (6); seguono quelle motivate da transizioni verso altri modelli operativi (trasformazioni in banche e in Sgr) (Tav. 29).

Relativamente alla sezione dell'Albo dedicata alle imprese di investimento estere, a fine 2009 risultavano iscritte 1.790 imprese di investimento comunitarie senza succursale (a fronte di 242 nuove registrazioni) e 43 imprese di investimento comunitarie con succursale (a fronte di 6 nuove iscrizioni); 28 intermediari risultavano iscritti in entrambe le sezioni (vista la possibilità di prestare servizi di investimento con e senza succursale). Non risultano iscritte imprese di investimento extra comunitarie.

Nel corso del 2009 è proseguita l'azione di vigilanza in materia di trasparenza dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione. Durante l'anno sono stati depositati presso gli archivi della Consob 969 prospetti (1.136 nel 2008), tra primi depositi e successivi aggiornamenti, relativi a prodotti finanziari di tipo *unit-linked, index-inked* e capitalizzazione (Tav. 30).

Tav. 29 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*
2009	6	--	--	3	1	--	--	--	*10*

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).

Tav. 30 Interventi di *enforcement* sui prodotti assicurativi svolti nel 2009

			Interventi di vigilanza distinti per area					
Tipologia di contratto	Prospetti depositati	Prospetti oggetto di vigilanza	*Unbundling* dell'investimento	Struttura finanziaria e rischio	Meccanismi di rivalutazione	Scenari di rendimento	Altro	*Totale*
unit linked	537	153	80	89	--	35	54	*258*
index linked	255	154	120	63	--	112	15	*310*
capitalizzazione	177	21	12	2	14	--	4	*32*
Totale	*969*	*328*	*212*	*154*	*14*	*147*	*73*	*600*

Sulla base del modello di vigilanza *risk-based* sono stati selezionati inizialmente 328 prospetti (circa il 30 per cento del totale; 215 nel 2008) con potenziali criticità informative relative alla rappresentazione dei costi, alla struttura finanziaria dei prodotti, agli scenari di rendimento e all'orizzonte temporale. A seguito di tali segnalazioni in 70 casi sono stati apportati aggiornamenti ai prospetti.

Anche nel 2009 l'attività di monitoraggio sull'esposizione al rischio di credito connessa all'emissione di prodotti *index-linked* ha consentito di veicolare agli investitori un'informativa puntuale e aggiornata sulle situazioni critiche, con particolare riferimento alle insolvenze di intermediari islandesi e di Lehman Brothers.

In particolare, l'attività di vigilanza ha cercato di garantire la trasparenza informativa sulle iniziative di tutela degli investitori avviate da numerose imprese di assicurazione e finalizzate alla restituzione, con modalità differenti, del premio originariamente versato alla data di scadenza del prodotto ovvero, in alcuni casi, a una data successiva. Tali iniziative hanno riguardato per la quasi totalità prodotti finanziario-assicurativi di tipo *index-linked* per un controvalore complessivo pari a circa 2,5 miliardi, di cui 800 milioni di euro relativi a prodotti garantiti da una società veicolo di un gruppo italiano, 1,3 miliardi di euro riconducibili a prodotti con sottostante Lehman Brothers e 400 milioni di euro riferibili a *index-linked* con sottostante banche islandesi.

Nel 2009 è stato inoltre aggiornato il processo di deposito in Consob dei prospetti d'offerta dei prodotti finanziario-assicurativi prevedendo che le società di assicurazione possano adempiere agli obblighi di comunicazione previsti dal Regolamento Emittenti tramite procedure informatiche. Conseguentemente sono stati eliminati gli invii dei supporti cartacei.

Nel 2009 sono proseguiti i lavori tra Consob e Banca d'Italia al fine di dare attuazione al Protocollo d'intesa stipulato a ottobre 2007 ai sensi dell'art. 5, comma 5-*bis*, Tuf.

In particolare, nel settembre 2009 è stato siglato un accordo per disciplinare le modalità di scambio reciproco dei dati statistici acquisiti nello svolgimento delle rispettive attività di vigilanza con riferimento all'area dei servizi di investimento e del risparmio gestito. Tale accordo ha rinnovato e integrato un precedente Protocollo d'intesa del febbraio 2001. Le due Autorità hanno perfezionato e migliorato le modalità attraverso cui realizzano la necessaria collaborazione nell'ambito dell'attività di vigilanza, anche e soprattutto ai fini di una migliore reciproca valorizzazione degli accertamenti condotti in via ispettiva. In tale contesto, sono stati altresì effettuati periodici incontri di coordinamento aventi ad oggetto le iniziative di vigilanza in corso. Infine, Consob e Banca d'Italia hanno concordato di procedere congiuntamente all'esame delle linee guida elaborate dalle Associazioni di categoria degli intermediari sulle materie disciplinate nell'ambito del Regolamento congiunto del 29 ottobre 2007.

2 Le società di gestione del risparmio

Nel corso del 2009 il comparto della gestione del risparmio è stato interessato da processi di riorganizzazione attuati in prevalenza mediante operazioni di fusione o di estensione dell'operatività. In particolare, in seguito all'eliminazione dell'esclusività dell'oggetto sociale delle Sgr speculative (*ex* art. 1, comma 1, del Provvedimento Banca d'Italia del 21 giugno 2007), alcune Sgr tradizionali hanno incorporato le strutture di gestione delle Sgr dei fondi speculativi (cosiddetti *hedge*); al contempo, alcune Sgr di fondi *hedge* hanno richiesto l'estensione dell'operatività ai fondi tradizionali.

La Commissione ha inviato, nel corso dell'anno, 106 richieste di dati e notizie alle Sgr italiane e ha effettuato 118 incontri, di cui 31 a seguito di formale convocazione di esponenti aziendali; ha inoltre rilasciato 41 pareri a Banca d'Italia che hanno avuto ad oggetto prevalentemente le operazioni di fusione o di estensione operativa appena menzionate.

Gli effetti della crisi finanziaria hanno continuato a dispiegarsi sull'intero settore del risparmio gestito italiano anche nel corso del 2009. I fondi comuni aperti di tipo tradizionale e i fondi speculativi hanno subito forti deflussi, arrestatisi solo a fine anno, quando sono emersi deboli segnali di ripresa.

In questo contesto, l'attività di vigilanza è stata mirata ad accertare il rischio di liquidità e, più in generale, i rischi assunti dai fondi italiani anche in ragione della natura transnazionale dell'attività di gestione. In particolare, è stata monitorata l'esposizione al rischio emittente delle Sgr di fondi aperti tradizionali nei confronti dei paesi emergenti e dei paesi dell'Est Europa (per un totale di 30 paesi) e di alcuni paesi europei caratterizzati da un debito pubblico molto elevato. Speciale attenzione è stata prestata alle Sgr di piccole dimensioni, particolarmente penalizzate dai flussi di riscatto, verificando che la riduzione dei patrimoni gestiti non avesse compromesso l'efficienza gestoria dei fondi.

I controlli hanno riguardato 13 Sgr e 2 Sicav e si sono avvalsi sia della documentazione pervenuta in ottemperanza degli obblighi informativi periodici sia delle informazioni acquisite nel corso di incontri, tenuti a seguito di convocazioni formali, con gli esponenti aziendali degli operatori coinvolti.

L'analisi ha evidenziato profili di criticità concernenti la strategia delle società in relazione alla gestione di fondi con ridotte dimensioni patrimoniali, i processi organizzativi mediante i quali le società hanno predefinito il *modus agendi* nella prestazione dei servizi di gestione di portafogli collettivi e individuali e l'operatività posta in essere, con particolare riferimento alla gestione dei fondi cosiddetti flessibili.

Dalle evidenze raccolte con riguardo all'operatività dei fondi comuni di tipo flessibile, è emerso, infatti, che i sistemi di controllo del rischio utilizzati dalle Sgr esaminate non sembrano aver consentito lo svolgimento di un'attività di gestione

coerente con il limite di rischio dei prodotti dichiarato nel prospetto d'offerta. Si è rilevato, peraltro, che alcuni dei fondi flessibili a rischio "alto" inclusi nel campione mostrano un Ter (*Total Expense Ratio*) significativamente superiore a quello medio del settore (definito con riguardo ai fondi appartenenti alla medesima classe di rischio). Ciò è in parte riconducibile al mancato raggiungimento delle economie di scala connesse alla dimensione della massa gestita, che non ha permesso di ridurre l'incidenza dei costi fissi.

Con riferimento ai fondi *hedge*, costituiti in prevalenza da fondi di fondi, la vigilanza si è inizialmente concentrata sui provvedimenti assunti dalle Sgr per gestire le tensioni di liquidità, quali la dilazione dei rimborsi (cosiddetto *gate*) o il trasferimento delle posizioni illiquide in nuovi fondi di tipo chiuso costituiti *ad hoc* (cosiddetto *side-pocket*). Sono poi state affrontate le criticità collegate alla effettiva conoscenza delle caratteristiche di rischiosità dei fondi *target* da parte dei gestori di fondi di fondi *hedge* e alla insufficiente articolazione del processo di investimento, con particolare riguardo all'attività di acquisizione e analisi di informazioni adeguate all'assunzione di scelte di investimento (cosiddetta *due diligence*).

Gli elementi informativi utili a ricostruire i tratti salienti del modo di operare dei gestori *hedge* italiani sono stati acquisiti – tramite apposite richieste – dalle 5 società incaricate della revisione contabile di tutti i fondi operativi a fine 2008.

In generale, sono emerse inefficienze nell'articolazione dell'attività gestoria. In 2 casi, in particolare, l'impatto della crisi di liquidità ha assunto caratteri tali da richiedere l'acquisizione di ulteriori elementi informativi tramite verifiche ispettive. Per una Sgr, in relazione a un fondo di fondi *hedge*, il cui patrimonio è risultato investito per la quasi totalità in un sistema *master-feeder* di fondi *off-shore*, sono state accertate violazioni normative e irregolarità di eccezionale gravità, tali da indurre la Commissione a proporre al Ministero dell'Economia e delle Finanze la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività e la sottoposizione a liquidazione coatta amministrativa ai sensi dell'art. 57, comma 1, del Tuf; il Ministero ha disposto tale provvedimento con decreto nel mese di luglio. Nei confronti dell'altra Sgr, invece, si è proceduto alla convocazione formale degli organi collegiali, ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. *a)*, del Tuf.

Alla luce delle risultanze acquisite, la Commissione ha ritenuto opportuno formulare talune linee di indirizzo per la definizione di idonee procedure interne finalizzate all'ordinata e corretta attività di ricerca e selezione dei fondi *target*, in conformità alla *ratio* della regolamentazione vigente in tema di correttezza di comportamento e coerentemente con le specificità dell'attività svolta (comunicazione 9079688 del 4 settembre 2009; si veda il successivo Capitolo V "*L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali*").

La vicenda legata al caso Madoff ha continuato a impegnare l'Istituto anche nel corso del 2009.

In particolare, in relazione a una Sgr di fondi aperti, sono state riscontrate esposizioni verso attività riconducibili alla Bernard L. Madoff Investment Securities LLC in violazione degli obblighi di diligenza e correttezza. La Commissione ha pertanto disposto in via d'urgenza la sospensione per 60 giorni degli organi amministrativi della Sgr e la nomina di un commissario incaricato della gestione, ai sensi dell'art. 53, commi 1 e 6, del Tuf. A seguito di ulteriori evidenze emerse nel corso dell'attività di accertamento, la Consob ha poi proposto lo scioglimento degli organi con funzione di amministrazione e controllo della Sgr e la sua sottoposizione alla procedura di amministrazione straordinaria, ai sensi dell'art. 56, comma 1 del Tuf; tale procedura è stata conseguentemente disposta con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze nel mese di giugno. Nei confronti di 3 Sgr speculative si è proceduto invece alla convocazione degli organi collegiali ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. *b)*, del Tuf.

La crisi del settore immobiliare ha determinato difficoltà nello smobilizzo del portafoglio di un fondo immobiliare la cui scadenza era fissata per il 31 dicembre 2008. La Consob, nel corso del primo semestre 2009, è stata impegnata a monitorare le iniziative che la Sgr ha assunto per concludere in modo ordinato e nell'interesse dei partecipanti il processo di liquidazione del fondo.

Tale vicenda ha richiamato l'attenzione su 2 temi rilevanti sotto il profilo della correttezza di comportamento: le modalità di valutazione delle attività dei fondi immobiliari e la condotta delle Sgr in prossimità delle fasi di liquidazione del portafoglio immobiliare.

È stata, pertanto, avviata un'indagine sulle 17 Sgr che gestiscono fondi immobiliari cosiddetti *retail*, al fine di verificare l'esistenza di presidi adeguati per il controllo delle valutazioni rilasciate dagli esperti indipendenti. Gli elementi informativi a supporto sono stati acquisiti in prima battuta mediante richieste di dati e notizie nei confronti di tali società; successivamente si è proceduto, in collaborazione con Banca d'Italia, all'audizione degli esponenti aziendali. In tale ambito sono stati valutati: i) il livello di trasparenza e di strutturazione delle relazioni di stima predisposte dagli esperti; ii) i flussi informativi tra esperti e organi della Sgr e la loro relativa responsabilità; iii) le procedure che disciplinano il cumulo degli incarichi in potenziale conflitto di interessi; iv) l'adeguatezza dei requisiti professionali; v) la presenza di criteri di rotazione dei valutatori (con riferimento ad esempio al cosiddetto "periodo di raffreddamento"); vi) la presenza di controlli che evitino l'eventuale prestazione di ulteriori servizi a latere dell'attività di valutazione al fine di non comprometterne l'indipendenza.

L'indagine ha stimolato il dibattito tra i soggetti interessati (Sgr, esperti indipendenti e rispettive associazioni di categoria), che hanno avviato approfondimenti in merito agli aspetti evidenziati, al fine di definire iniziative di autodisciplina.

Inoltre, la Commissione, congiuntamente con Banca d'Italia, ha avviato ulteriori attività tese a indirizzare le Sgr verso la formalizzazione di regole e

procedure di valutazione degli *asset* immobiliari più stringenti e complete, in grado di assicurare la dovuta trasparenza e la necessaria verificabilità *ex post*. Tali profili assumono particolare rilievo anche in vista del fatto che nel periodo 2012 – 2018 verranno a scadenza circa il 52 per cento dei fondi immobiliari italiani, con un attivo patrimoniale stimabile attorno a 22 miliardi di euro. Tale circostanza solleva il problema del rischio di liquidabilità degli *asset* detenuti in portafoglio. Nel 2010 la vigilanza presterà, pertanto, particolare attenzione alle procedure di liquidazione seguite dalle Sgr i cui fondi saranno prossimi alla scadenza "naturale".

Con riferimento ai fondi mobiliari chiusi (o di *private equity*), è continuata la verifica dell'adozione di adeguate procedure interne a presidio delle situazioni di conflitto di interessi originate dalla peculiarità dell'attività svolta. Al riguardo si è proceduto alla convocazione formale degli organi sociali di una Sgr nei cui confronti era stata avviata una verifica ispettiva.

Nel corso del 2009 è stata ultimata un'analisi, condotta in collaborazione con Banca d'Italia, relativa alla valutazione delle condizioni per il passaggio a un sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti, analogo a quello in vigore per tutti gli altri strumenti finanziari.

In esito all'analisi compiuta, è stata sottolineata l'esigenza di ricercare soluzioni maggiormente efficienti per l'articolazione dei processi di sottoscrizione, conversione e rimborso delle quote dei fondi aperti; sono stati altresì indicati taluni interventi che gli operatori (inclusi le società prodotto e i distributori) si apprestano ad attuare (Riquadro 1).

L'esame della struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e della sussistenza dei requisiti di indipendenza degli amministratori è proseguito anche nel 2009.

È stata analizzata, in particolare, la composizione dei consigli di amministrazione delle prime 17 Sgr di matrice bancaria e assicurativa (le quali, con un patrimonio complessivo di oltre 178 miliardi di euro, rappresentavano circa l'84 per cento del totale del patrimonio gestito dei fondi armonizzati di diritto italiano). Dal confronto con la composizione dei Cda rilevata nel 2008 si evince che il numero complessivo dei consiglieri è diminuito di 3 unità, riducendosi da 154 a 151 (Tav. 31).

Nel complesso, continua a registrarsi una minore interconnessione tra i consiglieri della Sgr e i consiglieri della capogruppo e/o del gruppo nel suo complesso, dovuta al minor peso dei consiglieri delle stesse Sgr che ricoprono un incarico presso la capogruppo e/o presso le altre società del gruppo. Più in dettaglio, rispetto all'anno precedente, si registra una riduzione dei consiglieri con incarichi in società del gruppo da 100 a 83; 17 dei predetti 83 consiglieri rivestono incarichi sia nella capogruppo che in altre società del gruppo.

Continua a essere esiguo il numero degli amministratori indipendenti rispetto al numero totale dei consiglieri presenti nelle Sgr comprese nel campione esaminato (soprattutto se raffrontato con la prassi in essere presso le società quotate), con una media di 2,3 consiglieri indipendenti ogni 10 nel 2009. Tale

rapporto segna comunque un miglioramento rispetto all'anno precedente, quando esso si attestava su un valore pari a 1,8.

Tav. 31 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*
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*
2009									
Cariche ricoperte nella capogruppo	Presidente		1						*1*
	Vice Presidente								
	Amministratore Delegato								
	Consigliere	1	3		1	3	1		*9*
	Consigliere esecutivo		2	1		1			*4*
	Consigliere indipendente								
	Direttore Generale		3						*3*
	Vice Direttore Generale			1					*1*
	Dirigente		5			1			*6*
Cariche in altre società del gruppo		6	40	4	6	3		5	*59*
Senza cariche nelle società del gruppo		5	32	2	23	1			*68*
Totale complessivo		*12*	*86*	*8*	*30*	*9*	*1*	*5*	*151*

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi alle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito. Dati di fine periodo. Nel caso di consiglieri con incarichi sia nella società capogruppo che in altre società del gruppo si considera prevalente la rappresentazione dell'incarico nella società capogruppo. Per identificare il concetto di consigliere esecutivo si è fatto riferimento all'art 2381 c.c., mentre, per identificare il concetto di consigliere indipendente si è fatto riferimento alla definizione del protocollo di autonomia di Assogestioni.

Riquadro 1

La gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti

Negli ultimi anni, l'andamento negativo della raccolta dei fondi comuni italiani ha evidenziato alcuni limiti strutturali del settore, per lo più riconducibili agli assetti proprietari delle Sgr, controllate da gruppi bancari, e all'integrazione verticale di produzione e distribuzione dei fondi.

La Consob ha contribuito al dibattito sul tema sin dal gennaio 2008, proponendo di estendere la gestione accentrata in regime di dematerializzazione, prevista per altri strumenti finanziari, alle quote dei fondi aperti allo scopo di stimolare la creazione e lo sviluppo di piattaforme distributive "aperte", consentendo pertanto di moltiplicare i punti di accesso al servizio di gestione collettiva e di selezionare gli intermediari distributori in base alla qualità del servizio prestato.

Nel luglio 2008 Consob e Banca d'Italia, nell'ambito di un gruppo di lavoro sul risparmio gestito che coinvolgeva anche le principali Associazioni di categoria, hanno evidenziato la necessità di analizzare gli aspetti giuridici, economici e operativi del sistema ipotizzato, di definire concrete misure normative e operative per consentirne la realizzazione e di valutare l'impatto di tale regime sui soggetti che intervengono nel processo produttivo e distributivo dei fondi.

Nell'ottobre 2009 è stato pubblicato il Documento che riassume le risultanze dell'analisi effettuata, formulando talune proposte operative. In particolare, è stata sottolineata la necessità di creare condizioni di maggior efficienza e competitività dell'industria del risparmio gestito con riferimento al cosiddetto *fund processing*. La presenza di una pluralità di sistemi, procedure e linguaggi adottati dai soggetti che partecipano al processo distributivo delle quote dei fondi ostacola, infatti, l'instaurazione di nuove relazioni commerciali tra gli stessi e provoca disfunzioni nelle modalità e nei tempi di gestione degli ordini impartiti dai sottoscrittori.

L'ulteriore passaggio a una infrastruttura di sistema, accompagnata dalla gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti, rappresenta l'auspicabile soluzione operativa per una maggiore efficienza dell'industria.

La gestione accentrata – che non implicherebbe la quotazione dei fondi – sarebbe difatti strumentale al funzionamento di un'infrastruttura di sistema volta a interconnettere i flussi informativi di intermediari-distributori,

società di gestione e banche depositarie, così da automatizzare completamente l'esecuzione delle operazioni di sottoscrizione e rimborso e le relative registrazioni, mitigando pertanto i connessi rischi operativi. Tale *single entry point* risulterebbe, peraltro, compatibile con il mantenimento delle convenzioni di collocamento e, quindi, con la libertà delle società di gestione di individuare gli intermediari con i quali interloquire nel processo distributivo dei fondi.

Il maggior grado di apertura del sistema potrebbe rendere più agevoli le scelte commerciali di ampliamento della gamma prodotti, al fine di raggiungere un più ampio spettro di investitori, caratterizzati da differenti livelli di sofisticazione e, per tale via, contribuire alla massimizzazione del valore aggiunto derivante all'investitore dalla prestazione del servizio di consulenza, in linea con quanto richiesto dalla MiFID.

Le società di gestione potrebbero servirsi di un'infrastruttura comune per gestire le fasi del *fund processing* e concentrarsi maggiormente sui momenti del processo di produzione del servizio a più elevato "valore aggiunto" per il sistema finanziario e per gli investitori, ossia la politica di prodotto e la gestione dei portafogli.

Dell'instaurazione di un sistema più competitivo beneficerebbero anche gli investitori, potendo contare su una migliore qualità dei prodotti in termini di politica di gestione o di *pricing* degli stessi e su più rapidi processi di portabilità delle quote dei fondi nel caso in cui decidessero di rivolgersi a distributori maggiormente rispondenti ai propri bisogni.

Dall'analisi svolta è comunque emersa la necessità che: i) l'infrastruttura di sistema sia connotata da flessibilità di funzionamento per cogliere le diverse peculiarità operative dell'industria; ii) gli assetti di *governance* e il sistema di *pricing* del gestore accentrato garantiscano le diverse componenti dell'industria; iii) la gestione accentrata in regime di dematerializzazione coinvolga anche le quote o azioni di Oicr esteri armonizzati commercializzati in Italia.

L'attuazione degli interventi auspicati è rimessa all'iniziativa degli operatori, secondo un approccio graduale che tenga conto della situazione di mercato e dei progressi dell'industria in termini di efficienza e competitività nel *fund processing*. A tal fine le principali Associazioni di categoria hanno avviato la programmazione per la predisposizione di un piano operativo, entro giugno 2010, relativo alla definizione del linguaggio da utilizzare, alle procedure e alle modalità di standardizzazione; tale piano dovrebbe trovare applicazione entro il 2011.

Un ulteriore profilo meritevole di attenzione riguarda il numero di consiglieri indipendenti che ricoprono cariche in società del gruppo, pari a 7 (1 nella capogruppo, i restanti 6 in altre società del gruppo). Tale evidenza costituisce un *miglioramento rispetto all'omologo dato rilevato per il 2008* (13 consiglieri indipendenti, di cui uno ricopriva cariche nella capogruppo e i restanti 12 in altre società del gruppo).

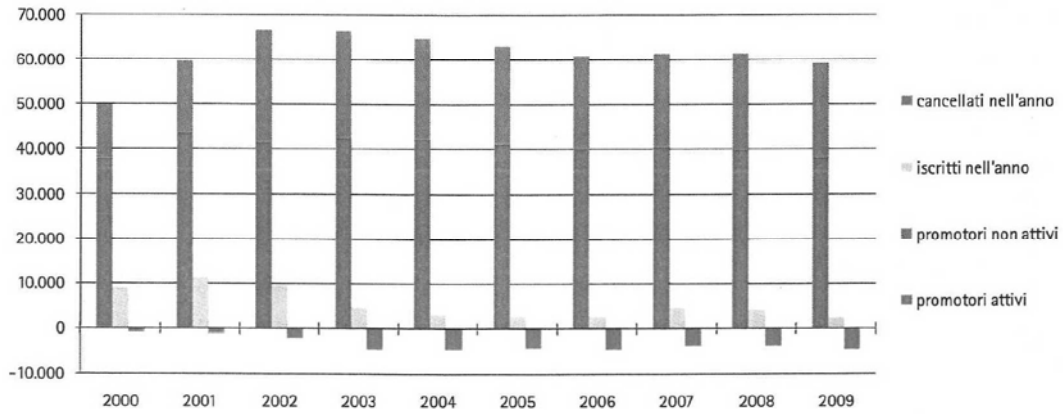
3 I promotori finanziari

L'azione di vigilanza sui promotori finanziari nel corso del 2009 ha preso impulso, come di consueto, dagli esposti provenienti dagli investitori, dall'esito delle verifiche ispettive condotte presso gli intermediari oltre che dalle comunicazioni dell'Autorità Giudiziaria, della Polizia Giudiziaria, dalle segnalazioni degli stessi intermediari e dell'Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari. Complessivamente nel 2009 sono pervenute 524 segnalazioni (a fronte delle 353 dell'anno precedente); di queste 40 sono pervenute dall'Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori.

La Consob ha effettuato 580 richieste di dati e notizie (546 nel 2008) e ha avviato 185 procedimenti amministrativo-sanzionatori (si veda il successivo Capitolo IV "*I provvedimenti sanzionatori e cautelari*"). L'Istituto ha altresì esaminato 7 reclami presentati dai soggetti interessati contro provvedimenti adottati dall'Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori.

Con riferimento alla dinamica dell'Albo dei promotori finanziari – che dal 1° gennaio 2009 non è più gestito dalla Consob, bensì dall'Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari – nel corso del 2009 si è registrata una diminuzione del numero dei soggetti iscritti, da 61.431 a 59.077 (di cui 38.039 attivi) (Fig. 78).

Fig. 78 Albo dei promotori finanziari



I provvedimenti sanzionatori e cautelari 4

1 L'attività sanzionatoria

Nel 2009 la Commissione ha adottato 138 provvedimenti sanzionatori a fronte di 155 procedimenti conclusi per accertate violazioni delle disposizioni del Tuf e dei regolamenti attuativi; tale dato è sostanzialmente in linea con quello dell'anno precedente (quando furono adottati 136 provvedimenti in esito a 156 procedimenti sanzionatori).

L'ammontare complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate ha registrato, invece, un incremento significativo, passando dai circa 6,5 milioni di euro del 2008 a poco più di 21 milioni, riconducibile soprattutto alla vigilanza sugli abusi di mercato e a quella sulle comunicazioni di partecipazioni rilevanti e patti parasociali.

A seguito di accertate fattispecie di *insider trading* sono stati inoltre sequestrati e successivamente confiscati beni per un controvalore complessivo pari a 20,9 milioni di euro (circa 5,5 milioni di euro nel 2008).

Nei confronti degli autori di violazioni che configurano abuso di informazioni privilegiate sono state altresì comminate sanzioni interdittive accessorie (perdita dei requisiti di onorabilità e incapacità ad assumere incarichi di direzione amministrazione e controllo in società quotate) per complessivi 152 mesi (18 mesi nel 2008).

2 I provvedimenti in materia di abusi di mercato

Nel 2009 i provvedimenti sanzionatori assunti dalla Commissione per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato sono stati complessivamente 17 (5 nel 2008), di cui 11 concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e 6 di manipolazione del mercato.

Le sanzioni pecuniarie comminate, di importo pari a complessivi 9,2 milioni di euro (2,1 milioni nel 2008), hanno riguardato in tutto 23 soggetti (6 nel 2008), di cui 20 persone fisiche e 3 persone giuridiche, queste ultime sanzionate ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (cosiddetta "responsabilità dell'ente"; Tav. 32).

Tav. 32 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	Insider trading[1]	8	8	5.358	39.893	8	63
	Manipolazione[2]	3	9	30.207	--	5	54
	Totale	*11*	17	*35.565*	*39.893*	13	117
2008	Insider trading[1]	5	6	2.052	5.478	6	18
	Manipolazione[2]	--	--	--	--	--	--
	Totale	*5*	6	*2.052*	*5.478*	6	18
2009	Insider trading[1]	11	16	7.490	20.893	14	130
	Manipolazione[2]	6	7	1.729	14,6	6	22
	Totale	*17*	*23*	*9.219*	*20.908*	20	152

[1] Illecito sanzionato ai sensi degli art. 187-*bis*, *quater*, *quinquies* e *sexies* Tuf. [2] Illecito sanzionato ai sensi degli art. 187-*ter*, *quater*, *quinquies* e *sexies* Tuf.

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 152 mesi, per un periodo minimo di 2 mesi e fino a un massimo di 15 mesi pro-capite; 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 20,9 milioni di euro.

Tra i procedimenti conclusi si segnalano quelli che hanno portato all'adozione di provvedimenti sanzionatori in relazione ad operazioni di acquisto di azioni Banca Italease poste in essere, tra il 18 e il 23 gennaio 2006, da 7 gestori di patrimoni e di Oicr utilizzando un'informazione privilegiata concernente i predetti strumenti finanziari.

Gli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob hanno evidenziato che, in data 17 gennaio 2006, una persona fisica, allora *Head of European Small-Mid Cap Research Team di Citigroup Global Markets Limited*, comunicò all'*Head of Equity Sales Italy* della succursale di Milano di *Citigroup* l'informazione privilegiata relativa all'allora imminente pubblicazione da parte di *Citigroup* di una ricerca su Banca

Italease, predisposta dalla stessa persona fisica, contenente una raccomandazione *buy* e un *target price* sensibilmente superiore al prezzo di mercato, di cui egli era in possesso in ragione dell'attività lavorativa svolta; tale ricerca fu resa pubblica il 24 gennaio 2006.

Tale informazione privilegiata fu successivamente veicolata (anche tramite altri 2 *salespersons* di Citigroup che successivamente ne sono venuti in possesso) a 7 gestori di patrimoni e di Oicr (operanti per conto di Eurizon Capital Sgr, Leonardo Sgr, Arca Sgr, Banca Popolare di Intra, ABN Amro Asset Management Italy Sgr), che, sfruttando l'informazione privilegiata ricevuta, procedettero tra il 18 e il 23 gennaio all'acquisto di complessive 201.380 azioni Banca Italease.

Quanto sopra ha sostanziato, da un lato, violazione dell'art. 187-*bis* del Tuf (Abuso di informazioni privilegiate), con conseguente applicazione di sanzioni pecuniarie nei confronti delle persone fisiche responsabili delle violazioni per 3,35 milioni di euro circa e d'altro canto una violazione dell'art. 187-*quinquies* del Tuf da parte di Leonardo Sgr, con applicazione di una sanzione pecuniaria di 350 mila euro.

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 un totale di 120 mesi.

In relazione alla medesima fattispecie si sono conclusi nei primi mesi del 2010 analoghi procedimenti sanzionatori avviati nei confronti di 5 gestori operanti per intermediari di diritto estero (Schroder Investment Management Ltd.; Gartmore Investment Ltd.; Dexia Asset Management Belgium S.A.; ODDO Asset Management S.A.). In tale ultimo caso le sanzioni pecuniarie applicate alle persone fisiche gestori sono state in totale pari a 930 mila euro.

Un altro caso di violazione della disciplina in materia di abusi di mercato è stato accertato in relazione a ingenti acquisti di azioni Mediobanca effettuati, tra l'8 e l'11 agosto 2005, da una persona fisica tramite ordini impartiti telefonicamente a un *trader* di Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni Spa (di seguito Bim).

Le modalità operative, seguite dalla persona fisica per effettuare gli acquisti in esame, sono risultate idonee a provocare un anomalo rialzo del prezzo delle azioni Mediobanca al termine della negoziazione continua e nell'asta di chiusura.

Tale condotta illecita – integrante la violazione dell'art. 187-*ter*, comma 3, lett. *b)*, del Tuf – è risultata ascrivibile, oltre che alla persona fisica e al *trader* di Bim, anche al gruppo Coppola, quale soggetto responsabile in solido con l'autore dell'illecito ai sensi dell'art. 6, comma 3, della legge 689/1981 e ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf, essendo stata la sopraindicata violazione commessa dalla persona fisica nell'interesse del medesimo gruppo Coppola.

Conseguentemente sono state applicate, nei confronti delle persone fisiche responsabili delle violazioni, sanzioni pecuniarie per complessivi 750 mila euro, oltre

alla sanzione interdittiva accessoria per complessivi 14 mesi (di cui 12 mesi per la persona fisica e 2 mesi per il *trader* di Bim). Un'ulteriore sanzione di 700 mila euro è stata applicata nei confronti del gruppo Coppola in relazione alla violazione dell'art. 187-*quinquies* del Tuf.

Le indagini espletate con riguardo all'operatività posta in essere dalla persona fisica sui titoli Mediobanca sono all'origine, inoltre, di un ulteriore procedimento sanzionatorio, concluso nel corso del 2009, concernente un caso di abuso di informazione privilegiata posto in essere da un esponente aziendale di Cofito Spa, società controllante di Bim, che, nelle sedute dal 31 maggio 2005 al 9 giugno 2005, ha disposto l'acquisto di 1,3 milioni di azioni Mediobanca per conto di Cofito utilizzando l'informazione privilegiata relativa al fatto che 2 persone fisiche stavano a quel tempo per conferire a Bim importanti ordini d'acquisto di azioni Mediobanca. L'esponente era in possesso di tale informazione in ragione dell'attività lavorativa e delle funzioni svolte all'interno del gruppo bancario Bim.

In relazione all'illecito posto in essere, è stata comminata nei confronti dell'autore della violazione una sanzione pecuniaria pari a 1,8 milioni di euro nonché la sanzione interdittiva accessoria, ai sensi dell'art. 187-*quater*, comma 1, Tuf per complessivi 6 mesi.

Stessa sanzione pecuniaria è stata inoltre applicata a Cofito Spa ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf. Nei confronti di quest'ultima è stata, infine, disposta la confisca dei titoli azionari e obbligazionari già oggetto di sequestro cautelare, per un controvalore complessivo pari a circa 20,7 milioni di euro.

3 I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

I procedimenti concernenti violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare, conclusi nel 2009 con l'adozione di provvedimenti sanzionatori, sono stati in totale 9 (7 nel 2008) e hanno riguardato una banca, 4 Sim, 2 Sgr e 2 agenti di cambio.

Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 1,9 milioni di euro (2,9 milioni di euro nel 2008), sono state comminate nei confronti di 44 esponenti aziendali (103 nel 2008). 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 (Tav. 33 e Fig. 79).

Le irregolarità di maggiore rilevanza hanno riguardato: 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 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;

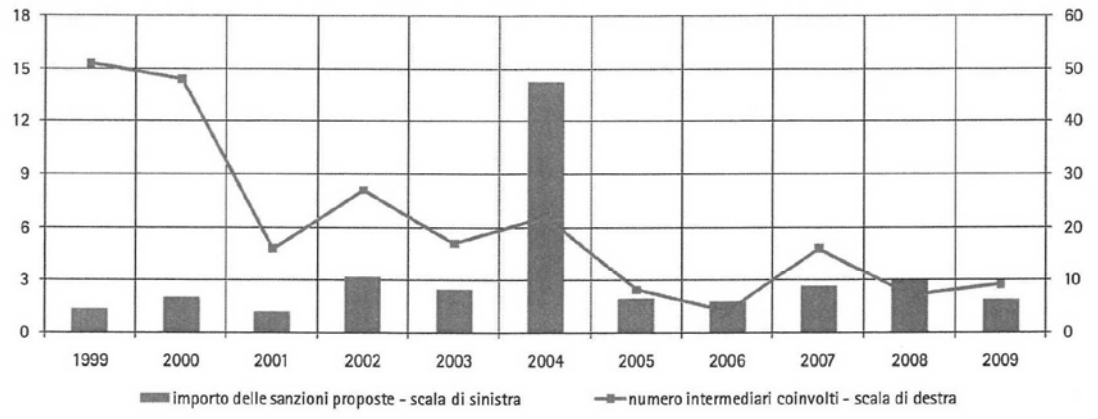
iii) la carenza delle procedure atte a consentire la compiuta valutazione dell'adeguatezza delle operazioni disposte dai clienti; iv) la mancanza di procedure idonee a garantire un'adeguata conoscenza dei prodotti commercializzati.

Tav. 33 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*
2009	1	4	2	2	9	16	6	2	20	*44*	156	380	415	945	*1.896*

[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]
(milioni di euro)



[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.

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggiore rilevanza assunti nel 2009 per accertate violazioni della disciplina in materia di intermediari, si segnala quello adottato nei confronti di esponenti aziendali del gruppo Pirelli (Pirelli & C. Real Estate Sgr Spa e Pirelli & C. Real Estate Spa) in relazione a irregolarità poste in essere nel periodo aprile – luglio 2007 in concomitanza con il lancio, da parte di Gamma RE BV (di seguito "Gamma RE"), di due offerte pubbliche d'acquisto sui fondi Tecla e Berenice, istituiti e gestiti da Pirelli & C. Real Estate Sgr Spa.

Dal complesso degli accertamenti svolti sono emerse 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. Più in particolare è risultato accertato che Pirelli RE Sgr non aveva 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 alla quale erano riconducibili le Opa nei confronti dei fondi Tecla e Berenice, essendo state promosse dalla società-veicolo Gamma RE a sua volta riconducibile alla stessa Pirelli RE.

Ulteriori provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina degli intermediari sono stati adottati nei confronti di esponenti aziendali di 4 Sim, in esito ad accertamenti svolti sull'operatività dai medesimi posta in essere, per conto della clientela, in occasione dell'aumento di capitale della società DeA Capital Spa (eseguito nel periodo giugno-luglio 2007), contemplante, tra l'altro, l'offerta in opzione agli azionisti delle azioni di nuova emissione, nel rapporto di 2 nuove azioni per ogni azione posseduta.

Dagli accertamenti condotti è risultato che tali intermediari, nelle giornate tra il 2 e il 9 luglio 2007, hanno posto in essere un numero elevato di operazioni sui titoli azionari DeA Capital Spa e sui diritti di opzione connessi al possesso dei predetti titoli azionari, risultate non liquidate in corrispondenza della data valuta (cosiddetto "*fail*") a causa della mancata consegna dei titoli da parte dei predetti operatori in vendita.

Più in particolare, è stato accertato che l'operatività posta in essere dai suddetti intermediari si è basata sul ricorso al *fail* come strategia operativa ed è consistita precisamente nella realizzazione di un numero significativo di vendite allo scoperto di titoli azionari DeA Capital, per importi complessivamente rilevanti; nel contemporaneo acquisto di diritti per la sottoscrizione dei titoli rivenienti dall'aumento di capitale della medesima società a un prezzo certo e più favorevole di quello corrente di mercato; nell'aver accertato che il cliente intenzionalmente facesse fronte ai propri obblighi di consegna mediante l'utilizzo delle azioni rivenienti dall'esercizio dei diritti, disponibili solo a partire dal pomeriggio del 16 luglio 2007, anziché alle date di regolamento previste.

I fatti accertati hanno evidenziato la violazione, da parte di tali operatori di mercato, delle regole di comportamento poste dal Tuf a carico dei medesimi al fine di salvaguardare l'interesse degli investitori e l'integrità del mercato mobiliare e, più specificamente, delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari autorizzati il puntuale rispetto delle regole di funzionamento dei mercati in cui operano.

Tali condotte illecite sono risultate particolarmente gravi, considerato che le vendite allo scoperto sono state poste in essere per volumi significativi tali da comportare una riduzione di efficienza del sistema di liquidazione "*Express II*" in concomitanza con la predetta operatività, nonché nocumento alle controparti *in bonis* le quali, pur avendo la disponibilità del contante, non hanno potuto ritirare i titoli che avevano acquistato.

Con riferimento ai promotori finanziari, nell'anno 2009 sono stati adottati complessivamente 74 provvedimenti sanzionatori (93 nel 2008), di cui 43 radiazioni dall'albo, 25 sospensioni dall'Albo a tempo determinato (da minimo un mese a massimo quattro mesi), una sanzione pecuniaria e 5 richiami scritti. Sono state, inoltre, effettuate 43 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (42 nel 2008) per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte e 23 provvedimenti cautelari (20 nel 2008) di sospensione dell'attività a tempo determinato (Tav. 34).

Tav. 34 Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari

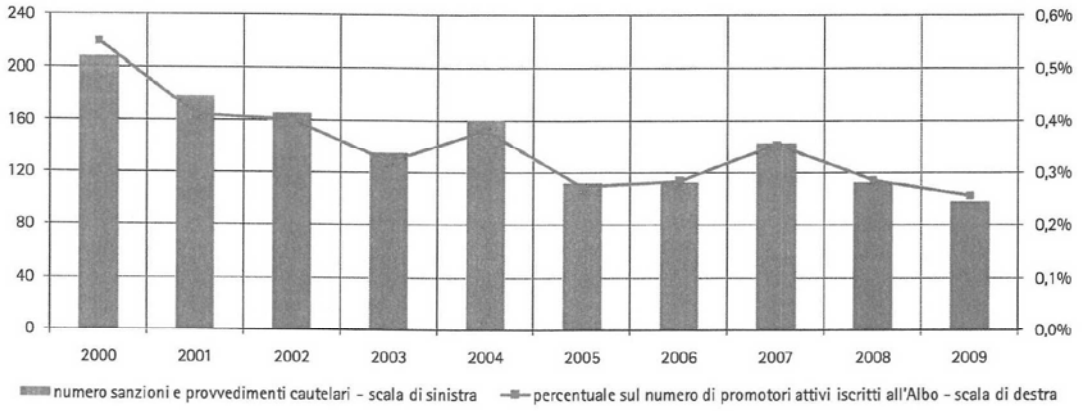
	Sanzioni					Provvedimenti cautelari	Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
	Richiamo	Radiazione dall'Albo	Sospensione dall'Albo a tempo determinato	Sanzione amministrativa pecuniaria	*Totale*	Sospensione dell'attività a tempo determinato[1]	
1997	8	39	5	--	*52*	64	58
1998	11	86	73	--	*170*	76	137
1999	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
2009	5	43	25	1	*74*	23	43

[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.

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'abusivo utilizzo delle password di accesso ai rapporti della clientela.

Il numero complessivo di provvedimenti sanzionatori anche nel 2009 ha registrato un calo rispetto all'anno precedente, in ragione della riduzione del numero di sospensioni dall'Albo a tempo determinato. I provvedimenti sanzionatori e cautelari continuano a rappresentare una percentuale limitata dei promotori attivi (Fig. 80).

Fig. 80 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 2009 sono stati 38 (30 nel 2008) e hanno riguardato violazioni della normativa in materia di sollecitazione, offerta pubblica di acquisto, informativa societaria, partecipazioni rilevanti e patti parasociali (Tav. 35).

In particolare, i provvedimenti sanzionatori concernenti accertate condotte illecite in materia di informativa al mercato, pari complessivamente a 17, hanno riguardato in 14 casi violazioni delle disposizioni in materia di operazioni di *internal dealing* e nei rimanenti 3 violazioni della disciplina in materia di informazioni al pubblico *ex* art. 114, comma 5, del Tuf.

A fronte di tali provvedimenti sanzionatori, la Commissione ha applicato sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 10 milioni di euro circa (1,5 milioni nel 2008). Particolarmente rilevante è risultato l'incremento delle sanzioni legate alla mancata comunicazione di patti parasociali e partecipazioni rilevanti.

Tav. 35 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*
2008	--	2	18	10	--	*30*	--	3	18	10	--	--	179	923	408	--	*1.510*
2009	3	1	17	17	--	*38*	11	8	17	18	--	1.283	2.655	297	5.840	--	*10.075*

[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.

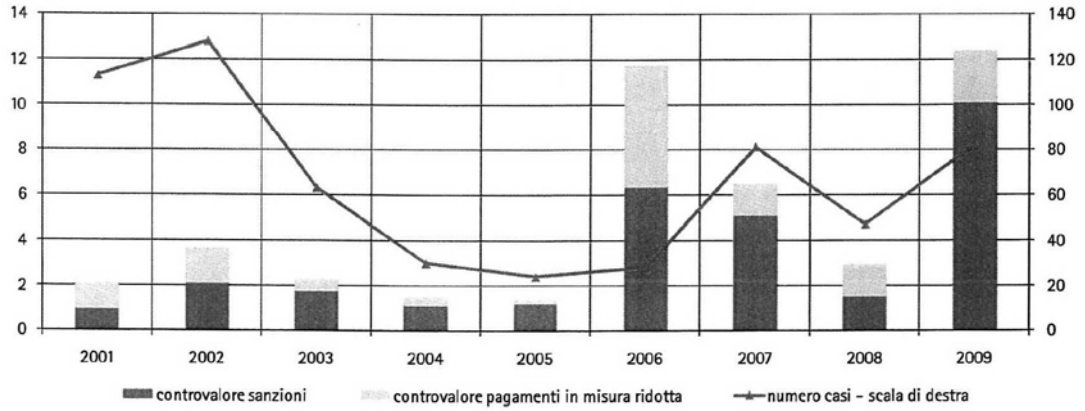
Sono altresì aumentati anche i pagamenti in misura ridotta relativamente alle sanzioni in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto (Tav. 36 e Fig. 81).

Tav. 36 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*
2009	--	--	--	44	--	*44*	--	--	--	53	--	--	--	--	--	2.320	--	*2.320*

[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]
(milioni di euro)



[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.

Tra i casi di violazione accertati, merita di essere segnalato quello relativo agli inadempimenti delle disposizioni in materia di offerte pubbliche d'acquisto posti in essere da esponenti del Gruppo Pirelli in occasione delle Opa sui fondi Tecla e Berenice, del cui contesto fattuale si è già sopra dato conto.

Dal complesso degli accertamenti svolti sono emerse, infatti, violazioni anche della predetta disciplina, consistite sia in carenze informative nei documenti d'offerta relativi alle suddette Opa, sia in infrazioni alle regole di correttezza in sede di predisposizione e definizione dei contenuti dei comunicati diffusi dallo stesso emittente, Pirelli RE Sgr, ex art. 103, comma 3, Tuf.

Quanto alle prime, è stato accertato che i due documenti d'offerta non contenevano tutte le informazioni necessarie per consentire ai destinatari delle Opa di pervenire a un fondato giudizio sull'operazione proposta, in particolare 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.

Quanto alle seconde (violazioni inerenti ai comunicati dell'emittente), dalle indagini ispettive è emerso che il procedimento di approvazione dei comunicati ex art. 103 del Tuf da parte del Cda della Sgr con riferimento alle offerte sui fondi Tecla e Berenice è stato irrimediabilmente condizionato dall'ingerenza di Pirelli RE Spa che avrebbe, invece, dovuto lasciare che il Cda della Sgr esprimesse in piena autonomia il proprio giudizio sulle offerte attesa l'evidente situazione di conflitto d'interessi derivante dalla circostanza che Pirelli RE S.p.A, oltre a essere uno dei soggetti offerenti (tramite il veicolo Gamma RE), era anche il soggetto titolare dell'intero capitale sociale della stessa Sgr.

A conclusione di tale procedimento sono state applicate agli esponenti aziendali interessati, per le violazioni accertate, sanzioni pecuniarie per complessivi 2,6 milioni di euro circa.

Due procedimenti concernenti accertate carenze informative afferenti al prospetto di quotazione hanno riguardato esponenti aziendali di Aicon Spa e il soggetto responsabile del collocamento, nonché *sponsor*, Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG (all'epoca dei fatti Unicredit Banca Mobiliare Spa), in occasione dell'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie della predetta Società sul Mta nel marzo 2007.

A seguito di una segnalazione di fatti ritenuti censurabili, trasmessa alla Consob dalla società incaricata della revisione sui bilanci Aicon, sono stati posti in essere una serie di accertamenti a conclusione dei quali sono state rilevate criticità sulla capacità dell'emittente di fornire una corretta informativa al mercato a causa di carenze significative nel sistema di controllo di gestione all'epoca della procedura di ammissione a quotazione.

Tali carenze non erano state rappresentate come fattore di rischio nella versione finale del prospetto informativo, sebbene ancora presenti alla data di quotazione della società.

È stata, altresì, rilevata la natura di parti correlate di alcune società del gruppo, nonché l'erronea applicazione dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs con riguardo ad alcune voci di bilancio.

In relazione ai fatti di cui sopra, all'esito del procedimento sanzionatorio è risultata accertata la violazione, da parte di Aicon, dell'art. 95, comma 1, del Tuf.

La complessiva istruttoria svolta ha altresì consentito di rilevare la violazione, da parte di Aicon, degli obblighi di informativa al pubblico e alla Consob, gravanti sull'emittente ai sensi rispettivamente dell'art. 114, comma 5 e dell'art. 115 del Tuf, essendo risultata accertata la non corrispondenza al vero di quanto reso noto da Aicon in un comunicato stampa del 23 aprile 2008 nel quale era stata omessa l'indicazione della natura di parti correlate di alcune società, nonché di quanto rappresentato alla Consob, in una nota del 13 marzo 2007, in merito all'intervenuta risoluzione di tutte le criticità afferenti al sistema di controllo di gestione, rivelatesi, al contrario, non superate ancora alla data di quotazione.

Nella fattispecie, le irregolarità inerenti alla mancata rappresentazione nel prospetto delle informazioni relative ai rischi derivanti dalle carenze e dalle criticità sussistenti nel sistema di controllo di gestione di Aicon, sono state contestate (e sono risultate accertate all'esito dell'istruttoria espletata) anche a carico dell'esponente aziendale di HVB firmatario, per i profili di competenza, della dichiarazione di responsabilità delle informazioni contenute nel prospetto informativo, ai sensi dell'art. 5, comma 4, del Regolamento Emittenti, nel testo vigente all'epoca dei fatti.

A fronte delle suindicate violazioni sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 870 mila euro, di cui 100 mila euro a carico del responsabile del collocamento, nonché *sponsor*, 540 mila a carico di alcuni esponenti degli organi di gestione e di controllo e 230 mila a carico della società.

Sempre con riguardo agli accertamenti svolti dalla Consob in merito alle ipotesi di violazione della normativa sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari, è aumentato, rispetto all'anno precedente, il numero di provvedimenti cautelari e interdittivi adottati nel corso del 2009 (pari, rispettivamente, a 3 e 10; Tav. 37). Tale incremento è ascrivibile soprattutto all'attività di vigilanza sulle offerte abusive promosse tramite internet.

In particolare, sono stati oscurati 8 degli 86 siti *web* controllati a seguito di segnalazione (nel 2008 erano stati oscurati 6 dei 44 siti oggetto di verifica). Sempre in tale ambito, sono stati assunti 4 provvedimenti di sospensione cautelare e 2 provvedimenti di divieto (riconducibili al fenomeno delle offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari innovativi, con caratteristiche prestabilite di rendimento e durata che escludono la possibilità per il sottoscrittore di intervenire in alcun modo nelle scelte sottostanti o nella ulteriore gestione del denaro versato con l'adesione).

Tav. 37 Provvedimenti cautelari e interdettivi relativi ad 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*
2009	5	3	--	*10*

[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.

Lo schema utilizzato per tali offerte si è caratterizzato per il carattere transfrontaliero delle proposte, la nazionalità *extra*-UE dei promotori, la promessa di elevati rendimenti "garantiti", la possibilità di adesione *on-line*, l'utilizzo della tecnica del "*multilevel marketing*", in virtù della quale veniva prospettata agli investitori la possibilità di realizzare un guadagno limitandosi a procacciare nuovi clienti e, dunque, senza alcun investimento iniziale.

In connessione con tali offerte, è stata riscontrata, inoltre, la presenza di siti italiani (*forum* e *blog*), collegati a quelli principali, finalizzati a pubblicizzare l'adesione all'offerta dei programmi di investimento. In talune circostanze tali offerte hanno comportato il mancato rimborso ai risparmiatori delle somme investite, e/o provvedimenti repressivi da parte di autorità di controllo estere.

Infine, sono stati adottati 2 provvedimenti rispettivamente di sospensione cautelare e di successivo divieto riferibili a un'offerta di un comitato promotore per un'ipotesi di costituzione di una banca di credito cooperativa successivamente non concretizzatasi.

5 L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali

1 La disciplina degli emittenti

Nel 2009 la Commissione, dopo ampia consultazione pubblica, ha completato il quadro normativo di recepimento della Direttiva 2003/71/CE, concernente le disposizioni in materia di prospetto relativo all'offerta al pubblico o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato (cosiddetta Direttiva Prospetto), adottando, con delibera 16840 del 19 marzo, modifiche al Regolamento Emittenti.

In questa circostanza, si è proceduto a rivedere la tempistica di approvazione dei prospetti informativi di offerta al pubblico e/o di quotazione da parte della Consob.

Fermi restando i termini fissati dalla direttiva per la decisione finale e per la richiesta di completamento della documentazione, sono stati introdotti termini massimi entro i quali la Consob deve pronunciarsi sulla richiesta di approvazione. Tali termini, di 40 o 70 giorni lavorativi, sono modulati a seconda che l'emittente abbia già valori mobiliari ammessi alle negoziazioni, ovvero abbia già offerto valori mobiliari al pubblico. Al fine di garantire una maggiore speditezza dell'*iter* istruttorio, inoltre, sono stati introdotti nuovi termini entro i quali gli emittenti o gli offerenti sono tenuti a fornire le indicazioni supplementari eventualmente richieste dall'Autorità, decorsi i quali l'istanza di approvazione del prospetto decade. Anche sulla base delle indicazioni emerse in sede di consultazione, è stata altresì semplificata in modo significativo la documentazione richiesta in sede di presentazione della domanda di approvazione del prospetto.

Fra le altre modifiche di rilievo, si segnala la previsione dell'istituzione, da parte della Consob, del Registro delle persone fisiche e delle piccole e medie imprese che posseggono i requisiti necessari per essere considerate investitori qualificati ai sensi della Direttiva Prospetto. È stata, inoltre, introdotta una disciplina transitoria che consente all'emittente o all'offerente la tenuta di tale Registro. Sono state, infine, effettuate alcune revisioni in materia di esenzioni dalla disciplina delle offerte pubbliche e di ammissione alle negoziazioni.

La Commissione ha inoltre precisato i contenuti dell'attività istruttoria di approvazione dei prospetti concernenti titoli azionari, con la comunicazione 9025454 del 24 marzo 2009 (Riquadro 2).

La Commissione è intervenuta anche in materia di offerte pubbliche di scambio, aventi ad oggetto titoli obbligazionari, promosse contestualmente in più Paesi dell'Unione Europea.

La Direttiva Prospetto, oltre a prevedere all'art. 4 un'ipotesi specifica di esenzione per gli strumenti offerti "tramite un'offerta di scambio" dalla disciplina delle offerte di vendita e sottoscrizione, ove sia stato redatto un documento giudicato equivalente dall'Autorità competente, fa rientrare nell'ambito di applicazione della direttiva anche le predette offerte. A differenza di altri Paesi comunitari, in Italia vige una disciplina specifica sulle offerte pubbliche di acquisto e di scambio. Tale circostanza ha comportato che nelle offerte transfrontaliere l'offerente dovesse predisporre, oltre al prospetto approvato nel proprio Stato di origine, anche il documento d'offerta previsto dalla normativa italiana (art. 102, comma 3, Tuf), senza poter fruire del cosiddetto "passaporto europeo", sostenendo così oneri aggiuntivi. Il riconoscimento del prospetto di offerta prescinde, infatti, da qualsivoglia intervento dell'autorità del paese ospitante e può comportare, ove il prospetto sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, la traduzione della sola nota di sintesi.

Per evitare quindi che nelle operazioni transnazionali di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da soggetti comunitari e diffusi anche in Italia, gli obbligazionisti italiani fossero esclusi per motivi connessi agli adempimenti imposti dalla normativa nazionale, la Commissione è intervenuta, dapprima con una comunicazione interpretativa (comunicazione 9034174) e successivamente con la delibera 16893 del 14 maggio, che ha modificato il Regolamento Emittenti. Con tale ultimo intervento è stato previsto che, in occasione di offerte di scambio transfrontaliere aventi ad oggetto titoli obbligazionari, l'offerente può chiedere alla Consob di utilizzare, in luogo del documento d'offerta, il prospetto approvato dall'Autorità competente del Paese d'origine in conformità alla Direttiva Prospetto (art. 37 del Regolamento). Sono state poi indicate le informazioni integrative da inserire nella nota di sintesi ed è stato disciplinato il regime linguistico applicabile al prospetto. Un'esplicita disposizione (art. 40 del Regolamento) è stata invece volta a volta a disciplinare, sempre in conformità alla prassi internazionale, la durata delle offerte pubbliche di acquisto e scambio aventi ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito, in modo tale da consentirne lo svolgimento in un più ridotto arco temporale (5 giorni).

In seguito alle modifiche apportate all'art. 106, comma 3, lett. *b)*, Tuf dalla legge n. 33 del 9 aprile 2009, si è proceduto all'adeguamento dell'art. 46 del Regolamento Emittenti in materia di offerta pubblica di acquisto totalitaria. In particolare, è stata fissata nel 5 per cento la soglia di acquisti a titolo oneroso effettuati nei dodici mesi successivi, da parte di coloro che già detengono una partecipazione superiore alla soglia del 30 per cento senza disporre della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria, il cui superamento determina l'insorgere dell'obbligo di offerta.

Riquadro 2

I controlli di completezza, coerenza e comprensibilità in sede di approvazione dei prospetti

La Direttiva 2003/71/CE ha adottato un approccio di cosiddetta massima armonizzazione, non solo con riguardo alla disciplina del prospetto, il contenuto del documento e i casi di esenzione, ma anche rispetto alle procedure e alla tempistica che le autorità di vigilanza europee devono rispettare nell'esercizio del controllo sul prospetto. A tal fine, il legislatore comunitario ha individuato anche le finalità del controllo, identificandole nella verifica della completezza del prospetto e della coerenza e comprensibilità delle informazioni.

Nel corso del 2009, con la comunicazione 9025420 del 24 marzo, la Consob ha precisato il contenuto e la portata dei controlli da effettuare in occasione dell'approvazione dei prospetti anche alla luce di un confronto comparativo con le prassi seguite da 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 di cui si richiede l'allegazione in occasione del deposito della bozza iniziale di prospetto informativo e la natura delle verifiche effettuate rispetto a eventuali notizie stampa pubblicate).

Nella comunicazione è stato evidenziato che la Consob non è chiamata a svolgere verifiche in ordine alla veridicità delle informazioni riportate nel prospetto, poiché tali verifiche spettano, invece, ai soggetti che assumono la responsabilità del prospetto.

Rientra nei compiti dell'Istituto il controllo della completezza delle informazioni, ossia l'accertamento del rispetto dei requisiti informativi prescritti dalla normativa comunitaria e dell'idoneità di ciascun elemento informativo a rappresentare in maniera compiuta il fatto/dato cui si riferisce.

Nel marzo 2010, la Consob ha concluso l'*iter* di approvazione della nuova disciplina sulle operazioni con parti correlate effettuate, direttamente o tramite società controllate, da società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante, secondo la definizione di cui all'art. 2325-*bis* c.c.).

Per quanto riguarda la coerenza, viene precisato che i controlli, finalizzati anzitutto a garantire la coerenza interna fra le informazioni contenute nelle diverse parti del documento, si estendono anche ai documenti allegati alla comunicazione iniziale o che i partecipanti all'operazione sono autorizzati a trasmettere nel corso dell'istruttoria, ovvero trasmesse da altre autorità, in particolare da quelle che esercitano la vigilanza prudenziale su emittenti appartenenti a specifici settori. È, invece, sicuramente escluso dalla verifica di coerenza l'esame della rispondenza dei dati di bilancio contenuti nel prospetto alla contabilità sociale, il riesame puntuale della corrispondenza ai dati contabili delle rielaborazioni effettuate ai fini dell'inserimento del prospetto, l'accertamento della legittimità di operazioni descritte nel prospetto da approvare, con riguardo a normative diverse da quelle in materia di offerta pubblica e/o quotazione, o della conformità dello statuto e degli strumenti finanziari all'ordinamento societario o, ancora, della conformità del bilancio dell'emittente alle norme che ne disciplinano la redazione. Tale tipologia di controlli, infatti, implicherebbe la verifica della veridicità dei dati e delle informazioni contenuti nel prospetto, del tutto incompatibile con i tempi istruttori fissati dalla direttiva e con la sua stessa filosofia di fondo.

Per quanto concerne, infine, la comprensibilità, la Consob verifica che la nota di sintesi sia facilmente comprensibile anche dall'investitore che non abbia strumenti concettuali e linguistici necessari per comprendere il linguaggio tecnico e specialistico. Le restanti parti del prospetto devono riportare informazioni che siano facilmente analizzabili e comprensibili, come previsto dall'art. 94, comma 2, del Tuf, ed evitare le duplicazioni di informazioni, grazie all'utilizzo della tecnica del rinvio i capitoli già contenenti quella data informazione.

L'*iter* era stato avviato con un primo documento di consultazione pubblicato il 9 aprile 2008 a cui aveva fatto seguito, dopo un seminario aperto al pubblico svoltosi presso la sede Consob di Roma il 20 giugno 2008 e la ricezione di 31 risposte alla consultazione, la pubblicazione di un secondo documento di consultazione in data 3 agosto 2009. Dopo tale secondo documento si è svolto un altro seminario aperto al pubblico in data 13 ottobre 2009 e sono pervenute, fino ai primi giorni di dicembre 2009, numerose risposte alla consultazione.

La nuova disciplina riunisce in un nuovo distinto Regolamento norme su obblighi di informazione immediata e periodica attuative, fra l'altro, degli articoli 114 e 154-*ter* del Tuf e sostitutive di regole già dettate dal Regolamento Emittenti, e norme attuative della delega attribuita dall'art. 2391-*bis* c.c.; tale ultima norma demanda alla potestà regolamentare della Consob la definizione di principi generali in tema di trasparenza e di correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, precisando che devono essere disciplinate la competenza decisionale, le motivazioni e la documentazione delle operazioni stesse.

La nuova disciplina approvata integra in un unico disegno gli obblighi di trasparenza e i principi in materia di procedure che le società quotate e diffuse devono adottare al fine di assicurare condizioni di correttezza nell'intero processo di realizzazione delle operazioni con parti correlate.

Con riguardo alla trasparenza nei confronti del pubblico, che sarà efficace dal primo ottobre 2010, il regolamento prevede un significativo rafforzamento della disciplina attuale (contenuta principalmente nell'art. 71-*bis* del Regolamento Consob in materia di emittenti), richiedendo la comunicazione al mercato delle operazioni (definite di maggiore rilevanza) che superano determinate soglie quantitative.

Le soglie corrispondono al 5 per cento di determinati parametri specificamente indicati, quali capitalizzazione di borsa, patrimonio netto, attivo totale, passività totali, ossia il 2,5 per cento nel caso di società quotate controllate da altre quotate, o le minori percentuali indicate dalle società. Nel caso di banche sono stati previsti adeguamenti ai parametri per tener conto delle loro specificità. La comunicazione al mercato deve descrivere, tra l'altro, le caratteristiche dell'operazione, le motivazioni economiche della società emittente al compimento dell'operazione, le modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione.

Con riferimento all'informativa periodica, in attuazione dell'art. 154-*ter* del Tuf, si è previsto che nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale vengano date informazioni sulle singole operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza; sulle altre operazioni con parti correlate concluse nel periodo di riferimento che abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società; su qualsiasi modifica o sviluppo delle operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione finanziaria annuale che abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società.

Per i profili attinenti alla trasparenza e correttezza procedurale e sostanziale, la regolamentazione adottata, da applicarsi entro il 1° gennaio 2011, conferma la scelta di fondo di attribuire un ruolo centrale agli amministratori indipendenti nell'assicurare che le operazioni siano realizzate nell'interesse della società; gli amministratori sono indipendenti quando sono soddisfatti almeno i requisiti previsti dal Tuf (art. 148, comma 3), ovvero quelli stabiliti da normative di settore eventualmente applicabili in ragione dell'attività svolta dalla società.

Il regolamento definisce una procedura generale (meno complessa) per le operazioni con parti correlate definite "di minore rilevanza". Tale procedura generale

prevede, un parere non vincolante di un comitato composto da amministratori non esecutivi né correlati, in maggioranza indipendenti. Dovrebbe così essere possibile alle società utilizzare i comitati già presenti composti da soli amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti. Come richiesto nella consultazione, è stato precisato l'oggetto del parere del comitato, che deve riguardare l'interesse della società al compimento dell'operazione nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle sue condizioni.

Il comitato di amministratori indipendenti può inoltre avvalersi di esperti indipendenti di propria scelta; le procedure possono stabilire un tetto di spesa. Si prevedono altresì: i) un'adeguata informativa *ex ante* fornita tempestivamente all'organo deliberante e al comitato che deve esprimere il parere; ii) i verbali delle delibere di approvazione che rechino un'adeguata motivazione sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle sue condizioni; iii) una completa informativa almeno trimestrale ad amministratori e sindaci sull'esecuzione delle operazioni; iv) ferma la disciplina dell'informazione cosiddetta price sensitive, un'informativa al pubblico almeno trimestrale sulle operazioni approvate nonostante il parere contrario degli indipendenti e la contestuale pubblicazione dei pareri negativi.

È prevista una procedura speciale più rigorosa per le "operazioni di maggiore rilevanza" con parti correlate (quelle che superano le soglie previste per gli obblighi di trasparenza). In questi casi, a integrazione di quanto previsto dalla procedura generale, gli amministratori indipendenti devono essere coinvolti nelle trattative, ricevendo un ampio e tempestivo flusso di informazioni e avendo la possibilità di chiedere chiarimenti e formulare osservazioni agli esecutivi. La delibera è assunta dall'organo amministrativo nella sua interezza con il parere vincolante degli indipendenti, che possono avvalersi della consulenza di esperti esterni, remunerati dalla società. Qualora il consiglio di amministrazione intenda procedere malgrado l'avviso contrario degli indipendenti, l'operazione deve essere approvata dall'assemblea, che decide – oltre che con le maggioranze prescritte dal codice civile – anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati (meccanismo del cosiddetto *whitewash*).

Sia nel caso della procedura generale che nel caso di quella speciale, ove non dispongano di un numero sufficiente di amministratori indipendenti le società possono dotarsi di procedure che assicurino presidi equivalenti. Regole analoghe sono previste per il modello dualistico, nel quale il parere può essere reso da un comitato di consiglieri di sorveglianza indipendenti o, a scelta della società e ove presenti, di consiglieri di gestione indipendenti.

Nel caso di operazioni di competenza assembleare, ferma l'applicazione delle descritte procedure per la presentazione della proposta, per le operazioni di maggiore rilevanza con parere negativo degli indipendenti, è richiesta l'applicazione del meccanismo del *whitewash*, volto a evitare che l'esito della votazione sia determinato da soci parti correlate nell'operazione (ferma restando la possibilità per le procedure di prevedere una presenza minima di soci non correlati non superiore al 10 per cento).

Sono previste facilitazioni per le società neo-quotate (nei primi due anni dall'ammissione in Borsa), per le società di minori dimensioni (ossia con attivo dello stato patrimoniale e ricavi non superiori ai 500 milioni di euro) e per le società con azioni diffuse. Ferma restando la disciplina di trasparenza, queste società possono applicare la normativa per le operazioni di minore rilevanza anche alle operazioni di maggiore rilevanza. Alcune operazioni, inoltre, possono essere esentate in tutto o in parte dall'applicazione della disciplina, sulla base di una scelta delle società.

Tra queste: le operazioni di importo esiguo; le operazioni con e tra controllate e con collegate; le operazioni ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard; le operazioni urgenti (quelle indifferibili o legate a situazioni di crisi aziendale); l'assegnazione di compensi agli amministratori e agli altri dirigenti in attuazione di politiche di remunerazione già passate al vaglio dell'assemblea. Specifiche esenzioni sono state previste per le operazioni già soggette alla disciplina del Testo Unico Bancario relativa alle obbligazioni degli esponenti bancari.

Nel corso del 2009 sono entrate in vigore anche alcune modifiche al Regolamento Emittenti relative alla disciplina degli Oicr e dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (polizze *unit-linked, index-linked* e di capitalizzazione). Le principali novità attengono alla semplificazione della struttura e dei contenuti dei documenti che devono essere consegnati obbligatoriamente agli investitori.

In particolare, il prospetto semplificato degli Oicr aperti italiani e la scheda sintetica dei prodotti finanziario-assicurativi sono ora costituiti da un limitato numero di pagine suddiviso in due parti, soggette ad aggiornamento autonomo. La prima parte è focalizzata sulle modalità di sottoscrizione, *switch* e rimborso e sull'informativa relativa alla società-prodotto. La seconda parte fornisce informazioni sulle caratteristiche generali, la struttura finanziaria e i profili di costo anche al fine di migliorare la comprensione del profilo rischio-rendimento da parte degli investitori e, nel contempo, agevolare il compito degli offerenti ovvero dei collocatori nell'assolvimento degli obblighi di trasparenza informativa in sede di distribuzione di tali tipologie di prodotti.

Le informazioni chiave sulla struttura finanziaria del prodotto sono articolate secondo un approccio per la trasparenza di tipo *risk-based* fondato su "tre pilastri" informativi: i) tabella dell'investimento finanziario e, per taluni prodotti, scenari probabilistici dell'investimento finanziario; ii) grado di rischio e, ove pertinente, grado di scostamento dal *benchmark*; iii) orizzonte temporale d'investimento consigliato.

I "tre pilastri" definiscono integralmente il contenuto dell'informativa del documento d'offerta per gli investitori. L'informativa inerente all'orizzonte d'investimento consigliato consente all'investitore di individuare i prodotti compatibili con il proprio *holding period*, vale a dire il periodo per il quale è disposto a rinunciare alle proprie disponibilità liquide. Il grado di rischio permette di restringere la selezione ai soli prodotti che siano coerenti con la propensione al

rischio dell'investitore. Attraverso gli scenari di probabilità, inoltre, l'investitore è in grado di identificare il prodotto che presenta la struttura di *payoff* finali più in linea con le proprie aspettative di rendimento.

Al fine di agevolare il compito degli emittenti e nel contempo garantire la significatività e l'oggettività dell'informativa prevista dai nuovi schemi, la Commissione ha emanato anche una comunicazione concernente le "*Istruzioni metodologiche per la determinazione dell'informativa sul profilo di rischio e sull'orizzonte temporale d'investimento consigliato prevista dagli schemi di prospetto degli OICR aperti italiani ed esteri non armonizzati e dei prodotti finanziario-assicurativi di cui all'allegato 1B del regolamento Consob n. 11971/1999*" (comunicazione 9025454 del 24 marzo 2009). La comunicazione contiene sia indicazioni di carattere generale volte ad agevolare la lettura dell'informativa da prospetto secondo una visione integrata della rischiosità e della redditività potenziale di ogni proposta d'investimento finanziario, sia indicazioni metodologiche specifiche per il calcolo degli indicatori sintetici di rischio che sottolineano l'importanza di definire gli stessi adottando metriche di volatilità oggettivamente determinabili e universalmente riconosciute.

Le indicazioni metodologiche fornite dalla comunicazione sono, inoltre, tese a favorire la comparabilità tra le diverse alternative d'investimento disponibili sui mercati finanziari in termini di rischio su basi oggettive e garantire, quindi, una parificazione informativa tra prodotti succedanei.

L'adozione delle modifiche regolamentari è stata peraltro accompagnata da numerosi incontri pubblici (cosiddetti *open hearing*) con gli esponenti dei soggetti vigilati e le associazioni di categoria volti a illustrare l'approccio di trasparenza di tipo *risk-based* formalizzato nel Regolamento Emittenti e nella comunicazione metodologica.

Nel corso del 2009, in linea con i principi delineati nella regolamentazione degli Oicr e dei prodotti finanziario-assicurativi, è stato avviato l'esame della possibile estensione dell'approccio *risk-based* per la trasparenza anche ad altri strumenti non rappresentativi di capitale. In questa ottica, è stato posto in consultazione un documento avente ad oggetto "*Raccomandazione sul prospetto d'offerta o di ammissione alle negoziazioni dei prodotti finanziari non rappresentativi di capitale, diversi dalle quote o azioni di Oicr e dai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione: modalità di presentazione e contenuti dell'informativa sul profilo di rischio-rendimento e sui costi*".

2 La disciplina dell'informativa societaria continua

Nell'aprile 2009, la Commissione in attuazione del decreto di recepimento della Direttiva *Transparency* (2004/109/CE) e dopo un'ampia consultazione del mercato, ha apportato con la delibera 16850 significative modifiche al Regolamento Emittenti finalizzate a introdurre 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. È stata inoltre modificata la disciplina degli obblighi di informazione periodica in materia di rendicontazione finanziaria e degli obblighi di informazione continuativa in materia di assetti proprietari. Con riguardo al sistema di diffusione delle informazioni regolamentate, sono state introdotte nel regolamento nuove disposizioni che disciplinano le fasi della diffusione (*dissemination*), dello stoccaggio (*storage*) e del deposito (*filing*), in attuazione delle deleghe regolamentari conferite alla Consob dal nuovo art. 113-*ter* del Tuf.

In materia di *dissemination*, il regolamento prevede che la diffusione delle notizie sia effettuata dai soggetti interessati mediante l'utilizzo di uno Sdir, ossia di un "sistema di diffusione delle informazioni regolamentate", ovvero in proprio.

Relativamente allo stoccaggio, è stato previsto un sistema basato su un numero diversificato di operatori, autorizzati dalla Consob e in possesso di specifici requisiti, ognuno dei quali dovrà coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto.

Con riferimento al *filing*, infine, è stato previsto che esso venga attuato tramite collegamento della Consob ai meccanismi di stoccaggio autorizzati ovvero tramite il sistema di Teleraccolta.

La previsione di un nuovo sistema di diffusione delle informazioni regolamentate ha comportato la necessità di adeguare allo stesso le disposizioni contenute nella parte III, titolo II, capi II e III del Regolamento Emittenti relative alle comunicazioni al pubblico e alla Consob di informazioni su eventi e circostanze rilevanti; di raccomandazioni; di informazioni su operazioni straordinarie; di informazioni periodiche e di altre informazioni.

Anche l'art. 38 del Regolamento Mercati è stato oggetto di modifiche da parte della delibera n. 16850, al fine di adeguare le modalità di comunicazione al pubblico delle informazioni previste dal comma 2 al nuovo sistema di diffusione delle informazioni regolamentate.

La delibera ha, altresì, previsto un'entrata in vigore differita delle nuove disposizioni in materia di sistemi di diffusione delle informazioni e dei meccanismi di stoccaggio centralizzato delle stesse, considerata la necessità di consentire ai soggetti interessati di provvedere al conseguente adeguamento.

La diffusione continua, pertanto, a essere effettuata tramite l'utilizzo delle modalità precedentemente vigenti, ossia per quanto riguarda le informazioni price sensitive tramite il *Network Information System* (Nis) di Borsa Italiana.

Con riferimento allo stoccaggio è stato previsto che le informazioni regolamentate si considerano transitoriamente centralizzate tramite la loro pubblicazione sui siti internet predisposti dalle società di gestione dei mercati, in tal modo garantendo un agevole accesso al pubblico.

Infine, con riferimento al *filing*, la disciplina transitoria prevede che l'obbligo di deposito delle informazioni presso la Consob si considera adempiuto se la diffusione delle informazioni avviene mediante il loro inserimento nel Nis al quale ha accesso la Consob, ovvero tramite il sistema di Teleraccolta.

Con particolare riferimento ai meccanismi di stoccaggio è stato ritenuto opportuno procedere a una preliminare ricognizione dei soggetti interessati a esercitare il meccanismo di stoccaggio, richiedendo la trasmissione di una manifestazione di interesse non vincolante. Nel corso del 2009 non sono pervenute tuttavia né domande di autorizzazione per la gestione dei servizi di diffusione delle informazioni regolamentate, né manifestazioni di interesse per i meccanismi di stoccaggio.

Con la delibera 17002 del 17 agosto 2009 la Commissione, al fine di tener conto delle modifiche apportate al Tuf in materia di diffusione delle informazioni dal decreto legislativo 101 del 17 luglio 2009, ha introdotto un regime transitorio in materia di pubblicità degli avvisi o delle informazioni societarie regolamentate. In base a tale regime sono stati temporaneamente ripristinati gli obblighi di pubblicazione sui quotidiani a diffusione nazionale, così come previsto fino al 31 marzo 2009 dal Regolamento Emittenti, prima delle modifiche apportate in aprile in attuazione della Direttiva *Transparency*.

Relativamente alla disciplina dell'informazione periodica, le modifiche apportate al Regolamento Emittenti sono tese a conformare le disposizioni in esso contenute alla nuova tipologia di documentazione prevista nel Tuf a seguito del recepimento della Direttiva *Transparency* (relazione finanziaria annuale, relazione finanziaria semestrale e resoconto intermedio di gestione) e ad allineare alla disciplina comunitaria il modello dell'attestazione sul bilancio di esercizio, consolidato e semestrale abbreviato, rilasciata dagli organi amministrativi delegati e dal dirigente preposto (contenuto in allegato al Regolamento).

In materia di assetti proprietari, il recepimento della Direttiva *Transparency* ha rappresentato l'occasione per una rivisitazione complessiva della disciplina già vigente sulla trasparenza proprietaria, al fine di procedere, oltre agli adeguamenti imposti dalle disposizioni comunitarie, a una sua razionalizzazione, senza con ciò diminuire il livello di trasparenza del mercato già assicurato dalle disposizioni nazionali.

In particolare, con riferimento alle soglie di rilevanza ai fini degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti detenute è stato recepito quanto previsto, con riguardo all'entità delle soglie, dall'art. 9, par. 1, della Direttiva *Transparency*. Inoltre, è stato ridotto, rispetto alla disciplina previgente, il numero delle soglie rilevanti e sono state inserite ulteriori soglie rispetto a quelle previste dalle disposizioni comunitarie per tener conto sia dell'esperienza applicativa nella vigenza della precedente normativa che dell'analisi comparata delle discipline di recepimento degli altri Stati membri.

Si è poi proceduto a specificare con maggior dettaglio i criteri, già presenti nella normativa nazionale, per il calcolo della partecipazione; al riguardo sono state inserite a livello regolamentare indicazioni già riportate nelle Istruzioni e sono stati recepiti i criteri di rilevanza nel calcolo della partecipazione contenuti nella direttiva che non erano presenti nella disciplina italiana.

Ulteriori modifiche hanno riguardato la comunicazione delle azioni proprie. In particolare, è stato eliminato l'obbligo in capo al soggetto controllante l'emittente quotato di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto azioni proprie poste in essere dall'emittente medesimo ovvero da sue controllate. La comunicazione, pertanto, è oggi resa dal solo emittente quotato.

La Commissione ha inoltre rivisitato la disciplina relativa alle partecipazioni potenziali (riferite, in conformità alle disposizioni comunitarie e al sistema nazionale previgente, ai soli strumenti derivati regolati con *physical settlement*).

In particolare: i) è stata prevista una disciplina separata per gli obblighi di comunicazione relativi alle partecipazioni potenziali rispetto alle partecipazioni cosiddette "effettive", con conseguente eliminazione dell'obbligo di aggregazione ai fini del calcolo delle soglie rilevanti; ii) sono state ampliate le soglie rilevanti (è stata introdotta, anche per le partecipazioni potenziali, la soglia del 2 per cento prevista dal legislatore italiano come soglia minima della trasparenza proprietaria e sono state aggiunte le soglie del 15, 20 e 30 per cento); iii) è stata mantenuta la rilevanza (a differenza delle disposizioni comunitarie) anche degli strumenti che attribuiscono il diritto di vendere (limitando, rispetto al sistema previgente, l'obbligo ai soggetti che detengono una partecipazione effettiva o potenziale in acquisto superiore al 2 per cento); iv) infine, sono stati previsti due obblighi distinti per le partecipazioni in acquisto e vendita senza la possibilità di compensare (*netting*) i diritti di acquisto con quelli di vendita.

Per quanto riguarda la materia della detenzione delle partecipazioni rilevanti tramite derivati, nel corso del 2009 è stato pubblicato un *position paper* contenente alcune riflessioni preliminari in ordine a una possibile estensione del regime di trasparenza anche alle posizioni assunte in strumenti derivati con regolamento in contanti (*cash settled*) e aventi come sottostante azioni di emittenti quotati in mercati regolamentati italiani. Tale estensione potrebbe essere adottata in virtù della delega contenuta nell'art. 120, comma 4, lett. *d-ter*) che demanda alla Consob di individuare con regolamento "*i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati determina obblighi di comunicazione*" e già attuata parzialmente come sopra descritto.

Il documento ripercorre in premessa le origini dell'iniziativa regolamentare proposta, analizzando i fallimenti del mercato conseguenti all'asimmetria informativa esistente tra la detenzione di posizioni rilevanti in strumenti *physical settled* e quelle in strumenti *cash settled*. Dopo aver passato in rassegna le innovazioni regolamentari introdotte in altri Paesi Ue, il *position paper* analizzale scelte di fondo sottostanti alla possibile estensione della disciplina della trasparenza agli strumenti derivati *cash-settled*. Su alcune delle possibili scelte di fondo individua, poi, specifiche ipotesi

di lavoro, in base a una valutazione preliminare degli effetti attesi, sulle quali gli operatori sono stati invitati a fornire osservazioni, commenti e dati. Sulla base delle evidenze e delle opinioni raccolte sarà successivamente effettuata un'analisi dei costi e benefici di un insieme ristretto di opzioni regolamentari al fine di giungere alla definizione di una proposta di regolamentazione, che sarà sottoposta a consultazione, nei primi mesi del 2010.

In materia di esenzioni dagli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, si è proceduto a recepire le esenzioni previste dalla direttiva estendendone, per quanto possibile e compatibilmente con la disciplina comunitaria, l'ambito di applicazione (sulla base del potere generale previsto dall'art. 120 del Tuf) a tutti i casi nei quali la mancata comunicazione non comporta alcuna riduzione della portata informativa voluta dalla disciplina della trasparenza azionaria (ad esempio, esenzione relativa agli obblighi incombenti su società legate da rapporti di controllo).

È stato meglio delineato, inoltre, l'ambito applicativo soggettivo e oggettivo delle norme dedicate agli intermediari che detengono partecipazioni rilevanti nell'ambito dell'attività di gestione collettiva e/o individuale. È stata altresì prevista una esenzione dagli obblighi di comunicazione per le partecipazioni, superiori al 2 per cento ma inferiori al 5 per cento, di Oicr armonizzati ovvero fondi aperti extracomunitari a essi assimilabili

Infine, allo scopo di chiarire l'ambito di applicabilità delle relative discipline, ulteriori modifiche hanno riguardato la trasparenza dei patti parasociali e la comunicazione da parte degli emittenti quotati delle partecipazioni superiori al 10 per cento in società non quotate.

Con la successiva delibera 16893 del 14 maggio, la Commissione ha perfezionato la neo-introdotta disciplina in materia di modalità di stoccaggio e deposito presso la Consob delle informazioni regolamentate da parte di soggetti controllanti emittenti quotati.

Inoltre, conformemente a quanto previsto nell'Allegato 3F al Regolamento Emittenti, gli obblighi di comunicazione al pubblico e alla Consob delle operazioni di compravendita degli strumenti finanziari sono stati riferiti soltanto agli emittenti azioni, ovvero alle società di gestione di fondi chiusi le cui quote siano ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati.

3 La disciplina dei mercati

Nel corso del 2009 è stato completato, a seguito di consultazione pubblica avviata nel secondo semestre dell'anno precedente, l'*iter* relativo al riconoscimento di due prassi di mercato inerenti, rispettivamente, all'attività di sostegno della liquidità del mercato e all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un "magazzino" titoli (delibera 16839 del 19 marzo).

Le prassi di mercato costituiscono, assieme alle cosiddette *safe harbour* individuate dal Regolamento comunitario 2273/2003, esenzioni rispetto alle sanzioni

previste dalla normativa in materia di abusi di mercato che possono essere individuate dalle singole Autorità nazionali, in funzione della specifica conoscenza dei relativi mercati. In particolare, l'art. 180, comma 1, lett. *c)*, del Tuf assegna alla Consob il compito di ammettere o individuare prassi di mercato, di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari, in conformità alle disposizioni comunitarie. L'art. 187-ter, comma 4, del Tuf stabilisce poi che 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 sottolineato che il mancato rispetto delle condizioni stabilite nella prassi non implica un'implicita dimostrazione di perpetrato abuso.

Per quanto riguarda la prassi relativa all'attività di sostegno della liquidità del mercato, l'Istituto ha ritenuto che tale attività, se effettuata nel rispetto di opportune condizioni, possa favorire il regolare funzionamento del mercato ed evitare movimenti dei prezzi non in linea con l'andamento del mercato.

La Consob ha pertanto riconosciuto l'intervento dell'emittente, o dei soggetti in rapporto di controllo, a sostegno della liquidità su azioni o quote di fondi chiusi ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati, ove siano rispettate talune condizioni volte a limitare il rischio di manipolazione del mercato. Tali condizioni, da osservare nello svolgimento dell'attività, attengono: i) all'indipendenza dell'intermediario che decide le operazioni, ii) ai limiti operativi e iii) alla trasparenza in merito al contratto e all'operatività.

Per quanto attiene alla prassi di mercato ammessa relativa alla costituzione di un magazzino titoli, la Commissione ha ritenuto che i programmi di acquisto di azioni proprie finalizzati a costituire un magazzino risultano essenziali ai fini di una efficace promozione delle strategie operative di crescita delle società e della predisposizione di adeguati sistemi di incentivazione per amministratori, dipendenti e collaboratori e pertanto non debbono essere disincentivati. Al fine di limitare in modo accettabile il rischio che le connesse operazioni possano costituire manipolazione del mercato, l'intervento dell'emittente deve osservare specifiche condizioni di tipo operativo e informativo, stabilite, in tale caso, riproducendo quelle previste dal regolamento comunitario sulla *safe harbour* in materia di *buy-back*.

Dopo un'ampia fase di consultazione, la Commissione ha adottato la comunicazione 9034169 del 16 aprile 2009, esplicativa di alcuni temi disciplinati dal Regolamento Mercati e complementare alla comunicazione 8005271 del 21 gennaio 2008 emanata a seguito delle modifiche regolamentari intervenute con il recepimento della Mifid. La nuova comunicazione ha integrato e aggiornato la precedente sui temi del *transaction reporting*, dell'internalizzazione sistematica e delle comunicazioni alla Consob da parte delle società di gestione dei mercati regolamentati.

In particolare, in tema di *transaction reporting* la comunicazione ha previsto l'introduzione di codici di identificazione degli strumenti finanziari

alternativi agli Isin e denominati *Alternative Instrument Indentifier* nonché la previsione della possibilità per gli intermediari di avvalersi dei sistemi multilaterali di negoziazione italiani per l'invio delle segnalazioni all'Istituto.

Con riferimento all'attività di internalizzazione sistematica, è stato introdotto uno schema per standardizzare il contenuto delle informazioni da trasmettere alla Consob in occasione di nuove ammissioni di strumenti finanziari alle negoziazioni, ovvero di cessazioni dalle negoziazioni.

Con riguardo alle comunicazioni alla Consob da parte delle società di gestione dei mercati regolamentati, la comunicazione ha previsto l'invio delle informazioni anagrafiche relative agli strumenti finanziari ammessi a negoziazione, in vista dell'attuazione del progetto *Instrument Reference Data System* che prevede la costituzione di un'anagrafe centralizzata presso il Cesr, degli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati europei.

Con successiva comunicazione 9085378 del 1° ottobre 2009, è stata adottata una versione coordinata delle due precedenti comunicazioni (rispettivamente del gennaio 2008 e aprile 2009) nella quale sono organicamente trattati il sistema di *transaction reporting*, la pubblicazione e il consolidamento delle informazioni *pre*-negoziazione e di quelle post-negoziazione, l'avvio/cessazione dell'attività di internalizzatore sistematico, le misure per la continuità operativa di funzioni essenziali e le comunicazioni delle società di gestione dei mercati regolamentati.

Con la comunicazione 9053316 dell'8 giugno 2009, la Consob ha fornito inoltre chiarimenti in merito alle informazioni da rappresentare nei prospetti e agli obblighi di informazioni rilevanti per gli investitori in relazione a prestiti obbligazionari caratterizzati da attività di sostegno della liquidità e obbligo di riacquisto da parte dell'emittente in base a criteri predeterminati.

La Commissione si è pronunciata sulla questione tenuto conto del fatto che alcune operazioni di collocamento e/o ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati di prestiti obbligazionari sono talvolta assistite da accordi tra gli emittenti, i soggetti responsabili del collocamento e gli intermediari (anche definiti *price maker*), concernenti attività di sostegno della liquidità e obblighi di riacquisto da parte dell'emittente. Sulla base di tali accordi il price maker, in generale, formula proposte di acquisto a un prezzo calcolato secondo le condizioni correnti di mercato. Al verificarsi, però, di una variazione negativa del merito di credito dell'emittente, può formulare proposte di acquisto a un prezzo che riflette, in termini di *spread* di tasso di interesse, il merito di credito dell'emittente evidenziato anteriormente al momento dell'emissione delle obbligazioni. Il *price maker* ha la successiva facoltà di cedere gli strumenti finanziari oggetto di riacquisto all'emittente sulla base di un prezzo di negoziazione sul mercato. La Consob, nel ritenere che tale meccanismo possa rappresentare uno strumento di parziale garanzia per i sottoscrittori, ha indicato standard di comportamento idonei a garantire condizioni di sufficiente

parità informativa e, più in generale, di rispetto del regolare funzionamento del mercato.

Con riguardo agli sviluppi internazionali in materia di abusi di mercato, nel maggio 2009 il Cesr ha pubblicato il terzo gruppo di linea guida di livello 3 (*"Third set of guidance and information on the common operation of the Directive to the market"*). Le linee guida affrontano la disciplina rispettivamente in materia di registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, segnalazione di operazioni sospette, operazioni di stabilizzazione e programmi di riacquisto di azioni proprie (*buy-back*) ai sensi del Regolamento comunitario 2273/2003 e informativa al pubblico da parte delle società emittenti in presenza di *rumour* sul mercato.

In particolare, con riguardo ai registri, il documento spiega opportunamente cosa si debba intendere per accesso a informazioni privilegiate, mettendo in luce come, *ex post*, sia un dato di fatto e come, *ex ante*, dipenda dalle procedure interne del soggetto. Il Cesr, quindi, invita gli enti soggetti alla disciplina a fare ogni sforzo per ridurre il numero di persone che hanno accesso a informazioni privilegiate ed elenca le categorie di soggetti che tipicamente vanno inserite nei registri. Tra l'altro, precisa che, qualora ne ricorrano le condizioni, siano soggetti alla disciplina anche i consulenti dei consulenti dell'emittente e chiarisce che ritiene lecito fornire in outsourcing la gestione dei registri, anche all'esterno del gruppo di appartenenza.

Riguardo alle segnalazioni di operazioni sospette, il Cesr afferma che la disciplina è indipendente dalla Mifid e, quindi, gli intermediari sono obbligati a segnalare anche le operazioni ordinate o decise dai propri dipendenti, nonché quelle effettuate per i conti di proprietà o per i conti dei soggetti gestiti, rimanendo fermo che tali operazioni devono essere oggetto dei controlli interni previsti ai sensi della MiFID ed, eventualmente, di quelli di cui al decreto legislativo 8 giugno 2001 n.231 in materia di responsabilità amministrativa delle persone giuridiche. Riguardo alle operazioni oggetto dell'obbligo di segnalazione, il Cesr raccomanda di includere anche quelle che non vengono eseguite, specie se l'intermediario si rifiuta di eseguirle proprio per il sospetto che costituiscano violazioni della normativa. Inoltre, vengono elencati alcuni documenti e informazioni che solitamente risultano utili alle Autorità quando esaminano le segnalazioni di operazioni sospette.

Con riferimento alla stabilizzazione in occasione di collocamenti e ai *buy-back*, il documento ribadisce che le operazioni di acquisto effettuate oltre i limiti indicati dal Regolamento 2273/2003 non costituiscono, di per sé, abusi di mercato, mentre le operazioni di vendita non sono in nessun caso coperte dall'esenzione prevista dal citato regolamento.

Riguardo ai *rumour* di mercato, il Cesr puntualizza che l'emittente non può avvalersi della facoltà del *"no comment"* nel caso in cui i *rumour* siano talmente dettagliati da rendere evidente che una delle parti coinvolte è venuta meno agli obblighi di riservatezza. Rimane fermo che gli emittenti non sono obbligati a commentare *rumour* che sono privi di fondamento (*"without substance"*) o che sono

manifestamente falsi o che si riferiscono a informazioni privilegiate che non circolano presso l'emittente, pur riguardando lo stesso emittente.

In modo schematico il documento ribadisce che i *rumour* devono essere oggetto di commento quando si riferiscono a un'informazione privilegiata, ovvero sono sufficientemente dettagliati da evidenziare che si è verificata una rottura degli obblighi di riservatezza, ovvero quando l'informazione privilegiata circola presso l'emittente. Rispetto al rischio che l'approccio delineato dal Cesr possa incentivare la produzione di *rumour* strategici da parte di soggetti che intendano indurre l'emittente a rendere manifesti i propri piani (cosiddetto *fishing*), il Cesr ricorda che tali strategie costituiscono abusi di mercato e che, comunque, l'emittente deve decidere caso per caso, sulla base delle circostanze esistenti, se commentare i *rumour.*

4 La disciplina degli intermediari

Nel 2009 è proseguita l'attività di esame e validazione delle linee guida predisposte dalle Associazioni di categoria sulle materie concernenti il Regolamento Intermediari, come modificato a seguito del recepimento della Direttiva Mifid.

In particolare, nel mese di settembre sono state validate le linee guida elaborate da Assosim in materia di classificazione della clientela, adeguatezza e appropriatezza e consulenza. Nei mesi precedenti, la Commissione aveva validato le linee guida messe a punto dall'Abi sui contratti per i servizi di investimento con i clienti *retail*; di Assogestioni in materia di adeguatezza e appropriatezza e di *best execution* e di Assoreti in tema di relazione di servizio con il cliente.

Il 2 marzo 2009 è stata emanata la comunicazione 9019104 avente ad oggetto "*Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*". La comunicazione si inserisce nell'ambito delle misure di cosiddetto "livello 3" sul Regolamento Intermediari, con cui la Consob fornisce orientamenti interpretativi di dettaglio, funzionali alla concreta applicazione del nuovo sistema normativo adottato a seguito del recepimento della Direttiva MiFID.

Il testo tratta della distribuzione alla clientela al dettaglio di prodotti illiquidi (obbligazioni bancarie, prodotti finanziario-assicurativi, derivati) e raccomanda agli intermediari concrete misure di trasparenza; prescrive presidi sulle modalità di *pricing;* richiede agli stessi intermediari una conoscenza approfondita dei prodotti illiquidi distribuiti e della clientela destinataria dell'offerta, al fine di una compiuta valutazione di adeguatezza e di appropriatezza.

Con particolare riguardo alle raccomandazioni di trasparenza, è richiesto agli intermediari di fornire al cliente informazioni sul valore corretto e sui costi impliciti ed espliciti del prodotto illiquido distribuito. È quindi rappresentata agli operatori l'opportunità di informare il cliente sulle caratteristiche del prodotto

distribuito presentando confronti con prodotti semplici e noti che agevolino il compimento di scelte consapevoli.

Sul piano della lettura delle regole vigenti in tema di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti, viene richiesta all'intermediario la conoscenza approfondita delle preferenze della clientela, con particolare riguardo all'orizzonte di investimento, in maniera da poter fornire i più adeguati consigli. In proposito è sottolineata la necessità che, nel processo di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni, l'*holding period* dell'investitore sia espressamente e autonomamente raffrontato alla durata del prodotto illiquido distribuito, al fine di garantire la compatibilità delle due variabili.

Con riferimento alle condizioni di ricevibilità della ricerca in materia di investimenti riconosciuta dai negoziatori ai gestori (individuali o collettivi) quale prestazione non monetaria, la Commissione ha fornito, a conclusione di una consultazione condotta sulle linee di livello 3 della Direttiva MiFID, i primi orientamenti interpretativi relativi al Regolamento Intermediari (comunicazione 9003258 del 14 gennaio 2009). Il documento affronta i profili afferenti alla ricerca come elemento del processo di investimento; alle condizioni di ricevibilità della ricerca quale specifica tipologia di *soft commission*; ai profili di *best execution* e coerenza con la specializzazione del negoziatore.

In esito alle risultanze dell'attività di vigilanza svolta nel corso dell'anno sugli *hedge funds* (confronta il precedente Capitolo III "*La vigilanza sugli intermediari*"), la Commissione ha altresì formulato linee di indirizzo per la definizione di idonee procedure interne finalizzate all'ordinata e corretta attività di ricerca e selezione dei fondi *target*, in conformità alla *ratio* della regolamentazione vigente in tema di correttezza di comportamento e coerentemente con le specificità dell'attività svolta (comunicazione 9079688 del 4 settembre 2009).

In particolare, posto che il concreto atteggiarsi del processo di investimento riveste un ruolo centrale ai fini di una corretta prestazione del servizio gestorio, si è richiamata l'attenzione sulla necessità che ogni scelta iniziale di investimento risulti non solo conforme alle strategie deliberate, ma coerente con le informazioni previamente acquisite, che delle strategie costituiscono il presupposto. Anche il mantenimento dell'esposizione verso un'attività o la sua vendita costituiscono decisioni che devono essere costantemente e consapevolmente ponderate alla luce delle informazioni disponibili.

Il ricorso a consulenti, inoltre, non fa venir meno in capo alle Sgr e alle Sicav la responsabilità del rispetto prescritti canoni di diligenza e correttezza comportamentale. Peraltro, i consulenti potrebbero essere portatori di interessi in conflitto con quello degli Oicr, con conseguenti implicazioni in termini di presidi delle situazioni di conflitto, alla cui definizione gli intermediari gestori sono chiamati.

Ulteriori indicazioni sono stati fornite in relazione alla identificazione del novero dei fondi che possono divenire oggetto di investimento; all'attività di *due*

diligence, che si estrinseca nella materiale acquisizione e analisi delle informazioni relative ai fondi *hedge* individuati al fine di accertare le condizioni per l'investimento; la selezione dei fondi, che deve avvenire sulla base delle informazioni acquisite in merito alla capacità del gestore di conseguire gli obiettivi di investimento dichiarati; il monitoraggio dei fondi selezionati, al fine di verificare nel continuo la persistenza delle condizioni riscontrate e soddisfatte nella fase di selezione iniziale.

Nel giugno 2009 è stato sottoposto a consultazione un documento concernente la revisione e l'aggiornamento degli obblighi informativi degli intermediari previsti dalla delibera 14015 del 2003. Nel mese di novembre, poi, è stata avviata una fase di sperimentazione del nuovo sistema di Teleraccolta con il coinvolgimento degli intermediari.

Tale iniziativa tiene conto delle importanti novità nel quadro normativo nazionale introdotte dalla legge 262/2005 e dalla normativa nazionale di recepimento della MiFID.

L'esperienza di vigilanza ha evidenziato, inoltre, la necessità di assicurare una più estesa copertura informativa in merito alle attività di gestione collettiva di portafogli e di fondi immobiliari, di *private equity* e di *hedge fund* nonché all'operatività svolta dai promotori finanziari per conto degli intermediari che esercitano l'attività di offerta fuori sede.

In materia di schemi di prospetto d'offerta degli Oicr aperti, dei fondi chiusi e dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, sono state emanate nel marzo 2009 le disposizioni che ne modificano gli schemi di prospetto d'offerta, secondo i termini precedentemente illustrati (si veda il precedente § 1). Un'ulteriore modifica alla regolamentazione in tema di prospetti ha riguardato il superamento della necessaria approvazione preventiva dei prospetti dei fondi aperti, in linea con quanto già avviene per i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione. In tal modo, la vigilanza sui prospetti dei fondi aperti si svolgerà in un momento successivo alla pubblicazione degli stessi e, quindi, all'avvio dell'offerta dei fondi.

Nel gennaio 2010, è stato emanato il Regolamento recante norme di attuazione del Tuf in materia di consulenti finanziari, persone fisiche e società di consulenza finanziaria, che ha fatto seguito, oltre che a un'ampia consultazione con il mercato, alla completa definizione del quadro della normativa primaria.

La disciplina delle nuove figure di operatori professionali abilitati alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti è ispirata all'obiettivo di favorire lo sviluppo del servizio di consulenza (essenziale canale di accesso dei risparmiatori al mercato finanziario) e di accrescere la concorrenza tra i diversi operatori presenti sul mercato, in un contesto normativo che assicuri equivalenza delle condizioni di svolgimento dell'attività da parte dei prestatori del servizio e un elevato livello di protezione degli investitori.

I punti qualificanti del nuovo assetto normativo sono, da un lato, l'innovativa architettura di vigilanza prefigurata dal legislatore, intesa a conciliare adeguati margini di autonomia dell'ordinamento professionale e *idonei* presidi di controllo pubblico; dall'altro, i rigorosi standard di correttezza e trasparenza dettati a salvaguardia dell'interesse dei clienti.

Sotto il primo profilo, si segnala la scelta del legislatore di articolare la supervisione sui consulenti finanziari e le società di consulenza finanziaria su un doppio livello, secondo un modello in parte simile a quello sperimentato per i promotori finanziari.

Il primo livello è affidato a un Organismo, composto da 5 membri nominati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze tra persone di comprovata professionalità ed esperienza, di cui 2 designati dagli operatori appartenenti alla categoria. L'Organismo è chiamato a curare la tenuta dell'Albo dei consulenti persone fisiche e delle società di consulenza finanziaria istituito dall'art. 18-*bis* del Tuf, nonché a vigilare sul rispetto della disciplina professionale da parte degli iscritti, attivando gli opportuni strumenti informativi, ispettivi e sanzionatori.

Il secondo livello di supervisione è affidato, nel quadro delle più generali finalità previste dall'art. 5 del Tuf, alla Consob. All'Istituto vengono attribuiti poteri regolamentari e di vigilanza che dovranno esercitarsi nei confronti dell'Organismo al fine di assicurare l'efficace e tempestivo esercizio delle funzioni assegnate a quest'ultimo.

Le scelte *regolamentari compiute dalla Consob* sulla base dei criteri direttivi fissati dal legislatore sono ispirate ai principi di proporzionalità e sostenibilità dei costi di *compliance*, nonché di uniformità della disciplina di trasparenza e correttezza dei comportamenti nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti.

Sotto questo aspetto assumono particolare rilievo per la salvaguardia della fiducia dei clienti, l'osservanza da parte dei consulenti e delle società di consulenza finanziaria di una serie di fondamentali obblighi di correttezza professionale. Si segnalano, rispettivamente, il dovere di fornire informazioni corrette, chiare, non fuorvianti e sufficientemente dettagliate affinché i clienti possano adottare decisioni di investimento informate; di acquisire dai clienti le informazioni necessarie al fine di raccomandare gli strumenti finanziari più adatti; di valutare, sulla base delle informazioni acquisite dai clienti, l'adeguatezza delle operazioni raccomandate; di agire sempre nell'interesse dei clienti.

Le relazioni internazionali 6

1 La cooperazione internazionale

Nel 2009 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 diminuito rispetto al 2008 (Tav. 38). Tale dato è ascrivibile alla riduzione delle richieste finalizzate alla verifica del rispetto del divieto di vendite allo scoperto, conseguente alla progressiva rimozione del divieto stesso (si veda il Capitolo II "*La vigilanza sui mercati*").

In particolare, la Consob ha inoltrato complessivamente 61 richieste di cooperazione ad altre Autorità relative, per oltre la metà, a ipotesi di *insider trading* e manipolazione del mercato.

Le richieste di informazioni rivolte alla Consob da Autorità di vigilanza estere sono aumentate (59 a fronte delle 48 nel 2008) e hanno riguardato soprattutto casi di verifica dei requisiti di onorabilità e professionalità.

La Consob ha sottoscritto, nel mese di dicembre, un accordo di cooperazione con l'Autorità di vigilanza della Germania, BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*), per il controllo coordinato della succursale italiana della banca Hypo-und Vereinsbank AG (HVB AG).

La Direttiva 2004/39/CE (MiFID) prevede, infatti, che la vigilanza sulle succursali di imprese di investimento comunitarie sia ripartita tra l'Autorità del paese di origine e quella del paese ospitante. Il *Memorandum* di intesa tra Consob e Bafin delinea, sulla base del modello previsto dal Protocollo Cesr sulla vigilanza delle sedi distaccate, un programma di vigilanza comune (*Common Oversight Request*), che si sostanzia in iniziative congiunte relative all'attività della HVB AG italiana, quali, ad esempio, incontri periodici, scambio di informazioni e ispezioni.

Tav. 38 Scambio di informazioni fra Consob e Autorità di vigilanza estere

Oggetto	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Richieste di informazioni ad Autorità estere										
Insider trading	32	24	24	11	8	12	16	18	25	23
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	4	--	4	8	6	12	9	27	14
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	10	9	5	2	4	5	1	2	3
Trasparenza e informativa societaria	1	--	--	6	9	10	5	1	2	1
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	1	1	3	1	2	4	3	2	2
Requisiti di onorabilità e professionalità	19	14	34	21	7	4	--	9	--	--
Violazione regole di condotta	2	--	--	1	2	--	1	--	--	3
Transaction reporting *ex* art. 25 MiFID	—	—	—	—	—	—	—	—	1	1
Vendite allo scoperto	—	—	—	—	—	—	—	—	42	6
Richieste dirette a remote member *ex* art. 57 MiFID	—	—	—	—	—	—	—	—	11	2
Segnalazioni operazioni sospette	—	—	—	—	—	—	—	—	1	6
Totale	*58*	*53*	*68*	*51*	*37*	*38*	*43*	*41*	*113*	*61*
Richieste di informazioni da Autorità estere										
Insider trading	5	20	13	17	18	18	17	18	18	5
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	--	1	1	2	3	4	14	2	3	2
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	1	2	7	4	3	9	9	3	2	8
Trasparenza e informativa societaria	2	--	--	--	--	4	3	--	1	1
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	2	1	--	4	--	1	1	--
Requisiti di onorabilità e professionalità	53	49	80	70	44	31	46	37	18	36
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	—	3	2	2
Transaction reporting *ex* art. 25 MiFID	—	—	—	—	—	—	—	—	1	--
Vendite allo scoperto	—	—	—	—	—	—	—	—	--	--
Richieste dirette a remote member *ex* art. 57 MiFID	—	—	—	—	—	—	—	—	--	--
Segnalazioni operazioni sospette	—	—	—	—	—	—	—	—	2	5
Totale	*61*	*72*	*103*	*94*	*68*	*70*	*89*	*64*	*48*	*59*

2 L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Nel 2009 è proseguita la partecipazione della Consob alle attività della Commissione Europea per la predisposizione e approvazione di proposte di direttive e regolamenti nonché ai negoziati sui pareri relativi all'istituzione di una nuova architettura della vigilanza europea del settore finanziario.

La Commissione Europea, nel mese di settembre, ha adottato un pacchetto legislativo costituito da 4 proposte di regolamento con l'obiettivo di ridisegnare l'intera struttura della vigilanza europea del settore finanziario. Il progetto di riforma si ispira alle conclusioni formulate nel rapporto del cosiddetto Gruppo de Larosière che, incaricato dalla Commissione Europea di valutare ipotesi di riforma dell'architettura della vigilanza in Europa, aveva presentato le proprie raccomandazioni nel mese di febbraio. Il 2 dicembre 2009, l'Ecofin (Consiglio dei Ministri Economici dell'Unione Europea) ha raggiunto un accordo politico sul pacchetto legislativo; seguirà l'intervento del Parlamento Europeo, che dovrà pronunciarsi sulle proposte in forza della procedura di co-decisione prevista dal Trattato di Lisbona. L'obiettivo della Commissione Europea e del Consiglio è quello di rendere operativo il nuovo sistema di vigilanza a partire dal 2011.

La nuova architettura di vigilanza si fonda su 2 pilastri: i) l'istituzione di un Consiglio Europeo per il rischio sistemico (Esrb - *European Sistemic Risk Bord*), deputato alla vigilanza macro-prudenziale e alla diffusione, ove necessario, di allarmi preventivi per la stabilità del sistema finanziario e di raccomandazioni non vincolanti; ii) l'istituzione del Sistema europeo delle Autorità di vigilanza finanziaria (Esfs - *European System of Financial Supervision*), dedicato alla salvaguardia della solidità delle singole imprese finanziarie e alla protezione degli investitori e costituito dalle Autorità nazionali e da 3 nuove Autorità europee di vigilanza (*European Supervisory Authorities* - ESAs).

Le ESAs, dotate di personalità giuridica, nasceranno dalla trasformazione e dal potenziamento degli attuali Comitati di terzo livello (Cesr – *Committee of European Securities Regulators*, Cebs – *Committee of European Banking Supervisors* e Ceiops - *Committee of the European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) e includeranno rispettivamente la *European Banking Authority* - Eba, la *European Insurance and Occupational Pension Authority* - Eiopa e la *European Securities and Markets Authority* - Esma.

Le ESAs saranno chiamate a proporre standard tecnici vincolanti, risolvere eventuali divergenze tra le Autorità di vigilanza nazionali, assicurare un'applicazione coerente delle regole tecniche comunitarie nonché svolgere un ruolo di coordinamento in situazioni di emergenza. La nuova Autorità europea per il settore mobiliare (Esma) potrebbe essere chiamata, inoltre, ad esercitare poteri diretti sulle agenzie di rating. La vigilanza sui singoli operatori rimarrà affidata alle singole Autorità nazionali.

I casi in cui le Autorità potranno adottare norme vincolanti e svolgere un ruolo di mediazione saranno puntualmente indicati nella cosiddetta Direttiva Omnibus di cui la Commissione Europea ha presentato una proposta in data 26 ottobre 2009. Tale direttiva, alla cui predisposizione ha partecipato anche la Consob, è diretta a modificare i vari dispositivi normativi comunitari vigenti, al fine di pervenire a una maggiore armonizzazione a livello europeo.

L'Istituto ha, inoltre, partecipato ai negoziati sulla proposta di Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi.

In data 30 aprile 2009 la Commissione Europea ha presentato una proposta di direttiva allo scopo di sottoporre a regolamentazione le società di gestione dei cosiddetti fondi alternativi, ossia i gestori di organismi di investimento collettivo diversi dai fondi armonizzati Ucits (*Undertakings for Collective Investment in Transferable*). Rientrano nella categoria dei fondi alternativi i fondi speculativi (*hedge fund*), i fondi immobiliari (*real estate fund*) e i fondi dei cosiddetti *private equity*. La proposta ha l'obiettivo di armonizzare i requisiti in capo ai gestori in materia di autorizzazione, organizzazione, regole di condotta e informazione nei confronti degli investitori e delle Autorità di vigilanza, stabilendo disposizioni più stringenti per i gestori di fondi che utilizzano sistematicamente la leva finanziaria (*leverage*). Si prevede, inoltre, l'istituzione di un passaporto europeo per i gestori autorizzati a operare e commercializzare detti fondi in tutta l'Unione Europea sulla base dell'approvazione rilasciata dal paese d'origine, previa comunicazione all'Autorità del paese ospitante. Viene comunque fatta salva la possibilità per il paese ospitante di mantenere limitazioni od obblighi più stringenti in relazione alla commercializzazione dei fondi alternativi presso gli investitori al dettaglio. Allo stato attuale il negoziato sulla direttiva è in corso presso il Consiglio e il Parlamento Europeo.

La Consob ha contribuito ai lavori per l'approvazione definitiva della proposta di modifica della Direttiva sui fondi comuni di investimento armonizzati (Ucits).

La Direttiva 2009/65/CE, cosiddetta Ucits IV, è stata formalmente approvata il 13 luglio 2009 ed è entrata in vigore il successivo 7 dicembre 2009. La scadenza per il recepimento da parte degli Stati membri è fissata al 30 giugno 2011.

La nuova direttiva cambia profondamente la disciplina dei fondi armonizzati introdotta dalla Direttiva 85/611/CEE. Tra le novità più significative si rileva: i) l'introduzione del passaporto delle società di gestione; ii) la sostituzione dell'obbligo di consegna del prospetto semplificato con l'impegno 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.

La direttiva dovrà essere accompagnata da una serie di misure di livello 2 che devono essere emanate entro il 1° luglio 2010. Per la definizione di dette misure la Commissione Europea, nel mese di febbraio 2009, ha chiesto l'assistenza tecnica

del Cesr che, tramite il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito (*Investment Management Expert Group* – Imeg), presieduto dal Presidente della Consob, ha elaborato pareri tecnici sulle varie materie incluse nel mandato (si veda il successivo paragrafo per maggiori dettagli). Sulla base di tali pareri, la Commissione Europea intende presentare, nel corso del 2010, un pacchetto legislativo contenente misure di attuazione in materia di: i) requisiti organizzativi, conflitti di interessi, *risk management*, regole di condotta e contenuto degli accordi tra depositario e società di gestione; ii) informazioni chiave per l'investitore e condizioni da soddisfare nei casi in cui le informazioni e il prospetto siano forniti su supporto non cartaceo o tramite sito *web*; iii) forma e contenuto del modello di lettera di notifica e attestazione, modalità di scambio elettronico di informazioni tra Autorità ai fini della notifica, procedure per le ispezioni e lo scambio di informazioni tra Autorità di vigilanza; iv) procedure di notifica per l'offerta transfrontaliera di fondi armonizzati, fusioni di Ucits e strutture *master/feeder*.

La Consob ha partecipato anche ai lavori relativi alla predisposizione del regolamento sulle agenzie di rating. Tale Regolamento (1060/2009/CE), definitivamente approvato in data 16 settembre 2009 ed entrato in vigore il successivo 7 dicembre, è direttamente applicabile negli Stati membri.

La nuova disciplina prevede che gli intermediari finanziari possano utilizzare, ai fini regolamentari, solo rating emessi da agenzie stabilite nell'Unione Europea e registrate conformemente al Regolamento. Vengono, inoltre, introdotte una serie di regole che le agenzie di rating devono rispettare in tema di: i) requisiti organizzativi e operativi, inclusi quelli in materia di conflitti di interesse; ii) analisti e altri soggetti coinvolti nell'emissione dei rating; iii) metodologie, modelli e assunzioni in base ai quali vengono definiti i rating; iv) trasparenza e modalità di presentazione dei rating; v) comunicazione periodica di dati e informazioni da parte delle agenzie.

La Consob ha partecipato ai negoziati relativi alla proposta di modifica delle direttive in materia di prospetto e di armonizzazione degli obblighi di trasparenza.

Nel mese di settembre la Commissione Europea ha presentato una proposta di direttiva volta a semplificare il contenuto della Direttiva Prospetto, per ridurre gli oneri amministrativi degli emittenti/offerenti, aumentare la tutela degli investitori e chiarire alcuni dubbi interpretativi sull'applicazione pratica della direttiva stessa. Il Coreper (Comitato dei rappresentanti permanenti) ha raggiunto un accordo politico sulla proposta di compromesso, presentata dalla Presidenza di turno svedese, che dovrà essere discussa in Parlamento.

Le principali novità contenute nella proposta di compromesso riguardano: i) il formato e il contenuto del documento di sintesi del prospetto; ii) l'estensione del regime di responsabilità connesso al documento di sintesi; iii) il miglioramento della disciplina del prospetto di base, mediante la previsione dell'obbligo di consegna dei *final terms* agli investitori prima dell'inizio dell'offerta e dell'obbligo di trasmissione degli stessi alle autorità competenti dei paesi ospitanti; iv) l'eliminazione del registro delle persone fisiche e delle piccole e medie imprese.

Nel corso dell'anno sono state approvate le proposte di modifica alla quarta e alla settima Direttiva in materia di riduzione di alcuni obblighi di comunicazione e redazione di conti consolidati a carico delle società di medie dimensioni.

La Direttiva 2009/49/CE reca modifiche alla quarta e alla settima Direttiva al fine di: i) consentire agli Stati membri di esonerare le "medie imprese" dall'obbligo di fornire, in una nota integrativa, informazioni relative alla ripartizione del fatturato per settore di attività e area geografica e, ove capitalizzati, ai costi di impianto e ampliamento; ii) sollevare dagli obblighi di redazione del bilancio consolidato le società le cui controllate siano tutte di interesse non rilevante ai fini del consolidamento. La direttiva è entrata in vigore il 16 luglio 2009 e deve essere recepita negli Stati membri entro il 1° gennaio 2011.

Nel 2009 sono state apportate modifiche alla disciplina relativa, rispettivamente, al carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e regolamento titoli e ai contratti di garanzia finanziaria.

La Direttiva 2009/44/CE ha innovato due differenti aree normative: i) la disciplina riguardante il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli; ii) la costituzione di garanzie finanziarie. Nel primo caso, la direttiva estende le tutele, ivi concesse, al regolamento delle operazioni di mercato in presenza di sistemi di *post-trading* interoperabili. In particolare, la direttiva favorisce il coordinamento delle regole al momento di immissione e irrevocabilità degli ordini di trasferimento nei sistemi di regolamento titoli e di pagamento. L'obiettivo è di evitare incertezze giuridiche sulle conseguenze derivanti dall'inadempimento di un partecipante, quando i sistemi siano tra loro interconnessi o interoperabili. Per quanto concerne le modifiche alla direttiva sui contratti di garanzia finanziaria, la disciplina è volta a includere alcuni crediti nell'ambito di applicazione della direttiva stessa. L'obiettivo è di semplificare le formalità richieste per la valida costituzione delle garanzie finanziarie sui crediti e facilitarne l'escussione, in modo da favorire la prestazione transfrontaliera e ridurre il rischio di credito.

Nel 2009 la Commissione Europea ha stabilito ulteriori principi in tema di remunerazione degli amministratori di società quotate integrando le precedenti raccomandazioni.

La Commissione Europea ha emanato una nuova Raccomandazione (2009/385/CE) con l'obiettivo di: i) assicurare un maggior collegamento della politica di remunerazione degli amministratori con gli obiettivi di lungo termine delle società, fornendo indicazioni sulla struttura delle parti variabili della remunerazione, del Tfr e dei regimi della retribuzione basati su azioni; ii) rafforzare il ruolo del comitato predisposto a prevenire conflitti di interessi e controllare l'attuazione della politica di remunerazione.

La Commissione Europea ha avviato, inoltre, una consultazione informale, con i governi dei principali Stati membri, precedente alla pubblicazione di una proposta di Direttiva sulle infrastrutture di mercato.

La direttiva introdurrebbe per la prima volta una disciplina di armonizzazione delle società che si pongono come controparti centrali nella negoziazione di titoli sui mercati e dei contratti derivati. L'ambito di applicazione della direttiva potrebbe estendersi anche alle società di gestione dei sistemi di liquidazione e di regolamento. Le principali novità consisterebbero: i) nell'introduzione dell'obbligo di avvalersi di controparti centrali per la compensazione dei contratti derivati standardizzati e di opportuni presidi di trasparenza (*reporting*) su tutte le transazioni in derivati; ii) nell'armonizzazione dei requisiti di autorizzazione e delle condizioni di organizzazione interna, gestione dei rischi e operatività delle società che agiscono come controparti centrali e, probabilmente, delle società che gestiscono sistemi di liquidazione e regolamento; iii) nell'armonizzazione dei requisiti di autorizzazione e delle condizioni di organizzazione interna e di operatività delle società che raccolgono informazioni sulle operazioni concluse fuori mercato; iv) nella rimozione degli ostacoli all'interconnessione dei sistemi di *post-trading* dei diversi Paesi dell'Unione Europea e nel rafforzamento della cooperazione internazionale tra Autorità di vigilanza.

Nel 2009 la Commissione Europea ha avviato una consultazione pubblica sulla possibile revisione della Direttiva sugli abusi di mercato individuando alcune aree di miglioramento della disciplina vigente.

In particolare, la Commissione sofferma la propria attenzione: i) sui mercati e gli strumenti finanziari a cui si applica la disciplina sugli abusi di mercato; ii) sulla possibilità per gli emittenti di ritardare la diffusione di informazioni privilegiate; iii) sul regime di diffusione delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti di strumenti derivati su merci; iv) sulla capacità delle autorità competenti di accedere alle registrazioni telefoniche; v) sull'obbligo di redigere la lista degli *insiders* e di comunicare le transazioni effettuate dagli amministratori degli emittenti.

Nel corso dell'anno la Consob ha fornito supporto tecnico al Ministero dell'Economia in relazione alle 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. Sulla base dei contributi forniti nel corso dell'anno dal Gruppo di Esperti, il 5 febbraio 2010 la Commissione Europea ha adottato, ai sensi dell'art. 47 della Direttiva 2006/43/CE, una decisione sull'adeguatezza delle Autorità competenti dei paesi terzi (il *Public Accountability Board* canadese, la *Financial Services Agency* giapponese, il *Certified Public Accountants and Auditing Oversight Board* giapponese e la *Federal Audit Oversight Authority* svizzera), sotto il profilo del rispetto delle condizioni previste dalla direttiva circa la trasmissione delle carte di lavoro e altri documenti dei revisori.

Nel mese di dicembre l'Egaob ha, inoltre, pubblicato un documento contenente linee guida sulla cooperazione tra le competenti Autorità degli Stati membri in materia di vigilanza sulle società di revisione all'interno dell'Unione Europea. Il documento sarà sottoposto a revisione annuale.

3 L'attività nell'ambito del *Committee of the European Securities Regulators* (Cesr)

Nel corso del 2009 è proseguita l'attività dei gruppi di lavoro, in ambito Cesr, per affrontare le problematiche connesse alla crisi dei mercati finanziari; tale attività, alla quale la Consob ha partecipato, si è conclusa con la partecipazione di numerosi rapporti di approfondimento e la definizione di norme comuni di intervento.

Si segnala, in particolare, il rapporto pubblicato su iniziativa della *Task Force Lehman*, in cui si analizza l'impatto della crisi del gruppo statunitense in Europa e si individuano possibili aree critiche della regolamentazione europea. Il Cesr ha, inoltre, esaminato le conseguenze del *crack* Madoff su taluni segmenti dell'industria della gestione collettiva europea e ha pubblicato informazioni e suggerimenti pratici diretti agli investitori europei in merito alla frode.

L'Istituto ha partecipato alla *Post-Ecofin Task Force*, deputata alla preparazione di documenti, posizioni comuni e pareri rivolti alla Commissione Europea in vista della trasformazione del Cesr nella nuova Autorità europea. Il Gruppo ha esaminato le proposte regolamentari della Commissione e ha avviato un dialogo con le Istituzioni europee al fine di rafforzare il ruolo della nuova Autorità dei mercati finanziari (Esma). Il lavoro della *Task Force* proseguirà anche nel 2010.

Nel corso dell'anno sono proseguiti i lavori del Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito (*Investment Management Expert Group* – Imeg), presieduto dal Presidente della Consob.

Il Gruppo di Esperti, in particolare, ha lavorato intensamente per ottemperare al mandato conferito dalla Commissione Europea nell'ambito del processo di revisione della normativa comunitaria in materia di organismi d'investimento collettivo, che ha condotto all'approvazione della Direttiva Ucits IV nel giugno 2009 (come già ricordato nel § 2).

In particolare, sono state proposte misure attinenti: i) ai requisiti organizzativi della società di gestione; ii) alla gestione del rischio dei fondi (*risk management*); iii) alle regole di condotta in materia di gestione collettiva; iv) ai conflitti di interessi; v) alla cooperazione tra Autorità di vigilanza; vi) alle regole applicabili alla depositaria di un fondo domiciliato in un paese diverso da quello dell'intermediario che lo ha istituito e/o che lo gestisce (*Technical Advice* - CESR/09-963); vii) alle condizioni necessarie all'operatività del passaporto europeo per le società di gestione.

Sulla base del parere tecnico del gruppo, la Commissione Europea adotterà nel corso del 2010 le misure di attuazione di livello 2 della nuova Direttiva in materia di fondi comuni armonizzati. Tali misure garantiranno un miglior allineamento tra le disposizioni applicabili alle Sgr e alle imprese di investimento ai sensi della MiFID, pur tenendo conto della specificità del settore delle gestioni collettive.

Nel mese di dicembre 2009 il Cesr ha, inoltre, formulato un secondo parere tecnico sulle misure di attuazione della Direttiva Ucits IV in materia di: i) informazioni da fornire agli investitori in occasione di fusioni transfrontaliere di fondi comuni di investimento; ii) istituzione delle strutture *master-feeder*; iii) procedure di notifica.

Il Gruppo di Esperti del Cesr ha inoltre completato durante l'anno i lavori sulle regole attinenti il documento informativo *Key Information Document* (Kid), che dovrà sostituire il prospetto semplificato dei fondi armonizzati, in risposta alla richiesta di assistenza tecnica avanzata dalla Commissione Europea.

Il Cesr ha indicato gli standard di contenuto informativo del Kid relativamente ai profili degli obiettivi e delle strategie d'investimento, del rischio-rendimento, dei costi e delle performance storiche. Per ciò che riguarda l'informativa sul profilo di rischio-rendimento, il Cesr ha suggerito di adottare un indicatore sintetico di natura qualitativa (basato su metodologie quantitative), accompagnato da una spiegazione narrativa dei principali limiti dell'indicatore stesso e da una presentazione dei rischi rilevanti non rappresentati dalla metodologia che sottende la costruzione di tale indicatore.

In materia di monitoraggio e gestione del rischio dei fondi, le norme proposte dal Cesr riprendono le linee guida, approvate nel febbraio 2009, redatte dall'*Operational Task Force* (Otf), gruppo costituito all'interno dell'Imeg e dedicato agli aspetti tecnico-operativi connessi all'applicazione armonizzata delle norme comunitarie sull'*asset management.*

Nel corso del 2009 l'Otf si è occupato delle problematiche inerenti alle modalità di gestione dei rischi da parte degli intermediari, alla sopravvenuta carenza di liquidità di taluni investimenti operati dai fondi aperti e agli effetti sulla valorizzazione dei patrimoni e sulla necessaria sospensione dei rimborsi. Questi temi hanno riproposto la questione dell'ammissibilità di taluni strumenti finanziari strutturati nei portafogli dei fondi armonizzati e, in particolare, di quelli che dovrebbero perseguire strategie di investimento tipicamente molto liquide (fondi monetari e/o di liquidità).

A seguito delle analisi svolta dall'Otf, il Cesr ha elaborato una definizione armonizzata delle caratteristiche di portafoglio degli Oicr che intendono adottare la denominazione di "fondi monetari", la cui formulazione sarà sottoposta al vaglio di una consultazione pubblica nel primo trimestre del 2010.

Il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito ha inoltre contribuito alla redazione della risposta del Cesr alla consultazione della Commissione Europea sulle funzioni del depositario di fondi comuni armonizzati.

La Consob ha partecipato attivamente agli altri gruppi di lavoro istituiti in ambito Cesr per analisi e approfondimenti riguardanti le Direttive MiFID e Prospetto.

Tra i numerosi lavori del Gruppo di Esperti MiFID, si segnalano: i) la pubblicazione di un rapporto in cui si raccomanda l'introduzione di obblighi di trasparenza nelle negoziazioni in titoli di debito, prodotti finanziari strutturati e derivati di credito; ii) la revisione del protocollo sulle procedure di notifica ai fini del passaporto MiFID; iii) la predisposizione del protocollo per lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza sulle succursali; iv) l'avvio della consultazione sulle buone pratiche in materia di incentivi (*inducement*); v) linee interpretative sulla qualificazione dei prodotti complessi; vi) la pubblicazione di chiarimenti in merito al regime di esenzione dagli obblighi di trasparenza *pre*-negoziazione.

Nell'anno 2009 si è conclusa l'attività svolta dall'*Experts Group on Prospectus*, in merito ai requisiti informativi previsti dalla Direttiva sul Prospetto.

In particolare, il Gruppo ha concluso le verifiche condotte per la valutazione dell'equivalenza dei prospetti, redatti secondo la legislazione israeliana, ai requisiti informativi dei prospetti predisposti in conformità alla normativa Ue, ai fini dell'applicazione dell'art. 20 della Direttiva Prospetto e a seguito di specifica istanza dell'Autorità competente. In relazione a tali prospetti, il Cesr ha individuato alcuni profili informativi, quale ad esempio la dichiarazione di conformità alle norme nazionali in materia di *corporate governance*, per i quali non è stata riscontrata equivalenza con il regolamento comunitario sui prospetti. Al riguardo, resta fermo che l'Autorità competente per l'approvazione dei prospetti, ove riscontri carenze informative, potrà chiedere informazioni supplementari.

Saranno, inoltre, oggetto di esame congiunto con il Cesrfin le regole di informazione sul prospetto concernenti la dichiarazione sul capitale circolante netto, le informazioni *pro-forma* e le previsioni di risultati economici. Tale attività si concluderà con l'elaborazione di un documento che rappresenterà le condizioni di equivalenza dei prospetti di emittenti israeliani, già quotati alla borsa di Tel Aviv, con prospetti già approvati in base agli *International Standards on Auditing* (Isa).

Il Gruppo sul Prospetto ha altresì prodotto orientamenti per la corretta applicazione delle norme comunitarie sul prospetto, aggiornando il documento Q&A (*10th Update of frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by Cesr Members* - CESR/09/1148) e, a breve, pubblicherà un documento di consultazione volto a modificare la raccomandazione CESR/05-054b per la parte attinente alle informazioni dei prospetti di società minerarie.

Nel 2009 sono proseguiti i lavori del Cesrfin, Gruppo permanente sull'informazione finanziaria, e del sottocomitato per l'*enforcement* Eecs (*European Enforcers Coordination Sessions*), al fine di porre in essere gli strumenti atti ad assicurare un efficace coordinamento delle attività di *enforcement* dell'informazione finanziaria a livello europeo.

L'Eecs, ha implementato il coordinamento degli *enforcers* europei al fine di raggiungere un elevato livello di armonizzazione delle decisioni in materia di

vigilanza sulla corretta applicazione dei principi contabili internazionali. In particolare, sono stati pubblicati 3 estratti contenenti le decisioni assunte dagli *enforcers* nazionali dell'Unione Europea e inseriti nel database elettronico del Cesr. Il database, costituito nel 2005, è un archivio per la consultazione delle decisioni di primaria importanza ai fini dell'applicazione omogenea degli Ias/Ifrs in ambito europeo.

Nel corso del 2009 il Cesrfin ha svolto un'indagine in materia di *disclosure* sugli strumenti finanziari quotati fornita dalle società quotate nei conti 2008. L'indagine ha riguardato un campione di 100 emittenti, di cui 11 italiani, operanti nel settore bancario e assicurativo. In particolare è stato verificato l'allineamento dei bilanci: i) alle disposizioni dell'Ifrs 7 "Strumenti finanziari: informazioni integrative" relative all'area dei rischi e delle incertezze; ii) alle raccomandazioni e linee guida sulla *disclosure* che sono state pubblicate dallo *Iasb Export Advisory Panel Report*, dal *Financial Stability Forum*, dal *Senior Supervisors Group* e dallo *Statement* del Cesr.

Il Cesr ha pubblicato, nel gennaio 2009, il documento "*Cesr Statement on reclassification*" nel quale erano rappresentati i risultati di un'analisi condotta dal Cesrfin sull'applicazione, da parte delle imprese europee, degli emendamenti apportati agli standard internazionali Ias 39 e Ifrs 7 circa la riclassificazione degli strumenti finanziari. Da tale ricognizione era emerso che, nel terzo trimestre del 2008, la maggioranza delle imprese non aveva adottato gli emendamenti in parola e pertanto non aveva provveduto a riclassificare gli strumenti finanziari. Il Cesrfin ha aggiornato l'analisi sulla base dei bilanci chiusi al 31 dicembre 2008, al fine di presentare un quadro completo dei comportamenti adottati dalle imprese europee.

In materia di abusi di mercato, la Consob ha contribuito ai lavori del Cesr finalizzati all'elaborazione di un terzo *set* di linee guida sul funzionamento della Direttiva 2003/6/CE (*Market Abuse Directive - MAD*), pubblicato nel mese di maggio 2009.

Le nuove linee guida affrontano questioni interpretative relative: i) ai requisiti della lista degli *insiders*, ii) alla segnalazione delle operazioni sospette; iii) ai programmi di stabilizzazione; iv) alla nozione di informazione privilegiata (*inside information*). Il documento, risultato di un processo di consultazione iniziato nel 2008, rappresenta un importante strumento per favorire una maggiore convergenza nell'interpretazione e nell'attuazione della Direttiva sugli abusi di mercato da parte delle Autorità di vigilanza.

L'Istituto ha partecipato attivamente ai lavori del *Review Panel* (Gruppo permanente per l'attuazione degli standard Cesr da parte degli Stati membri) per la mappatura dei poteri di vigilanza e di *enforcement* attribuiti alle Autorità di vigilanza degli Stati membri in attuazione della Direttiva MiFID.

Nel corso dell'anno il *Review Panel* ha finalizzato l'esercizio di mappatura dei poteri e delle pratiche di vigilanza delle Autorità ai sensi della Direttiva *Trasparency* e della Direttiva MiFID. Il Gruppo, inoltre, ha svolto esercizi di *peer review*, aventi ad oggetto la verifica dello stato di attuazione delle linee guida sulla

semplificazione della procedura di notifica dei fondi Ucits e degli *Standards* 1 e 2 sulle attività di *enforcement* in materia di informazioni finanziarie. È stato, inoltre, dato avvio alla *peer review* sulla Direttiva Prospetto e svolto il lavoro di mappatura sull'esercizio dei regimi opzionali ai sensi delle Direttive MiFID e MAD.

In materia di agenzie di rating, la Commissione Europea ha chiesto al corrispondente gruppo di lavoro del Cesr, del quale la Consob è membro, un parere tecnico sulla valutazione di equivalenza dei sistemi di regolamentazione di alcuni paesi (Giappone, Australia, Stati Uniti e Canada), alla luce del nuovo regime europeo in materia. Il parere dovrà essere reso entro aprile 2010.

L'Istituto ha contribuito anche ai lavori del Cesr-*Tech* e alle attività congiunte del Cesr e della Banca Centrale Europea in materia di *clearing* e *settlement*.

Nel corso del 2009 il Cesr-Tech ha avviato in ambito Trem (*Transaction Reporting European Mechanism*) una consultazione circa le possibili misure per lo scambio di informazioni sulle transazioni in derivati concluse fuori dai mercati regolamentati, in particolare in materia di identificazione e classificazione di detti strumenti.

Inoltre, il Cesr e la Banca Centrale Europea hanno elaborato raccomandazioni in materia di gestione dei sistemi di liquidazione dei titoli e di controparti centrali istituite nell'Unione Europea, mediante pubblicazione di un rapporto a maggio 2009.

In materia di *trade repositaries* attivi nell'Unione Europea, il Cesr ha avviato anche una consultazione allo scopo di sviluppare opzioni regolamentari comuni sulla vigilanza dei soggetti che detengono informazioni sulle negoziazioni in titoli *over the counter*.

Nel 2009 è stata istituita dal Cesr una nuova *Task Force* sulla "*mutual recognition*" presieduta dalla Consob.

La *Task Force* ha svolto 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 per l'instaurazione di contatti con detti paesi. All'esito dei lavori è stato pubblicato un documento di consultazione. Le attività della *Task Force* continueranno nel 2010.

Sono continuati, inoltre, i lavori della *Task Force* congiunta tra i comitati di livello 3 (Cesr, Cebs e Ceiops) in materia di delega dei compiti tra le Autorità di vigilanza europee.

L'istituzione della *Task Force* risponde alle raccomandazioni formulate dall'Ecofin, a dicembre 2007, 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. La *Task Force* ha pubblicato un primo rapporto, ad aprile 2009, nel quale si esaminano le problematiche e gli ostacoli all'istituzione di efficaci meccanismi di delega.

4 L'attività nell'ambito dell'*International Organization of Securities Commissions* (Iosco) e in altre sedi istituzionali

Nel 2009 la Consob ha partecipato al Comitato Tecnico e al Comitato Esecutivo della Iosco (*International Organization of Securities Commissions*) e ha fatto parte dei relativi comitati permanenti, gruppi di lavoro e *Task Force.*

L'Istituto ha assunto, congiuntamente all'Autorità di vigilanza del Regno Unito (Fsa), la presidenza della *Task Force on Unregulated Entities* istituita dal Comitato Tecnico al fine di coordinare le iniziative di controllo in materia di entità non regolamentate. La Iosco ha pubblicato, all'esito dei lavori della *Task Force*, un rapporto contenente 6 principi che gli ordinamenti dovrebbero rispettare nella regolamentazione dei fondi speculativi *(hedge fund).*

La *Task Force on Unregulated Entities* ha dapprima esaminato le problematiche connesse all'operatività di *hedge fund* e le differenze negli approcci regolamentari dei propri membri. Le valutazioni sono confluite in un primo rapporto del Comitato Tecnico, pubblicato nel marzo 2009, con finalità di consultazione. Successivamente, la *Task Force* ha redatto un rapporto finale sulla vigilanza dei fondi speculativi (approvato dal Comitato Tecnico e pubblicato nel giugno 2009) nel quale si raccomanda l'introduzione di un approccio regolamentare diretto, al fine di mitigare i rischi posti dall'attività degli *hedge fund* e favorire un maggior coordinamento delle iniziative internazionali di vigilanza in materia. Nel corso dell'anno la *Task Force* ha inoltre valutato possibili misure per la vigilanza comune e lo scambio di informazioni sui rischi sistemici posti dagli *hedge fund* e ha intrapreso una verifica tesa ad accertare il grado di adesione dei propri membri ai 6 principi raccomandati.

Il Comitato Tecnico della Iosco ha istituito, inoltre, una *Task Force* in materia di cooperazione nella vigilanza con l'obiettivo di favorire il coordinamento delle attività di controllo sugli intermediari e sui mercati che operano su base transfrontaliera.

La *Task Force on Supervisory Cooperation* sta esaminando gli strumenti di cooperazione internazionale con l'obiettivo di predisporre principi comuni per la redazione di *Memorandum of understanding* e accordi tra Autorità competenti per lo scambio di informazioni e il coordinamento delle iniziative di controllo su intermediari e operatori del mercato, attivi in più di una giurisdizione. La *Task Force* presenterà i suddetti principi al Comitato Tecnico affinché siano pubblicati nel 2010.

La Consob ha partecipato ai lavori di altre *Task Force* Iosco, istituite nel 2008, per fronteggiare la crisi dei mercati finanziari e coordinare le misure regolamentari generali, a supporto degli obiettivi indicati dal G-20. I lavori delle *Task Force* sono stati alla base della pubblicazione di nuovi

standard internazionali diretti a favorire un'ulteriore convergenza delle normative nazionali nelle aree di rispettiva competenza.

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 sui mercati delle *commodities*. Nel marzo 2009 è stato pubblicato il rapporto finale contenente raccomandazioni volte a migliorare la trasparenza e la vigilanza su tali mercati.

La *Task Force on Short Sales* ha esaminato le misure adottate dai propri membri in materia di vendite allo scoperto a seguito della crisi dei mutui *subprime*, con particolare riguardo al contenuto degli obblighi di trasparenza e agli obblighi di consegna dei titoli. Nel giugno 2009 il Comitato Tecnico ha pubblicato il rapporto finale in cui si elaborano principi generali comuni sulla trasparenza e la disciplina delle vendite allo scoperto.

La *Task Force on Unregulated Financial Markets and Products* è stata costituita allo scopo di elaborare un approccio comune per quei settori del sistema finanziario ancora scarsamente vigilati e regolati, come il mercato *over the counter* dei derivati e dei prodotti strutturati. Nel settembre 2009 il Comitato Tecnico ha pubblicato il rapporto finale della *Task Force* dove si raccomanda l'introduzione di misure regolamentari nell'area delle cartolarizzazioni dei crediti e delle negoziazioni in *credit default swaps* (Cds).

La Consob ha contribuito, inoltre, alle iniziative della *Task Force on Credit Rating Agencies*, che ha l'obiettivo di migliorare e coordinare la vigilanza internazionale sulle agenzie di rating e favorire l'osservanza del Codice di Condotta Iosco. Nel 2009 la *Task Force* è stata trasformata in un comitato permanente (*Standing Committee 6*), che si occuperà di favorire la convergenza regolamentare in materia di società che stimano il merito di credito.

La *Task Force* ha verificato il grado di adesione al nuovo Codice di Condotta da parte delle agenzie di rating, pubblicandone gli esiti nel rapporto di marzo 2009 e informandone contestualmente il G-20 e il *Financial Stability Forum* (ora *Financial Stability Board*). I lavori della *Task Force* continueranno per migliorare la vigilanza sulle agenzie attive a livello internazionale.

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), mercati secondari (*Standing Committee* 2), intermediari (*Standing Committee* 3), problematiche di cooperazione (*Standing Committee* 4) e organismi di investimento collettivo del risparmio (*Standing Committee* 5).

Lo *Standing Committee* 1 ha predisposto un documento di consultazione 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. È stato inoltre pubblicato un rapporto sugli obblighi di trasparenza delle partecipazioni nel capitale delle società

quotate e sui giudizi delle società di revisione. Sono stati posti in consultazione anche nuovi principi in materia di trasparenza in occasione di offerte pubbliche di prodotti finanziari provenienti da operazioni di cartolarizzazione dei crediti.

In tema di mercati lo *Standing Committee* 2 ha redatto un documento di consultazione in cui si esaminano i temi relativi alla trasparenza delle negoziazioni su strumenti finanziari complessi, quali i prodotti strutturati. Il Gruppo sui mercati ha pubblicato, congiuntamente con il Gruppo sugli intermediari, un documento di consultazione in cui si analizzano le problematiche derivanti dall'accesso diretto al mercato, per via telematica, di soggetti diversi da intermediari vigilati e si stabiliscono raccomandazioni al fine di garantire la correttezza e l'integrità degli scambi.

Lo *Standing Committee* 3 sugli intermediari ha completato, insieme al gruppo sugli organismi di investimento collettivo, un documento di consultazione relativamente agli obblighi di trasparenza nell'offerta di prodotti assimilabili ai fondi comuni di investimento. Tra le iniziative in corso, si segnala l'analisi degli obblighi di adeguatezza nella distribuzione di prodotti complessi e uno studio sulla tutela dei beni degli investitori in occasione di crisi e di insolvenza degli intermediari.

In materia di cooperazione internazionale, le iniziative dello *Standing Committee* 4 sono dirette a favorire il dialogo, in occasione di indagini su abusi di mercato o altre violazioni della normativa di settore, con le giurisdizioni che pongono ostacoli allo scambio di informazioni tra le Autorità competenti.

Lo *Standing Committee* 5, sugli organismi di investimento collettivo del risparmio, ha concluso i lavori sul processo 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 (Abs, Cdo, Cds, e altri) e ha formulato specifiche raccomandazioni in materia. Il Gruppo, inoltre, ha pubblicato principi internazionali per la tutela degli investitori in fondi di fondi speculativi e un documento di consultazione in cui si propongono raccomandazioni per la gestione dei conflitti di interesse da parte dei fondi di *private equity*.

La Consob partecipa allo *Screening Group* della Iosco, preposto alla valutazione delle istanze presentate dalle Autorità di vigilanza per divenire firmatarie dell'accordo multilaterale in tema di cooperazione e scambio di informazioni.

Nel corso del 2009 lo *Screening Group* ha esaminato 48 richieste di adesione all'accordo di cooperazione, intervenute a seguito della risoluzione del Comitato dei Presidenti (aprile 2005), che ha richiesto a tutte le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari dei paesi membri della Iosco di sottoscrivere od ottenere la facoltà di sottoscrivere lo Iosco MMoU (*Multilateral Memorandum of Understanding*) il 1° gennaio 2010. La scadenza è stata rispettata.

L'Istituto ha partecipato ai lavori dell'*Implementation Task Force* (ITF), che valuta lo stato di attuazione dei Principi Iosco sulla Regolamentazione dei Mercati Mobiliari (*Iosco Objectives and Principles on Securities Regulation*) del 1998.

Nel corso dell'anno è stato avviato il processo di aggiornamento dei Principi Iosco alla luce degli standard e delle raccomandazioni emanati successivamente al 1998. L'ITF ha inoltre tenuto conto delle problematiche evidenziate nei rapporti delle altre *Task Force*. I lavori di revisione dei Principi dovrebbero concludersi nel 2010.

La Consob ha attivamente partecipato ai lavori 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.

Il *Joint Forum* ha ricevuto mandato dal *Financial Stability Forum* (ora *Financial Stability Board*) di analizzare le aree nelle quali la regolamentazione finanziaria è apparsa più fragile e dove sono emerse significative differenze tra gli approcci di vigilanza nei 3 settori. Il *Joint Forum* ha emesso raccomandazioni in materia di requisiti prudenziali dei fondi speculativi, vigilanza sui gruppi finanziari, regolamentazione delle società finanziarie che svolgono attività creditizia e strumenti per il trasferimento del rischio di credito, inclusi i *credit default swap*.

Nel marzo 2009, è stato ufficialmente avviato il Progetto di collaborazione istituzionale tra le Autorità di vigilanza del settore finanziario delle due "sponde" del Mediterraneo (*Mediterranean Partnership*), al quale la Consob aderisce. 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 di 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. Nel corso del 2009 sono stati avviati i primi lavori di analisi dei mercati e della regolamentazione per meglio comprendere le differenze nelle competenze e negli approcci di vigilanza delle autorità coinvolte.

L'Istituto ha partecipato attivamente all'Ifiar (*International Forum of Independent Audit Regulators*), gruppo diretto ad agevolare la cooperazione tra le Autorità di vigilanza competenti in materia di revisione contabile.

La Consob presiede lo *Steering Group on Corporate Governance*, che coordina e guida i lavori dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (*Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD*) in materia di *corporate governance*, incluse le problematiche connesse alla privatizzazione e alle procedure di insolvenza.

Il Gruppo ha esaminato le criticità emerse a seguito della crisi finanziaria nei modelli di governo societario, con particolare riguardo alle tematiche delle remunerazioni, gestione dei rischi, ruolo del consiglio di amministrazione e tutela degli azionisti. Lo *Steering Committee* sta avviando iniziative che supporteranno il

Financial Stability Board nello svolgimento di *peer review* in materia di *corporate governance*.

L'Istituto partecipa inoltre ai lavori della neo-istituita *Task Force* dell'Ocse in tema di parti correlate, che ha l'obiettivo di esaminare i sistemi normativi vigenti in materia e proporre opzioni di *policy* per migliorare il controllo e la trasparenza delle operazioni con parti correlate.

In particolare, nel 2009 l'Ocse ha pubblicato un rapporto sugli strumenti utili a contrastare il ricorso abusivo alle operazioni con parti correlate nell'ambito dei regimi di governo societario delle società asiatiche.

7 I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob

1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2009 il contenzioso avanti al giudice amministrativo non ha registrato significative variazioni rispetto all'anno precedente, mentre si segnala un netto aumento del numero di ricorsi presentati dinanzi al giudice ordinario, attesa l'attribuzione alle Corti d'Appello delle controversie concernenti gli atti sanzionatori adottati dalla Consob (Tav. 39).

Tav. 39 Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto[1]
(esiti al 31 dicembre 2009)

	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	--	7	2	--	1	*9*	6	54	15	--	--	*75*
2008	2	3	6	--	4	*11*	1	23	24	--	4	*48*
2009	--	1	5	--	2	*6*	4	6	42	2	1	*52*

[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.

Le Sezioni Unite della Corte di Cassazione, in 11 sentenze depositate il 30 settembre 2009, hanno chiarito numerosi temi di frequente dibattito nei giudizi di opposizione aventi ad oggetto delibere sanzionatorie adottate dalla Consob ai sensi dell'artt. 187-*septies* e 195 del Tuf.

In tali decisioni, le Sezioni Unite hanno abbandonato l'indirizzo in precedenza e univocamente espresso dalla Corte di Cassazione circa il difetto di

legittimazione all'opposizione ex art. 195 del Tuf delle persone fisiche non ingiunte del pagamento della sanzione. Nelle sentenze, la legittimazione della persona fisica, destinataria della sanzione ma non dell'ingiunzione di pagamento a partecipare al giudizio di opposizione, è stata riconosciuta in ragione della peculiare previsione normativa dell'obbligo di regresso di cui all'art. 195 comma 9, del Tuf. Tale previsione è ritenuta idonea a far insorgere, in capo alla medesima persona fisica, un "interesse effettivo e attuale, giuridicamente rilevante, all'accertamento negativo dei presupposti degli illeciti a lui addebitati nell'ambito procedimentale sanzionatorio che precede il giudizio di opposizione"; e tale interesse "ne legittima tanto un'autonoma e originaria facoltà di proporre opposizione, quanto un successivo intervento in giudizio – ove l'opposizione stessa sia stata già proposta dalla persona giuridica". Le Sezioni Unite hanno, poi, definitivamente chiarito che il superamento dei termini previsti per la conclusione del procedimento sanzionatorio non comporta l'invalidità dell'atto finale. Il tema è stato risolto, "al di là e a prescindere dalla questione della natura perentoria, ordinatoria, acceleratoria (Cass. 369/02) ovvero sollecitatoria (CdS 2533/03)" dei termini in parola, alla luce del disposto dell'art. 21-octies l. 241/1990, laddove prevede che "Non è annullabile il provvedimento adottato in violazione di norme sul procedimento o sulla forma degli atti qualora, per la natura vincolata del provvedimento, sia palese che il suo contenuto dispositivo non avrebbe potuto essere diverso da quello in concreto adottato" (comma 2, primo periodo).

Sulla base delle medesima disposizione, pienamente applicabile secondo la Suprema Corte ai procedimenti sanzionatori della Consob, attesa la natura vincolata e non discrezionale dell'atto in cui si esplica la potestà "punitiva" dell'Amministrazione, le Sezioni Unite hanno, altresì, negato la rilevabilità di vizi inerenti alla sola motivazione dei provvedimenti sanzionatori *de quibus*; ciò anche in considerazione della natura e dell'oggetto del giudizio di opposizione, in seno al quale il sindacato del Giudice, destinato a estendersi all'intero rapporto sanzionatorio, abbraccia la stessa validità sostanziale del provvedimento impugnato attraverso un autonomo esame dei presupposti di fatto e di diritto dell'illecito contestato. In punto di onere della prova degli illeciti sanzionabili ai sensi dell'art. 195 del Tuf, i Supremi Giudici hanno rimarcato che spetta all'Amministrazione provare i fatti costituitivi della fattispecie di illecito ascritta, gravando in capo al sanzionato la prova dei fatti impeditivi o estintivi della pretesa sanzionatoria.

Con riguardo all'elemento oggettivo dell'illecito, la Corte ha evidenziato come, ai sensi dell'art. 23 della legge n. 689/1981, spetti all'Autorità sanzionante l'onere di dimostrare la responsabilità del trasgressore. In particolare, secondo la Cassazione "tre risultano i presupposti costitutivi della sanzione: la sussistenza della norma sanzionatoria, la sua violazione per effetto di una condotta responsabile, l'atto applicativo", mentre "gli argomenti enunciati dall'opponente sono i fatti contrari (...), l'inapplicabilità della norma, l'insussistenza della condotta o della colpa, i vizi del provvedimento". Quanto all'elemento soggettivo dell'illecito, una volta "integrata e provata la fattispecie tipica dell'illecito", si legge nelle pronunce in rassegna, "il trasgressore viene gravato dell'onere di avere agito in assenza di colpevolezza". Sussiste, infatti, "una presunzione *iuris tantum* di colpa" in capo "a quei soggetti che il testo unico individua come potenziali responsabili delle violazioni" (art. 190 del

Tuf): presunzione relativa di colpevolezza "che essi hanno l'onere di superare apportando deduzioni e prove atte a dimostrare la propria estraneità ai fatti, o l'impossibilità di evitarli tramite un diligente espletamento dei compiti connessi alle cariche ricoperte".

Con specifico riferimento agli illeciti omissivi (omessa adozione di idonee procedure, omessa acquisizione delle informazioni relative agli strumenti finanziari "offerti" agli investitori, e altro), una volta acclarata "la sicura esistenza di una prova presuntiva" della omissione, grava sull'esponente aziendale "l'onere di provare la condotta attiva tenuta"; e ciò in ossequio al principio di cosiddetta "vicinanza della prova", a mente del quale il relativo onere va posto a carico del soggetto nella cui "sfera di controllo" si è prodotto (ovvero si presume si sia prodotto) l'inadempimento.

La Corte ha pertanto concluso affermando che "il giudizio di colpevolezza è un giudizio 'normativo', inteso sia come verifica della mancanza di elementi di inesigibilità, sia come valutazione legale del processo motivazionale, così che per autori 'normali' che agiscono in situazioni 'normali' si può supporre la rimproverabilità della condotta, una volta constatatane con certezza la *suitas*, qualora possa specularmente escludersi l'esistenza di circostanze anomale che abbiano reso incolpevole il comportamento trasgressivo e, dunque, inesigibile quello osservante. Il giudizio di 'colpevolezza colposa' è ancorato, dunque, a parametri normativi, esterni al dato puramente psicologico", pertanto, sarà lo stesso autore 'normale' a dover provare la sussistenza di quelle circostanze 'anomale' che possono aver escluso la rimproverabilità della sua condotta.

La Corte di Cassazione ha ribadito la legittimità delle disposizioni regolamentari con le quali la Consob detta "*principi generali e di massima*" ai quali l'assetto organizzativo e l'attività dell'intermediario deve uniformarsi come, ad esempio, la nozione di idoneità delle procedure ad assicurare un "ordinato e corretto" svolgimento dei servizi di investimento.

Tali disposizioni sono state ritenute, innanzitutto, rispettose del principio di legalità. La Cassazione, premessa la "non riconducibilità delle sanzioni amministrative alle norme di cui agli artt. 25 e 27 Cost., afferenti alle sanzioni penali, quanto piuttosto a quelle di cui agli artt. 23 e 97 Carta fondamentale", ha osservato che la tipicità dei procedimenti amministrativi sanzionatori, derivante dalla legge n. 689/1981, è legittimamente derogabile in presenza di disposizioni aventi pari forza e grado, quali le norme dettate in tema di intermediazione finanziaria, creditizia e bancaria, e l'art. 190 del Tuf che contiene "una evidente (sia pur parziale), legittima, motivata deroga alla *lex generalis* di cui all'art. 1 della normativa del 1981", in quanto attribuisce "all'autorità di vigilanza la facoltà di integrare la disciplina sanzionatoria legale con l'adozione di provvedimenti di natura regolamentare".

Le disposizioni regolamentari in oggetto non presentano profili di contrasto con il principio di tassatività e determinatezza. Tale principio, hanno osservato i Supremi Giudici, "non è destinato ad operare con la medesima intensità nella sfera dell'illecito amministrativo e in quella del reato penale, specie in una materia contraddistinta da specifiche e per certi versi uniche peculiarità quale

l'intermediazione finanziaria, ove si configurano condotte e comportamenti in ipotesi contrarie all'interesse dei risparmiatori e del mercato, di talché in alcun modo e sotto alcun profilo è lecito discorrere di norma sanzionatorie "in bianco", essendo i poteri regolamentari della Consob rigorosamente individuati *ex ante* secondo principi e direttive contenute in fonti primarie". In ogni caso, "la genericità della previsione normativa risult[a] (...) legittimamente integrata dalla motivazione rigorosa, specifica, esauriente del provvedimento irrogativo della sanzione non meno che dalla motivazione del decreto del giudice dell'opposizione (restando in tal modo del tutto assicurato e garantito all'incolpato il più ampio e incondizionato diritto di difesa *ex* art. 24 Cost.)".

Ha formato oggetto di scrutinio la questione dell'idoneità del procedimento sanzionatorio della Consob a garantire il rispetto del principio del contraddittorio richiamato dagli artt. 195 e 187-*septies* del Tuf.

La Suprema Corte ha innanzitutto rilevato, in linea generale, che gli elementi essenziali della contestazione dell'illecito sono "l'indicazione dei fatti rilevati, la loro qualificazione in termini di illecito, l'imputazione dell'illecito integrato da tali fatti al responsabile" ed è su tali circostanze che può e deve esplicarsi il diritto di difesa dell'incolpato; e ciò in ossequio ai principi "a mente dei quali il contraddittorio -e il diritto di difesa - nella fase amministrativa prodromica all'emanazione dell'ordinanza-ingiunzione resta incentrata sul fatto, individuato in tutte le circostanze concrete che valgono a caratterizzarlo e siano rilevanti ai fini della pronuncia del provvedimento finale". Ne consegue l'inesistenza di un autonomo diritto dell'incolpato all'interlocuzione con la Commissione, in composizione collegiale, nella fase decisoria del procedimento sanzionatorio, con specifico riguardo ai criteri di determinazione, nel *quantum*, della sanzione.

Alla luce dei suddetti principi, la Corte di Cassazione ha statuito l'assoluta legittimità dell'"intero procedimento sanzionatorio disciplinato dalla delibera Consob n. 15086" in quanto "pienamente idoneo ad assicurare l'invocato contraddittorio"; e ciò "proprio in conseguenza della distinzione in due parti della fase istruttoria e dello svolgimento di una seconda fase 'di confronto' dinanzi all'Ufficio sanzioni dell'Autorità di vigilanza, ove all'interessato viene riconosciuta piena facoltà di difesa in merito ai fatti contestati".

In materia di sanzioni per abusi di mercato, le Sezioni Unite hanno ritenuto legittima la scelta del legislatore nazionale di punire la condotta di manipolazione del mercato ovvero *insider trading* con l'irrogazione di sanzioni amministrative e penali.

La Cassazione ha escluso ogni ipotesi di specialità ovvero di concorso apparente tra fattispecie sanzionatorie, "alla stregua del tenore letterale della norma *ex* 187 e delle origini storiche dell'intero *corpus* legislativo di cui al c.d. Tuf, attuativo, come noto, della Direttiva 2003/6/CE la quale, nel prevedere l'obbligo di sanzionare in via amministrativa gli abusi *de quibus*, lascerà poi libero il legislatore nazionale di prevedere, in via cumulativa e non alternativo/sostitutivo, l'irrogazione (anche) di sanzioni penali, scelta, quest'ultima, concretamente attuata da parte del legislatore

italiano, onde rafforzare la tutela del bene protetto attraverso il sistema del doppio binario, con conseguente, legittima cumulabilità di fattispecie *ex* art. 185 e 187 *ter*".

La Suprema Corte si è espressa sul tema della responsabilità degli amministratori e sindaci degli intermediari mobiliari.

La Cassazione ha ribadito il principio secondo cui "in tema di obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione di una società di capitali", gravante *in capo agli amministratori*, "questo non viene meno neppure nell'ipotesi di attribuzioni assegnate espressamente al comitato esecutivo o a uno (ovvero ad alcuni soltanto) dei componenti del consiglio di amministrazione, poiché la L. 24 novembre 1981, n. 689, art. 6, prevede la responsabilità solidale di chi viola il dovere di vigilanza, salvo che non provi di non aver potuto impedire il fatto, il componente del consiglio di amministrazione di una società di capitali, chiamato a rispondere come coobbligato solidale per omissione di vigilanza, non può sottrarsi alla responsabilità adducendo che le operazioni integranti l'illecito sono state poste in essere, con ampia autonomia, da altro soggetto che aveva *agito per conto della società*". Ad *analoga* soluzione si deve pervenire con riguardo alla responsabilità dei sindaci, in capo ai quali si è sottolineata l'esistenza "di un obbligo di vigilanza in funzione non soltanto della salvaguardia degli interessi degli azionisti contro eventuali atti di abuso di gestione da parte degli amministratori - come di norma nelle ordinarie vicende societarie: Cass. 16608/03 -, ma anche di controllo del corretto operato (secondo parametri procedimentali dettati dalla normativa regolamentare Consob) dell'intermediatrice - attesa la peculiarità dell'attività economica svolta - a garanzia degli investitori".

In materia di giudizi amministrativi sugli emittenti, particolare *rilievo assume la sentenza con cui il Consiglio di Stato* ha ribaltato la decisione del Tar del Lazio che aveva annullato l'accertamento della Consob sul patto parasociale occulto su azioni S.S. Lazio Spa stipulato, nel 2005, tra il dott. Lotito e l'arch. Mezzaroma.

Il Consiglio di Stato ha ritenuto l'accertamento compiuto dalla Consob "pienamente corretto sotto il profilo della sussistenza del patto parasociale e della violazione degli obblighi di comunicazione del patto e di promozione dell'Opa", riconoscendo la "presenza [...] di una rilevante quantità di elementi precisi e concordanti nel dimostrare l'esistenza di un patto tra Lotito e Mezzaroma finalizzato all'acquisto da parte del secondo delle azioni della Lazio per conto del primo". Inoltre, *il Collegio ha reputato "non corrette" le argomentazioni del Tar*, incentrate sul sistema di *corporate governance* dualistico adottato dalla società, relative alla presunta assenza della funzione "parasociale" del patto. Il Consiglio di Stato ha, d'altre parte, annullato la parte della delibera Consob che, nel descrivere le conseguenze dell'accertamento, affermava la permanenza, fino all'alienazione di una partecipazione di poco superiore al 14 per cento, di un divieto di esercizio del voto da parte di Lotito; ha ritenuto, al contrario, che "in caso di patto parasociale, la norma non impone la vendita esterna al patto" e che, pertanto, l'intervenuta alienazione delle azioni da Mezzaroma a Lotito, con conseguente promozione di un'Opa da parte di quest'ultimo, fosse stata sufficiente a riacquistare il diritto di voto.

Nel corso dell'anno il Tar del Lazio ha confermato, con sentenza conseguente al ricorso presentato da alcuni azionisti di minoranza di Garboli Spa, l'orientamento già assunto in passato dal giudice amministrativo in merito al prospetto informativo in caso di offerte pubbliche di sottoscrizione o vendita.

Secondo il giudice amministrativo, in occasione di offerte pubbliche di vendita o sottoscrizione, alla Consob spetta "esclusivamente la funzione del controllo in ordine alla correttezza e completezza del Prospetto informativo ... senza che alla medesima possa essere riconosciuto alcun potere di valutazione del merito dell'offerta, ovvero di valutazione della situazione complessiva dell'emittente". Il Tar ha, inoltre, precisato che "qualora una società, il cui capitale risulti azzerato, voglia evitare la liquidazione", il prospetto informativo non è altro che il "documento necessario per lo svolgimento di un'operazione imposta dall'art. 2447 c.c.".

Una decisione del Tar del Lazio, inoltre, relativa al ricorso presentato da Magiste International Sa, ha confermato la legittimità dell'atto di accertamento della Consob sull'avvenuta stipulazione, nel 2005, del patto parasociale finalizzato a favorire la cosiddetta "scalata Antonveneta" da parte della Banca Popolare di Lodi Scarl.

Con tale sentenza sono stati affermati principi relativi agli atti di accertamento della Consob. È stato, in primo luogo, riconosciuto che sussistono le "ragioni di impedimento derivanti da particolari esigenze di celerità" legittimanti l'omessa comunicazione di avvio del procedimento, quando vi sia la necessità di offrire nell'immediato "un quadro informativo idoneo a orientare le scelte del mercato ... essenziale per le decisioni di investimento o disinvestimento del pubblico". Con riferimento alle modalità di assunzione della delibera da parte della Commissione è stato ritenuto corretto che "la volontà dell'organo collegiale si sia formata attraverso la condivisione delle motivazioni riportate nella relazione" degli uffici competenti a seguito di "un approfondito esame delle risultanze istruttorie e si sia manifestata con l'approvazione degli atti e l'assunzione della delibera". Infine, con riguardo agli aspetti di merito, è stata riconosciuta la "ragionevolezza dell'accertamento del patto occulto" effettuato dalla Consob con l'utilizzo del metodo presuntivo il quale "si rivela uno strumento, non solo legittimo, ma necessario .... ove l'accertamento sia, come nella fattispecie in esame, costituito da fenomeni che solo in rare occasioni possono essere provati attraverso una prova diretta e documentale dell'accordo"; in tal caso, "la prova del patto, oltre che documentale, può essere indiziaria, purché gli indizi siano seri, precisi e concordanti".

In materia di emittenti, la Corte d'Appello di Milano relativamente alla vicenda della "scalata Antonveneta" ha rigettato, tranne limitati aspetti legati ai termini per la contestazione di 2 violazioni, i ricorsi in opposizione promossi da Banca Popolare Italiana e da alcuni esponenti aziendali avverso le sanzioni per inadempimento di numerosi obblighi informativi previsti in materia di appello al pubblico risparmio.

La Corte di Milano, confermando l'orientamento giurisprudenziale ormai consolidato in tema di responsabilità per inadempimento ai poteri-doveri di controllo degli amministratori e dei sindaci, ha, fra l'altro, statuito che tale responsabilità "non può ... essere a priori e in via generale limitata ai soli fatti risultanti dalle informazioni loro fornite dall'Amministratore Delegato ... ma deve essere valutata, in relazione alle singole violazioni contestate, tenendo conto anche delle ulteriori informazioni che "secondo le circostanze concrete" ... gli stessi avrebbero avuto il dovere di acquisire per poter agire essendo adeguatamente informati". Inoltre, "gli amministratori deleganti e i sindaci non sono stati chiamati a rispondere come coobbligati solidali per l'omissione del generale dovere di vigilanza sull'attività degli organi delegati, ma per aver concorso, con il proprio comportamento omissivo, negli illeciti amministrativi posti in essere dall'Amministratore Delegato".

La Corte d'Appello di Genova ha annullato una sanzione amministrativa pecuniaria ingiunta a Banca Carige per la mancata pubblicazione di un patto parasociale, stipulato nel 2005, con Unipol sull'acquisto di azioni Bnl.

La Corte di Genova, in particolare, ha ricondotto gli accordi tra Banca Carige e Unipol a un "rapporto a formazione progressiva", ritenendo che l'acquisto delle azioni Bnl, compiuto da Carige prima della stipulazione del patto poi comunicato al pubblico, non fosse da intendersi come attuativo di un autonomo patto parasociale e che il consenso raggiunto fra le parti su tale acquisto non assumesse valore di vincolo contrattuale autonomo, ma una funzione meramente preparatoria dell'accordo definitivo. Sono ancora pendenti i termini per l'eventuale impugnativa in Cassazione.

La Corte d'Appello di Roma ha annullato le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate al dott. Lotito e all'arch. Mezzaroma per violazione da parte della Consob del termine di 180 giorni per la notifica delle contestazioni di cui all'art. 195 comma 1, del Tuf.

Le sanzioni erano dovute a violazioni commesse in relazione alla stipulazione di un patto per l'acquisto di azioni della S.S. Lazio Spa. *ex* art. 122 comma 5, lett. *c)*, Tuf. In tal caso sono pendenti i termini per l'eventuale impugnativa in Cassazione.

In materia di impugnative di bilancio, il Tribunale civile di Milano ha dichiarato la nullità delle delibere di approvazione dei bilanci di esercizio e consolidato al 31.12.2006 della Banca Italease Spa.

L'impugnativa di bilancio era riferita, in particolare, alla «contabilizzazione e alla valutazione degli strumenti finanziari "derivati IRS-OCT" strutturati, sottoscritti con la clientela" nonché alla "mancata informativa in bilancio sulla tipologia di tali "derivati IRS-OCT" e sui rischi insiti negli stessi». La sentenza ha affermato la persistenza dell'interesse della Consob all'azione, nonostante i bilanci successivi avessero si "fatto chiarezza su aspetti marginali", ma, al contempo, "lasciati sostanzialmente inalterati i presupposti dei punti principali dell'impugnativa" relativi

alla «descrizione e valutazione dei "derivati", mantenendo immutati i criteri valutativi ed effettuando solo simboliche rettifiche delle previsioni di perdita»".

Il Tribunale di Milano ha rigettato, inoltre, l'impugnazione proposta dalla Consob sui bilanci, al 31.10.2006, di I Viaggi del Ventaglio Spa, in linea di continuità con l'orientamento assunto nella pronuncia relativa al bilancio 2005.

La decisione è essenzialmente incentrata sulla non fondatezza dei dubbi sulla continuità aziendale che, secondo la Consob, avrebbero dovuto indurre la società a compiere valutazioni più prudenti su alcune voci dell'attivo patrimoniale.

2 La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel corso del 2009 si è registrato un incremento del numero delle sentenze, pari a 116, rispetto all'anno precedente, 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 confermato il consolidato orientamento secondo cui, ritenuta la citazione della Consob «*pretestuosa ed effettuata al solo scopo di sottrarre la controversia al giudice naturale*» e di radicare il processo davanti al Tribunale adito, è stata dichiarata l'incompetenza territoriale del Tribunale di Roma in relazione alle domande proposte nei confronti degli intermediari convenuti (sentenze del Tribunale di Roma, nn. 2738, 4350, 24093, 13501, 14708).

In linea con le pronunce già rese in materia, lo stesso Tribunale di Roma, nel respingere le domande proposte nei confronti dell'Istituto, ha ribadito che «*per le obiettive necessità organizzative dovute all'impossibilità di avere immediata cognizione delle condotte anomale degli intermediari nell'ambito delle innumerevoli negoziazioni con i singoli risparmiatori*», i poteri di vigilanza informativa e ispettiva «*possono essere esercitati in presenza di segnalazioni di specifici inadempimenti degli intermediari agli obblighi comportamentali previsti dall'art. 21 del Tuf, provenienti da soggetti privati qualificati (collegi sindacali delle società di intermediazione finanziaria abilitate, società di revisione contabile ecc., ai sensi dell'art. 8 del Tuf), ovvero dalla stessa Banca d'Italia (...), ma anche da risparmiatori e loro associazioni*» (sentenze del Tribunale di Roma, nn. 7424, 7761, 11565, 16160). Inoltre, è stato rimarcato ancora una volta che «*il compito dell'Autorità di vigilanza, in assenza di specifiche segnalazioni (che spettava a parte attrice di provare), non può spingersi sino al controllo della correttezza di ogni singola operazione d'investimento posta in essere dalla banca con i suoi clienti*» (sentenze del Tribunale di Roma, nn. 4353, 13501, 13506).

Il Tribunale di Bologna, con sentenza emessa all'esito della riunione di due giudizi proposti nei confronti della Consob per ottenere il risarcimento

dei danni subiti a causa dell'asserita illegittima attività ispettiva e sanzionatoria, posta in essere dall'Istituto nei confronti di una commissionaria di borsa, poi trasformata in Sim, ha respinto le domande attoree per «*l'assoluta carenza della prova del nesso causale tra la condotta tenuta dalla Consob e i danni lamentati da parte attrice*» nonché per la mancata «*prova dell'elemento soggettivo in capo alla PA*».

Il Tribunale di Roma, in un giudizio risarcitorio promosso da un soggetto destinatario dei poteri della Consob nell'ambito dell'attività di accertamento in materia di abusi di mercato, ha rigettato la domanda attorea, ritenendo l'iniziativa assunta dalla Commissione pienamente legittima e doverosa; il Tribunale ha, invece, accolto la domanda per responsabilità processuale aggravata formulata dalla Consob, liquidando in favore dell'Istituto la somma di 25 mila euro a titolo di risarcimento del danno.

In senso favorevole all'Istituto si è, altresì, pronunciato il Tribunale di Trapani in una controversia instaurata da alcuni risparmiatori nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza nell'ambito di un'istruttoria relativa a un'offerta pubblica di acquisto tra banche.

Il Tribunale di Venezia, in un giudizio risarcitorio relativo all'asserita omessa vigilanza dell'Istituto sull'attività di un agente di cambio, ha respinto le domande attoree per difetto di legittimazione attiva del curatore fallimentare all'esercizio dell'azione di risarcimento del danno.

Con riferimento alla medesima vicenda, il Tribunale di Venezia ha definito un'altra causa instaurata nei confronti della Consob da clienti dell'agente di cambio, con il rigetto della domanda per decorso del termine di prescrizione.

Il Tribunale di Roma, decorso il termine di prescrizione, in 2 casi ha respinto le domande di risarcimento del danno proposte nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza su un gruppo al quale appartenevano 2 Sim. Diversamente con 2 sentenze, ha condannato l'Istituto al risarcimento dei danni in favore di alcuni investitori per asserito omesso controllo su una commissionaria di borsa, poi trasformata in Sim.

In particolare, le decisioni riguardano fatti accaduti in un periodo in cui la normativa di settore conferiva alla Consob poteri assai meno incisivi e tutt'affatto differenti rispetto a quelli contemplati dalla disciplina oggi vigente. La Consob, ritenendo che vi siano fondati motivi di censura delle 2 decisioni di primo grado, ha interposto appello avverso le medesime sentenze.

Nel corso del 2009 la Consob si è costituita parte civile in 3 procedimenti penali di cui uno a fronte di illeciti per manipolazione del mercato. Nelle richieste di rinvio a giudizio, i capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero hanno configurato i fatti ascritti agli imputati in termini confermativi degli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob.

In data 26 marzo 2009 ha preso avvio la fase dibattimentale del procedimento penale nei confronti di 3 persone fisiche, esponenti aziendali, Ifil Investments Spa e Giovanni Agnelli & C. Sapa, imputati del reato di manipolazione del mercato, e 2 persone giuridiche responsabili ex L. 231/2001, nei confronti delle quali la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel 2008.

È proseguito il dibattito nel procedimento penale nei confronti di imputati di reati, aggiotaggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza nell'ambito dell'acquisizione del controllo sulla Banca Antoniana Popolare Veneta Spa (contesa tra il gruppo bancario olandese ABN Amro Bank e la Banca Popolare di Lodi Scarl, ora Banca Popolare Italiana), in cui la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel corso del 2007.

Nel corso dell'anno sono stati anche definiti, in primo grado, 2 procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali la Consob si era costituita parte civile: in un caso, con una pronuncia di assoluzione e nell'altro con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob.

Nell'ambito di un procedimento penale nei confronti di esponenti aziendali di una banca avente ad oggetto un'imputazione per *insider trading* relativa alla cessione della maggioranza del capitale di un altro istituto di credito e al conseguente lancio di un'offerta pubblica di acquisto, la Corte d'Appello di Milano, con sentenza n. 370 del 30 gennaio 2009, nel confermare la penale responsabilità degli imputati, ha ridotto la somma liquidata alla Consob a titolo di riparazione dei danni, in parziale riforma della sentenza emessa dal Tribunale di Milano in data 5 marzo 2008.

Infine, in un caso di *insider trading* concernente un'operazione di *buy-back* di 2 prestiti obbligazionari posti in essere da amministratori di Unipol, con sentenza n. 7769 del 21 gennaio 2009 la Corte di Cassazione, ritenuta la competenza per territorio del Tribunale di Bologna, ha annullato le sentenze di condanna di primo e secondo grado emesse, rispettivamente, dal Tribunale e dalla Corte d'Appello di Milano e ha disposto la trasmissione degli atti alla Procura della Repubblica presso il Tribunale ritenuto competente.

8 La gestione interna e le relazioni con l'esterno

1 La gestione finanziaria

La spesa corrente preventivata per l'esercizio 2009 registra una flessione rispetto al consuntivo 2008, correlata essenzialmente al minor importo degli accantonamenti al *Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni* (ricompresi tra le spese non classificabili) e delle spese per acquisizione di beni e servizi, a fronte di un incremento della spesa per il personale (Tav. 40). La spesa in conto capitale (4 milioni di euro) registra un incremento ascrivibile per intero ad acquisizioni di apparecchiature informatiche.

Tav. 40 Schema riassuntivo delle entrate e delle spese
(milioni di euro)

Voci	2003[1]	2004[1]	2005[1]	2006[1]	2007[1]	2008[1]	2009[2]
Entrate							
Avanzo di amministrazione[3]	11,6	11,7	15,3	12,8	24,0	29,7	11,5
Fondo a carico dello Stato	23,3	26,7	24,4	13,1	10,7	9,8	7,9
Entrate da contributi di vigilanza	41,6	49,2	46,9	75,2	75,1	75,0	87,8
Entrate diverse	4,9	3,5	3,7	7,5	9,9	17,2	9,9
Totale entrate	*81,4*	*91,1*	*91,3*	*108,6*	*119,7*	*131,7*	*117,1*
Spese							
Spese correnti							
Spese per i componenti la commissione	1,3	2,2	2,0	2,2	2,6	2,6	2,6
Spese per il personale	43,2	44,6	48,0	55,1	60,2	70,6	74,0
Spese per acquisizione di beni e servizi	18,9	19,4	19,4	20,8	23,0	23,3	18,7
Oneri per ripristino e ampl. immobilizzaz.	4,6	4,3	4,3	4,1	4,1	4,0	4,2
Spese non classificabili	0,4	5,2	4,6	0,1	0,1	19,1	13,6
Totale spese correnti	*68,4*	*75,7*	*78,3*	*82,3*	*90,0*	*119,6*	*113,1*
Spese in conto capitale	1,7	2,6	1,5	1,9	1,7	2,0	4,0
Totale spese	*70,1*	*78,3*	*79,8*	*84,2*	*91,7*	*121.6*	*117.1*

[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 2008 è riportato tra le entrate 2009.

Le entrate complessive preventivate per l'esercizio 2009 (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 105,6 milioni di euro, di cui 87,8 milioni (83,2 per cento) per entrate contributive (riferibili prevalentemente alle categorie dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, degli emittenti, degli intermediari e delle società di revisione; Tav. 41).

Tav. 41 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[1]	1,1	11,3	6,3	11,7	4,7	12,7	7,1	18,4	—	1,7	*75,0*
2009[2]	1,3	13,1	9,0	5,0	5,1	14,7	8,5	29,0	—	2,1	*87,8*

[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.

La previsione di spesa complessiva per l'esercizio 2010 è pari a 117,8 milioni di euro e registra un incremento di 11 milioni di euro rispetto all'omologa spesa inizialmente preventivata per il 2009. Tale incremento è dovuto essenzialmente al maggiore importo della spesa per il personale (+9,26 milioni, correlati per il 98 per cento al programma di completamento dell'organico), a spese per locazione e gestione dei nuovi locali in Roma e Milano (+2,43 milioni) e alle maggiori spese in conto capitale (+0,4 milioni di euro) correlate, oltre che al completamento dell'organico, a spese connesse al programma di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico dell'Istituto; l'effetto complessivo delle predette maggiori spese è stato, peraltro, mitigato da interventi di contenimento operati su altre voci di spesa corrente.

Per il 2010 sono previste entrate complessive per 113,3 milioni di euro, di cui un milione di euro derivanti dal fondo a carico dello Stato, 107,9 milioni da entrate contributive e 4,4 milioni da altre entrate dell'Istituto; a esse si aggiunge, per 5,1 milioni di euro, l'avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2009. Le entrate contributive hanno registrato di necessità un incremento di 25,2 milioni di euro rispetto al 2009, dovuto alla riduzione del

fondo a carico dello Stato (-7,5 milioni), al minor importo dell'avanzo disponibile 2009 (-4,5 milioni) e delle altre voci di entrata (essenzialmente interessi attivi; -2,0 milioni) e alla crescita della spesa preventivata per il 2010 (+11 milioni).

2 La gestione delle risorse umane

Nel corso del 2009 sono state assunte complessivamente 29 unità di personale destinate alla sede di Roma e di Milano. Nello stesso anno sono cessati dal servizio 4 dipendenti di ruolo e 3 dipendenti a contratto. Rispetto al 2008, l'organico effettivo dell'Istituto è quindi cresciuto di 22 unità (Tav. 42 e Tav. 43).

In particolare, le nuove risorse sono state assunte a tempo indeterminato attraverso concorsi pubblici: 6 funzionari di 2ª (un esperto in controllo interno, 2 in organizzazione, 2 in informatica e un esperto in controllo di gestione), 11 coadiutori (6 con laurea in discipline economiche e 5 con profilo professionale di statistico quantitativo) e 12 tra assistenti e vice assistenti.

L'organico dell'Istituto è costituito, alla data del 31 dicembre 2009, da 578 unità di personale (531 di ruolo e 47 a contratto).

Nel corso del 2009, in attuazione del "Piano delle assunzioni" approvato dalla Commissione che prevede l'assunzione di 86 nuove risorse, sono state pubblicate 6 procedure concorsuali, per l'assunzione in ruolo di complessive 63 unità con qualifica di funzionario, coadiutore e vice assistente, per le sedi di Roma e di Milano.

Il completamento dell'organico della Consob, avviato nel 2009, è proseguito nei primi mesi del 2010 con la pubblicazione di ulteriori 2 bandi di concorsi pubblici per l'assunzione in ruolo di 4 risorse con qualifica di assistente e di vice assistente e di 2 avvisi di selezione per l'assunzione a contratto di 6 risorse con qualifica di funzionario.

E' proseguita l'attività di formazione del personale, con un aumento delle relative spese e del numero di ore erogate.

In particolare, la spesa per la formazone è stata di 480 mila euro (660 mila euro nel 2008) e il numero delle ore di formazione è stato pari a 43.550 (46.350 ore nel 2008).

A causa dell'aumento dell'organico, è proseguita la formazione *in house* attraverso la programmazione e la realizzazione di seminari interni, con il coinvolgimento diretto di esperti nelle discipline di interesse dell'Istituto allo scopo di approfondire temi importanti di diritto e di economia dei mercati finanziari. Di particolare rilievo è stato il corso di formazione sulla nuova piattaforma di negoziazione "*TradElect*" adottata da Borsa Italiana a seguito della fusione con il London Stock Exchange.

Tav. 42 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*
2009	231	287	13	*531*	47	*578*

Confronta Note metodologiche. [1] Dati al 31 dicembre.

Tav. 43 Distribuzione del personale per qualifica e unità organizzativa[1]

	Dirigenti	Funzionari	Impiegati	Altro	*Totale*
Divisioni					
Emittenti	14	61	35		*110*
Intermediari	2	28	42		*72*
Ispettorato	2	17	19		*38*
Mercati	6	21	35		*62*
Studi Giuridici	3	4	4		*11*
Studi Economici	2	12	18		*32*
Relazioni Esterne	4	2	11		*17*
Consulenza Legale	4	19	15		*38*
Amministrazione e Finanza	3	8	36	12	*59*
Risorse	6	14	18		*38*
Sistemi Informativi	4	9	14		*27*
Altri Uffici[2]	11	21	41	1	*74*
Totale	*61*	*216*	*288*	*13*	*578*

[1] Dati al 31 dicembre 2009. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. [2] Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni. La voce "Altro" comprende il personale della carriera dei servizi generali.

Con riferimento alla formazione manageriale, sono stati realizzati 3 corsi di formazione sui sistemi di comunicazione interna e valutazione del personale e corsi di formazione, destinati a dirigenti e a 45 funzionari, aventi ad oggetto il "Manuale delle Procedure Consob".

3 Le relazioni con l'esterno e l'attività di *investor education*

Nel corso dell'anno la Consob ha proseguito l'attività di relazioni con il pubblico e con i risparmiatori potenziando gli strumenti di comunicazione.

Il sito internet istituzionale si è confermato lo strumento centrale dell'attività di comunicazione della Consob con l'esterno. Il numero elevato di accessi al sito dimostra l'importanza che lo strumento riveste per gli operatori, che acquisiscono informazioni sulla regolamentazione e i relativi adempimenti, e per i risparmiatori, che ottengono indicazioni utili sui prodotti finanziari (Tav. 44)

Tav. 44 Accessi alle pagine del sito internet

Pagine	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Home Page (Novità)	953.900	1.563.957	2.040.414	2.674.672	2.130.146	1.802.657	1.872.681
Per i risparmiatori	144.333	156.023	158.124	303.315	343.988	188.489	172.552
Per gli operatori	70.573	69.071	101.098	358.795	367.472	509.550	308.741
Per i giornalisti[1]	—	—	—	—	—	12.021	12.052
La Consob	118.407	157.075	229.123	—	846.986	1.126.879	1.454.345
Emittenti	2.214.855	2.567.876	2.811.214	3.936.630	2.791.044	2.878.956	3.679.389
Intermediari e mercati	189.417	234.561	289.627	889.495	1.690.854	1.435.906	1.020.299
Decisioni della Consob/Bollettino	387.879	421.345	519.469	596.785	695.790	734.231	968.085
Regolamentazione	430.937	501.071	727.141	955.965	2.116.752	2.394.500	1.905.754
Pubblicazioni e comunicati[2]	451.318	495.005	521.198	634.400	750.300	—	—
Altri siti	27.122	29.087	14.098	17.980	9.716	8.925	209.465
Motore di ricerca unico	223.459	245.013	275.192	276.195	313.236	255.997	1.745.657
Sistemi automatici integrati di vigilanza (Saivap - Saivic)[3]	—	—	—	—	—	946.569	14.917
Aiuto e mappa del sito	64.543	72.354	89.210	25.125	26.300	58.050	43.893
Versione in lingua inglese	132.605	136.357	141.498	428.925	296.892	273.761	844.559

[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); da giugno 2009, invece, i dati sono disponibili con riguardo agli accessi al Sistema Integrato per l'Esterno (Sipe), mentre da ottobre 2009 con riguardo agli accessi al Automatico Integrato di Vigilanza sulle Assicurazioni (Saivia). [4] I dati sono disponibili a partire da giugno2009, data in cui è stata pubblicata la nuova area interattiva.

Al fine di migliorare il proprio sito internet, la Consob ha introdotto i *Feed* RSS che consentono agli utenti più assidui di ricevere sul proprio *personal computer* aggiornamenti, in tempo reale, sulle novità e sui recenti provvedimenti adottati. Per agevolare i lettori ad accedere rapidamente alle numerose informazioni presenti nel sito, è stato creato il nuovo Sistema Integrato Per l'Esterno (SIPE) pubblicato nella nuova sezione "Area Interattiva".

Attraverso il Sipe sono pervenute numerose richieste di assistenza da parte del pubblico e dei risparmiatori in relazione alle molteplici novità normative intercorse nell'anno, nonchè segnalazioni in merito a varie operazioni societarie e vicende riguardanti operatori del mercato (Tav. 45).

Tav. 45 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*
2009	175	2.640	*2.715*	80	1.100	1.470	65	*2.715*

La Consob continua a prestare la massima attenzione agli esposti, che costituiscono una preziosa fonte di informazioni ai fini degli accertamenti e dell'attività di vigilanza.

Al riguardo, l'Istituto ha avviato nel corso dell'anno un progetto di classificazione informatica dei contenuti degli esposti e delle segnalazioni ricevute, mediante il quale è stato possibile valorizzare l'utilizzo delle segnalazioni del pubblico e dei risparmiatori.

Nel 2009, in occasione di procedure di consultazione su norme regolamentari e comunitarie riguardanti temi di interesse per gli investitori *retail*, è proseguita la collaborazione fra la Consob e le associazioni dei

consumatori che hanno partecipato a incontri ed elaborato documenti di risposta alle consultazioni sugli aspetti più rilevanti per i risparmiatori.

In particolare, sono stati organizzati incontri in occasione della procedura di consultazione Consob relativa alla "Raccomandazione sul prospetto d'offerta o di ammissione alle negoziazioni dei prodotti finanziari non rappresentativi di capitale, diversi dalle quote o azioni di Oicr e dai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione: modalità di presentazione e contenuti dell'informativa sul profilo di rischio-rendimento e sui costi".

Altri incontri si sono tenuti nell'ambito della procedura di consultazione relativa al parere del Cesr sul documento contenente informazioni chiave da fornire agli investitori in materia di fondi comuni di investimento (*Key Information Document*).

Ulteriori incontri sono stati oreganizzati con esponenti di intermediari e altri soggetti vigilati al fine di fornire delucidazioni agli operatori su importanti novità regolamentari.

In particolare, nel mese di giugno 2009, si sono tenuti due incontri presso la Consob finalizzati a illustrare le modalità di deposito della documentazione d'offerta dei fondi comuni d'investimento italiani aperti ed esteri non armonizzati e dei prodotti finanziario–assicurativi. Nel corso degli incontri sono state evidenziate le modifiche che sono entrate in vigore a seguito delle novità del Regolamento Emittenti riguardo alla struttura e ai contenuti delle scheda di deposito e alle relative modalità di compilazione.

La Consob ha partecipato all'audizione svoltasi presso la 10ª Commissione "Industria, commercio e turismo" del Senato della Repubblica dove sono tuttora all'esame alcuni disegni di legge in materia di educazione finanziaria.

L'attenzione è stata rivolta alla necessità di attuare forme di coordinamento, in ambito nazionale, che coinvolgono soggetti pubblici e privati nello sviluppo di iniziative finalizzate a migliorare l'educazione finanziaria dei cittadini.

Per quanto riguarda le procedure di conciliazione e arbitrato, è stata istituita presso la Consob, in attuazione del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, la Camera di conciliazione e arbitrato e sono stati nominati dalla Commissione, nei mesi di luglio e ottobre, i cinque componenti del collegio.

A partire dal mese di novembre, la Camera di conciliazione e arbitrato ha proceduto all'esame coordinato delle disposizioni di legge e di regolamento che ne disciplinano l'attività e ha avviato gli adempimenti necessari a garantirne la piena operatività. Sulla base di quanto determinato, ha dato inizio all'elaborazione dello Statuto e del Codice deontologico per i conciliatori e gli arbitri, ai quali è affidata la concreta gestione delle controversie. Statuto e Codice sono stati adottati entrambi a febbraio 2010.

4 I Sistemi Informativi

Nel corso del 2009 i sistemi informativi della Consob sono stati interessati da un complesso di interventi innovativi per l'evoluzione strategica e metodologica nella gestione del settore ICT (*Information and Communication Technology*), che danno seguito alle attività di *assessment* preventivamente realizzate sull'impianto informatico.

Le linee strategiche per l'evoluzione dell'ICT sono state definite attraverso l'identificazione e la standardizzazione di piattaforme applicative, architetture, processi e metodologie di riferimento nell'ambito dell'organizzazione e della tutela della sicurezza informatica dell'Istituto. Tali linee costituiscono la base del "Piano dei Sistemi – Strategia ICT 2010-2012" che, in funzione degli assetti tecnologici esistenti, definisce il modello ICT di riferimento per le tecnologie e le applicazioni informatiche, i dati e i processi operativi, gli ambiti di comunicazione con i soggetti interni ed esterni alla Consob e per la protezione del patrimonio informatico gestito dall'Istituto.

Nel corso del 2009 le attività propedeutiche all'implementazione operativa del Piano dei Sistemi hanno portato alla definizione del Sistema Informativo Centrale come piattaforma informatica per la gestione centralizzata di dati, processi, architetture e sicurezza, favorendo il rapporto tra la Consob e i soggetti coinvolti nelle attività istituzionali e di vigilanza.

Il Sistema Informativo Centrale è composto dalle seguenti piattaforme informatiche che costituiscono la base tecnologica per l'evoluzione e l'implementazione di servizi ICT dell'Istituto dei prossimi anni: i) la piattaforma dati, che caratterizza il servizio di archiviazione centralizzata dei dati (*datawarehouse*) e di analisi statistica delle relative informazioni (*business intelligence*), garantendo la disponibilità del patrimonio informativo Consob a supporto delle decisioni istituzionali; ii) la piattaforma procedimenti, che caratterizza il servizio di automazione di processi e procedure per la gestione dei flussi documentali e informativi (*workflow* istituzionale), a supporto della rapidità, dell'operatività e della standardizzazione delle istruttorie; iii) la piattaforma di ricerca informativa, che supporta le ricerche testuali e semantiche di documenti e informazioni nell'ambito del patrimonio dell'Istituto; iv) la piattaforma architetturale, che realizza i servizi architetturali ICT con l'obiettivo di fornire risorse "*on demand*" ai processi e alle attività istituzionali e garantire da un lato il rapporto tra sistemi e applicazioni interni ed esterni all'Istituto e dall'altro l'affidabilità e la flessibilità della piattaforma stessa; v) la piattaforma di sicurezza ICT, che supporta gli obiettivi di tutela della disponibilità dei servizi ICT, della riservatezza e dell'integrità del patrimonio informatico dell'Istituto, attraverso un impianto di processi e norme coerenti con lo standard di sicurezza ISO/IEC 27001; vi) la piattaforma tecnologica, costituita da prodotti di sicurezza che rappresentano lo stato della sicurezza ICT.

Nel 2009, con le nuove modalità di distribuzione del servizio di *outsourcing*, sono state definite le linee gestionali per l'organizzazione dell'ICT d'Istituto, basate su alcune metodologie avanzate e "*best practice*"

che, dalle attività avviate nell'impianto informatico, trovano continuità nel Piano dei Sistemi.

Tali metodologie, orientate a un'efficiente gestione delle attività pluriennali previste nel contratto di *outsourcing*, sono: i) le metodologie di gestione dei servizi ICT che sono a garanzia di un'evoluzione strategica dei sistemi informativi d'Istituto, congiuntamente ai servizi istituzionali; ii) le metodologie di *project management* per soluzioni ICT che sono a garanzia della sistematica gestione dei processi di sviluppo e di evoluzione delle piattaforme ICT; iii) i metodi di analisi dei processi istituzionali utilizzati al fine di razionalizzare e modellare i procedimenti istituzionali che cambiano in funzione delle evoluzioni normative e di processo; iv) i metodi di governo della sicurezza informatica che sono a garanzia di un costante presidio degli apparati tecnologici e di processo che sostengono l'esigenza di protezione da nuove tipologie di attacchi informatici; v) il piano di formazione continuativo che prevede un percorso di formazione permanente per il consolidamento delle conoscenze tecnologiche, gestionali e istituzionali delle risorse umane di riferimento.

Nel corso dell'anno sono stati effettuati significativi interventi nell'area dei servizi informativi e delle architetture/infrastrutture tecnologiche realizzando nuovi sistemi applicativi e potenziando quelli già esistenti.

In particolare, il sistema di Teleraccolta dei flussi informativi di emittenti e intermediari, insieme al sistema di pubblicazione e trasparenza (su partecipazioni rilevanti, organi e capitali sociali, azionariato, ecc.), hanno subito interventi evolutivi in relazione anche alle mutate condizioni normative.

Inoltre, le nuove funzionalità del sistema di *Transaction Reporting*, la predisposizione del nuovo sistema per la Stazione di Controllo Mercati e la predisposizione delle infrastrutture per la realizzazione dell'architettura *Service Delivery Network*, hanno caratterizzato le evoluzioni degli assetti applicativi e di architettura esistenti.

Nel corso del 2009 sono proseguiti i lavori d'implementazione dei Sistemi Integrati al fine di completare la sfera dei servizi e funzionalità attraverso i quali la Consob si interfaccia e interagisce con soggetti esterni. In riferimento ai soggetti vigilati sono stati attivati strumenti che semplificano le modalità di trasmissione e condivisione del flusso informativo con la Consob.

In particolare, è stata avviata la realizzazione del Sitrap (Sistema automatico Integrato per la vigilanza sulla Trasparenza dei Prodotti non-*equity*) mediante l'implementazione del modulo Saivia, dedicato ai prodotti finanziari emessi dalle assicurazioni, nonché la realizzazione della prima versione del Sipe (Sistema Integrato per l'Esterno).

Il Sipe è un Sistema Integrato a carattere interattivo basato sull'utilizzo della rete internet e delle informazioni presenti nel sito dell'Istituto; la principale finalità del sistema è di consentire agli utenti un accesso rapido e agevolato e una guida tra i contenuti del sito istituzionale; qualora i fruitori non trovino

l'informazione cercata, permette loro di inoltrare una specifica richiesta. Nel giugno 2009 il Sipe è stato avviato con due percorsi guidati accessibili sia dalla pagina "Contattaci" sia da un'apposita "Area interattiva" del sito Consob: il primo per il pubblico, per le informazioni e le richieste relative alle attività dell'Istituto; il secondo per i risparmiatori, essendo più specificatamente rivolto alla tutela degli investitori. Attraverso il Sipe è stato anche avviato l'inoltro, su base automatica, di messaggi di *warning* generati dal Saivic (Sistema Automatico Integrato di Vigilanza Incarichi di Controllo e amministrazione) ai componenti degli organi di controllo di società quotate ed emittenti strumenti finanziari diffusi.

Il Sitrap è un Sistema Integrato che supporta l'implementazione del modello di vigilanza preventiva di tipo *risk-based* sui prodotti d'investimento *non-equity* adottato dall'Istituto secondo i principi delineati negli schemi degli Oicr aperti e i prodotti finanziario-assicurativi allegati al Regolamento Emittenti e nella Comunicazione n. 9025454 del 24 marzo 2009. Il Sitrap consentirà di realizzare i seguenti risultati: i) gestire in maniera efficace l'Archivio Prospetti, attivando una anagrafiche dei prospetti e dei prodotti commercializzati in Italia; ii) adempiere agli obblighi di pubblicità della documentazione d'offerta previsti dalla normativa nazionale e comunitaria vigente; iii) mettere a disposizione di ciascun soggetto offerente, tramite il sito istituzionale, un'area di lavoro dedicata agli adempimenti informativi nei confronti della Consob.

Il Saivia è basato sulla relazione tra procedure, servizi e informazioni che, attraverso l'informatica e la telecomunicazione, modella il funzionamento dell'organizzazione e supporta il perseguimento degli obiettivi istituzionali. Le funzionalità rilasciate hanno consentito di automatizzare la gestione dell'archivio prospetti per gli adempimenti connessi al deposito della documentazione d'offerta. Il Saivia consente, infatti, a tutte le imprese di assicurazione italiane ed estere di interagire attraverso internet con la Consob eliminando le operazioni manuali connesse ai tempi di acquisizione e conservazione dei prospetti.

Nel corso dell'anno è proseguita l'attività di manutenzione e aggiornamento del Saivic (Sistema Automatico Integrato di Vigilanza Incarichi di Controllo e amministrazione) la cui versione aggiornata favorisce l'operatività dei componenti degli organi di controllo che, per verificare il rispetto dei limiti imposti al cumulo degli incarichi, hanno utilizzato il sistema secondo modalità di comunicazioni nel continuo.

In occasione della nuova versione del sistema, è stato aggiornato il Manuale Tecnico contenente le istruzioni operative per l'utilizzo dello stesso da parte dei componenti degli organi di controllo.

PAGINA BIANCA

D – Note metodologiche

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 principali gruppi quotati non finanziari italiani sono rappresentati da un campione "chiuso" di gruppi per i quali è disponibile una serie completa di bilanci dal 1998 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 2008): Enel (dal 2005 viene considerata a parte Terna che non è più consolidata in Enel), Eni (Snam Rete Gas, Saipem), Telecom Italia (dal 2003 consolida TI Media), Exor (*ex* Ifi; consolidava Ifil, poi incorporata nel 2009 e Fiat, che viene considerata dal 2004 perché non più consolidata in Exor; consolida Juventus), Edizione (consolida Autogrill, Benetton e, dal 2007, Atlantia, *ex* Autostrade, considerata a parte fino al 2006), Aurelia (Autostrada TO-MI, Sias), Italmobiliare (Italcementi), Luxottica, A2A (già Aem), Fininvest (Mondatori, Mediaset), Edison, Erg (Erg Renew, *ex* 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; consolida KME Group, *ex* Smi, e Ergy Capital dal 2008), 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, Edizione 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. 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 Popolare di Milano. Si tratta di un campione che rappresenta circa i 2/3 dell'intero sistema bancario italiano in termini di totale attivo. Per gli anni precedenti al 2008 sono comprese le principali banche successivamente confluite nei gruppi bancari considerati attraverso operazioni di fusione e acquisizione, con l'eccezione di HVB che è inclusa nei dati solo a partire dalla data di consolidamento nel bilancio Unicredit (1° novembre 2005).

Fig. 49

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 finanziari e 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. 66, 67, 68

La *Multifinanziaria Retail Market* è un'indagine campionaria realizzata dalla società GFK Eurisko Srl somministrando un questionario a un campione di circa 2.500 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. 68

Il questionario GfK Eurisko mette a disposizione per ciascuna famiglia dati riguardo alla ricchezza finanziaria (ossia la somma del valore degli investimenti in depositi e altre forme di liquidità distinte rispetto ai depositi, nonché in titoli di Stato, azioni, obbligazioni, polizze vita, fondi pensione, risparmio gestito e prodotti postali) e alle quote di ricchezza finanziaria investita nelle diverse categorie di attività finanziarie. Poiché sia il dato sulla ricchezza finanziaria che quello sulle quote investite vengono forniti per intervalli, a ciascuna famiglia è stato attribuito un valore puntuale della ricchezza finanziaria e delle quote investite calcolando la media semplice degli estremi dell'intervallo (l'unica eccezione è rappresentata dall'ultimo intervallo di ricchezza finanziaria che essendo aperto è stato approssimato con l'estremo inferiore dell'intervallo stesso).

Sono state adottate due diverse procedure per la stima della quota investita nelle diverse attività finanziarie.

Nella prima, per calcolare le quote investite nelle singole attività finanziarie ponderate per la ricchezza si è moltiplicato il valore puntuale della quota investita in ogni attività finanziaria per il valore puntuale della ricchezza finanziaria di ogni famiglia, ottenendo così un'approssimazione del valore monetario dell'investimento di ciascuna famiglia nelle varie categorie di attività finanziarie. Il valore medio dell'investimento in termini monetari nelle varie categorie di attività finanziarie stimato per l'intera popolazione viene calcolato come media ponderata dell'ammontare monetario investito da ciascuna famiglia con un vettore di pesi forniti dalla stessa GfK Eurisko. Sommando i valori medi monetari dell'investimento nelle varie categorie di strumenti finanziari si ottiene la composizione media del portafoglio, sempre in termini monetari, stimata per l'intera popolazione e da questa si calcola il peso percentuale delle varie attività finanziarie.

Nella seconda, la media semplice delle quote investite nelle singole attività finanziarie è invece calcolata moltiplicando i pesi forniti da GfK Eurisko per il valore puntuale della quota investita dalle singole famiglie.

Fig. 74

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.

Tav. 42

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.

€ 18,00