evidenziato l'inadeguatezza del modello economico prevalente nell'Europa continentale nel garantire una crescita sostenibile e con essa la formazione del risparmio nel lungo periodo.

Se questo è il quadro di riferimento, ne consegue che occorre dare all'articolo 47 della Costituzione una lettura dinamica e non di mera tutela dell'esistente. In sostanza, il risparmio va certamente salvaguardato con regole rigorose, controlli accurati e sanzioni esemplari, ma va anche – e soprattutto – promosso con l'adozione di politiche economiche che consentano di disporre di condizioni di partenza favorevoli. Da un lato, infatti, è necessario garantire la stabilità del sistema economico e finanziario, mitigando i rischi derivanti dalle eccessive fluttuazioni dei mercati e, dall'altro, è essenziale favorire lo sviluppo di un'economia dinamica che porti a una costante crescita del prodotto nazionale. Il presupposto-base di qualsiasi tutela del risparmiatore è infatti la possibilità concreta che il risparmio stesso possa formarsi.

Le finalità della vigilanza della CONSOB emergono dal combinato disposto di taluni articoli del Testo unico della finanza (TUF). In particolare, nell'ambito della disciplina degli intermediari, il TUF prevede che la vigilanza abbia i seguenti obiettivi: *“salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; tutela degli investitori; stabilità e buon funzionamento del sistema finanziario; competitività del sistema finanziario e osservanza delle disposizioni in materia finanziaria”*. Per il perseguimento di tali obiettivi la CONSOB è competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, mentre la Banca d'Italia è competente per il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari (art. 5). Nell'ambito della disciplina dei mercati, le finalità della vigilanza sono individuate nella *“trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori”* (art. 74). Con riferimento alla vigilanza sugli emittenti, la CONSOB esercita i poteri previsti dalla legge *“avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali”* (art. 91).

Gli obiettivi menzionati sono solo apparentemente contraddittori. In realtà essi si completano a vicenda poiché ai sensi del TUF esiste un nesso inscindibile

tra la tutela dell'investitore, il buon funzionamento dei mercati e la stabilità del sistema finanziario.

In un mercato dei capitali integrato, quale è quello comunitario, la competizione fra ordinamenti crea spazi per arbitraggi fra giurisdizioni. Costi della regolazione più elevati rispetto a quelli delle piazze finanziarie concorrenti sortiscono l'effetto di incentivare la delocalizzazione delle attività di intermediazione finanziaria verso giurisdizioni più permissive. L'utilizzo del passaporto europeo o della libera prestazione consente poi a intermediari ed emittenti di raccogliere risorse, ad esempio nel nostro paese, rimanendo sottoposti agli standard di vigilanza del paese di provenienza, eventualmente più tolleranti.

La complessità e l'interazione della pluralità di obiettivi delineati dal TUF richiedono, da parte delle autorità di vigilanza, un controllo e una valutazione del contesto di riferimento costanti, secondo un approccio che non può prescindere da una visione integrata delle dinamiche evolutive dei mercati e dei comportamenti degli attori finanziari.

Per fronteggiare un quadro di riferimento sempre più sfaccettato, è necessaria un'accurata attività di pianificazione strategica e operativa, che la CONSOB ha già posto in essere dal 2010. È altresì necessaria una struttura organizzativa in grado di soddisfare esigenze di maggiore specializzazione, per migliorare la capacità di analisi e d'indagine del contesto esterno, ed esigenze di coordinamento trasversale, per assicurare un elevato livello di interazione e di sincronia operativa a beneficio dell'omogeneità dell'azione di vigilanza.

In quest'ottica è risultata indispensabile la revisione dell'assetto organizzativo dell'Istituto, realizzata in due fasi. La prima, a fine 2011, ha premiato la specializzazione delle funzioni operative di vigilanza.

Tra gli interventi più significativi, la Divisione Emittenti è stata sostituita con due nuove unità organizzative, specializzate rispettivamente nella vigilanza sulla correttezza delle informazioni fornite dagli emittenti (Divisione Informazione Emittenti) e nella vigilanza sugli organi di controllo societari, sugli assetti proprietari e sul mercato del controllo societario (Divisione Corporate Governance), mentre nelle pre-esistenti Divisioni sono state potenziate e meglio articolate le attività di vigilanza (ad esempio, nella Divisione Mercati è stata rafforzata la vigilanza sull'informazione continua degli emittenti ed stata

affidata a nuove unità organizzative la vigilanza sull'organizzazione e il funzionamento delle nuove piattaforme di negoziazione e quella sulle strutture di post-trading).

La seconda fase, nel settembre scorso, si è sviluppata attraverso interventi mirati, tesi ad elevare ulteriormente l'efficienza e la tempestività dell'azione istituzionale. Si è provveduto, a tal fine, alla costituzione di Aree funzionali e "Tavoli tematici" che si pongono quale obiettivo quello di rendere più efficace l'interscambio informativo e l'unitarietà d'azione tra le Divisioni, con il coordinamento del Direttore Generale e secondo gli indirizzi definiti dalla Commissione.

Meritano di essere particolarmente segnalati, in tale contesto, i due tavoli di coordinamento interdivisionale costituiti in tema di attività normativa UE e di coordinamento dell'attività di presenza internazionale. Essi rappresentano la risposta dell'Istituto all'esigenza, sempre più diffusamente avvertita, di partecipare attivamente ai processi di regolamentazione in ambito UE su tematiche di particolare impatto a livello nazionale (disciplina degli intermediari, degli abusi di mercato, ecc.) ed in sede di comitati ESMA e IOSCO.

La riforma organizzativa ha consentito di ottimizzare la distribuzione del personale e di ridurre la spesa dell'Istituto, a fronte di un contributo a carico dello Stato che, con il passare degli anni, si è progressivamente ridotto, fino ad azzerarsi del tutto a seguito dell'entrata in vigore nel marzo scorso del decreto legge n. 16/2012.

L'art. 8, comma 3, del decreto legge n. 16/2012 ha previsto l'obbligo di restituzione all'Erario delle somme già versate e rivenienti dai prescritti risparmi di spesa per consumi intermedi. In adempimento di tale norma e nel termine ivi stabilito, lo scorso mese di settembre si è provveduto alla restituzione delle somme in precedenza ricevute (215.000 euro, a fronte di un fabbisogno finanziario complessivo per il 2012 di poco superiore ai 120 milioni di euro), oltre che all'azzeramento della restante quota, di pari importo, che ancora gravava sul bilancio dello Stato per il corrente anno.

Il contenimento della spesa corrente per beni e servizi per il 2012, rispetto all'esercizio precedente, equivale a circa 10 milioni di euro, corrispondente ad una riduzione del 24,2 per cento rispetto all'omologo dato relativo all'esercizio 2011. È stato così possibile ridurre le entrate contributive a carico dei soggetti vigilati di circa 11 milioni (-9,2 per cento rispetto al 2011).

Tra i vari tagli, quello relativo alla spesa annua per le cosiddette "auto blu", operato nel febbraio scorso, è stato di circa il 60 per cento: tale spesa si attesta attualmente sui 30 mila euro ed è prevista una ulteriore contrazione nel corso del prossimo anno. Le spese di rappresentanza sono state praticamente azzerate.

La CONSOB ha anticipato le previsioni legislative in tema di *spending review* via via approvate nel corso dell'ultimo biennio, consapevole com'è che la sua autonomia organizzativa, istituzionale e funzionale trova piena legittimazione anche in una sana, efficace ed efficiente gestione delle risorse occorrenti per il proprio funzionamento.

Sono state autonomamente assunte, ad esempio, iniziative di razionalizzazione degli spazi adibiti ad uso uffici, funzionali al contenimento dei relativi costi. Tali misure, già a partire dal prossimo anno, dovrebbero consentire significative economie gestionali per cessata locazioni di un immobile, quantificabili a regime in circa 3 milioni di euro annui, pari al 3 per cento circa del fabbisogno finanziario complessivo per il 2012. Questa operazione di razionalizzazione immobiliare presuppone un investimento *una tantum* stimabile in non più di 100 mila euro per il prossimo anno per l'acquisto di arredi. Tuttavia il tetto di spesa per il 2013 relativo all'acquisto di mobili ed arredi previsto dal disegno di legge di stabilità, attualmente all'esame del Parlamento, rende l'operazione irrealizzabile.

Questo esempio mostra che il riconoscimento di autonomia anche amministrativa e contabile alla CONSOB è premiante per l'efficienza, poiché crea i presupposti per la realizzazione di risparmi di spesa superiori a quelli possibili sulla base di norme esterne.

3. La distribuzione di prodotti finanziari

La tutela dell'investitore si fonda su un'articolata gamma di strumenti regolamentari che unitariamente concorrono a disegnare un quadro operativo volto a dare concreta applicazione al principio costituzionale di salvaguardia del pubblico risparmio.

La trasparenza informativa è da sempre intesa come il primo presidio codificato per ridurre il *gap* informativo esistente tra un emittente/offerdente di strumenti finanziari ed un investitore *retail*. Questo principio è stato "tradotto" nell'obbligo in capo all'offerente di pubblicazione di un prospetto informativo i

cui contenuti afferiscono tipicamente alla descrizione del soggetto emittente e degli strumenti finanziari oggetto di sollecitazione.

Al fine di assicurare che le informazioni rese tramite prospetto siano complete e comparabili in un contesto di libera circolazione nel mercato unico europeo, il legislatore comunitario ne ha disciplinato il *format* e il contenuto, ispirandosi a principi di armonizzazione massima anche tramite il ricorso a regolamenti che rendono immediatamente cogenti le relative previsioni (ossia direttamente applicabili agli ordinamenti nazionali senza necessità di recepimento).

In questo quadro si leggono gli interventi che hanno portato all'adozione del Regolamento della Commissione Europea n. 486/2012 (entrato in vigore il 1° luglio 2012) concernente gli schemi di prospetto relativi agli strumenti finanziari comunitari (valori mobiliari e quote di fondi chiusi) e del Regolamento della Commissione Europea n.583/2010 relativo allo schema di documento contenente le “informazioni-chiave” per l'investitore in fondi comuni d'investimento e SICAV armonizzati (c.d. Key Investor Information Document – KIID). Il KIID fornisce indicazioni circa il profilo di rischio mediante l'utilizzo di un indicatore sintetico, la struttura dei costi a carico del fondo, la politica d'investimento.

In questo processo di armonizzazione si inserisce la proposta di regolamento della Commissione Europea in materia di informazioni-chiave per l'offerta al pubblico di prodotti “preassemblati” destinati ad investitori retail (cosiddetti PRIPs).

Il *corpus* normativo europeo non consente di richiedere agli emittenti, in via generale, l'inserimento nella documentazione di offerta di elementi informativi non prescritti dalle disposizioni comunitarie. La facoltà attribuita alle Autorità nazionali di richiedere integrazioni, caso per caso, di specifici prospetti, è limitata all'inserimento di informazioni ritenute necessarie per la completezza e comprensibilità degli stessi. Tuttavia, anche richieste *ad hoc*, qualora veicolate in riferimento ad un esteso numero di emissioni, finirebbero con il risultare elusive della disciplina comunitaria (rafforzata dalla disposizione nazionale in materia di *gold plating* di cui all'art. 15 della c.d. Legge di stabilità 2012).

Con riferimento specifico al tema della rappresentazione del profilo di rischio/rendimento dei prodotti offerti, gli schemi di prospetto di derivazione comunitaria non prevedono il ricorso a scenari

probabilistici. In ossequio al principio di massima armonizzazione, è esclusa la possibilità da parte di un'autorità nazionale di richiedere la rappresentazione del profilo di rischio/rendimento basata su scenari probabilistici. La relativa metodologia di stima, già sottoposta a pubbliche consultazioni da parte dell'allora CESR (ora ESMA) - anche su impulso della CONSOB - in occasione del processo legislativo relativo alla UCITS IV, non ha trovato sostegno nel corso dei relativi negoziati. In tale sede, la posizione della CONSOB è risultata largamente minoritaria. Si è ritenuto infatti che la rappresentazione nel prospetto informativo di una distribuzione di probabilità dei rendimenti potesse fuorviare l'investitore inducendolo a ritenere stabili gli scenari indicati di guadagno/perdita, connotati al contrario da variabilità al mutare dei parametri di riferimento nel tempo.

Resta fermo che la metodologia sottesa alla rappresentazione degli scenari probabilistici di rendimento può costituire un utile strumento di analisi a supporto della vigilanza della CONSOB sulla distribuzione di prodotti caratterizzati da alta complessità.

Conseguentemente, la CONSOB si è conformata al quadro normativo comunitario, il cui rispetto è sancito dall'art. 2 del TUF.

In particolare, la CONSOB ha modificato coerentemente con la Direttiva UCITS IV la parte del Regolamento Emittenti disciplinante l'informativa relativa all'offerta di quote di OICR armonizzati. Con riferimento ai prodotti finanziario-assicurativi, non assoggettati alla disciplina comunitaria della Direttiva Prospetto e non sottoposti alla preventiva approvazione della CONSOB, l'approccio probabilistico è stato mantenuto.

Inoltre, in seguito all'entrata in vigore il 1° luglio 2012 del Regolamento UE n. 486/2012, attuativo della Direttiva prospetti, la CONSOB ha dovuto rivisitare i contenuti degli schemi di prospetti precedentemente approvati, al fine di renderli conformi al nuovo quadro normativo (Comunicazione CONSOB n. 12054742 del 29.6.2012). Sempre a seguito dell'entrata in vigore del suddetto regolamento, la CONSOB non ha più dato seguito all'applicazione di una raccomandazione, posta in consultazione nel luglio 2009, relativa alla definizione di informazioni sintetiche sul profilo di rischio-rendimento nei prospetti d'offerta o di ammissione alle negoziazioni concernenti le obbligazioni bancarie che sarebbe risultata illegittima. Al contempo, sempre successivamente al 1° luglio 2012 è stata abrogata la Comunicazione CONSOB n. 6042384 del 2006 che raccomandava l'inclusione nei prospetti informativi di scenari di tipo what if, l'unbundling del prezzo, la comparazione dei rendimenti con quelli di un titolo di Stato e l'andamento storico del sottostante).

Nel contesto normativo disegnato dalla Direttiva Prospetto che prevede l'autorizzazione preventiva della documentazione d'offerta da parte dell'autorità nazionale competente, la CONSOB si è dotata di indirizzi operativi utili ai fini della verifica della completezza, ivi incluse la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite nel prospetto (art. 94-bis, comma 1, TUF). Con specifico riferimento, alle offerte al pubblico di obbligazioni bancarie, stante la rilevanza del fenomeno, si è sottoscritto un Protocollo di Intesa con Banca d'Italia in

materia di scambio di informazioni per la verifica della coerente e completa descrizione del profilo di “rischio emittente”. Il set informativo reso disponibile comprende dati aggiornati relativi ai principali *ratios* economici e patrimoniali nonché informazioni circa provvedimenti assunti dalla stessa Banca d’Italia, autorità preposta al controllo di stabilità degli intermediari finanziari. Il Protocollo si iscrive in una politica di stretta collaborazione tra le due autorità e consente alla CONSOB di ottimizzare l’attività amministrativa di controllo.

* * *

La CONSOB sta realizzando un sistema per valorizzare le informazioni relative alle caratteristiche degli strumenti finanziari c.d. non *equity* contenute nei prospetti informativi. Questo sistema è funzionale a rilevare prodotti ad alta complessità/rischiosità, suscettibili di richiedere tempestivi interventi di vigilanza sugli intermediari-emittenti e/o sui distributori, a protezione degli investitori.

In tal modo, si intende anticipare l’attuazione delle previsioni contenute nel documento di revisione della Direttiva MiFID, attualmente in discussione, con riguardo alla potestà da attribuirsi alle Autorità nazionali (ed all’ESMA) di bloccare la distribuzione di prodotti che possono minacciare la protezione degli investitori, l’ordinato funzionamento del mercato o la stabilità del sistema finanziario di uno o più Paesi dell’Unione Europea.

* * *

La possibilità di attingere ad un set informativo completo sui prodotti finanziari, organizzato nella forma del prospetto informativo, è un valido elemento a supporto delle scelte di investimento da parte dei risparmiatori. Alla luce dell’ampiezza di tipologie di prodotti d’investimento finanziario e della varietà delle relative strutture, tale presidio di trasparenza costituisce una condizione necessaria, ma non sufficiente per la sostanziale tutela degli investitori (soprattutto di natura *retail*).

Le ragioni di questa insufficienza sono molteplici. In primo luogo, la complessità delle transazioni di tipo finanziario richiede un bagaglio tecnico difficilmente riscontrabile, in via generale, negli investitori retail. L’ipotesi di razionalità degli operatori economici è messa in dubbio dalle analisi empiriche ispirate alla teoria della finanza comportamentale, come emerge anche da studi e ricerche della CONSOB. In secondo luogo, il prospetto rappresenta una fonte informativa di natura statica, utile

esclusivamente al momento di scelta dell'investimento, ma non nella fase successiva. Infine, l'azione di vigilanza dell'autorità nazionale sull'informativa da prospetto risulta fortemente limitata nel caso di offerte transfrontaliere, ossia di offerte basate sull'utilizzo del c.d. passaporto europeo.

È stato ritenuto pertanto necessario, nel quadro del processo di regolamentazione europea, concentrare l'attenzione sulla correttezza della condotta degli intermediari, soggetti che rendono possibile al risparmiatore l'accesso al mercato degli investimenti finanziari, rafforzando le tutele incentrate sul rispetto di regole di condotta, di precisi requisiti organizzativi e di *governance* (presidi di correttezza), volte ad assicurare il perseguimento del miglior interesse del cliente.

A tal fine, l'intermediario ha un dovere non solo di rendere chiare e complete informazioni sugli strumenti/prodotti finanziari che distribuisce e/o raccomanda, senza limitarsi alla consegna di prospetti informativi ovvero di schede-prodotto, ma anche di fornire un giudizio di coerenza dell'investimento proposto rispetto allo specifico cliente. Tale valutazione di adeguatezza/appropriatezza rappresenta l'attività-*core* dell'intermediario, perché coniuga la necessità di acquisire informazioni sui bisogni finanziari dei clienti e la capacità di esaminare la morfologia dei prodotti che s'intendono raccomandare, nel perdurare della relazione contrattuale. Viene quindi richiesto all'intermediario che distribuisce prodotti finanziari (tra cui annoverare anche i prodotti di propria emissione) di dotarsi di una metodologia di rilevamento dei profili dei clienti e delle diverse caratteristiche di rischio dello strumento finanziario distribuito.

A tali principi si ispirano anche le indicazioni fornite sul tema dalla Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 marzo 2009 in materia di prodotti illiquidi. Gli stessi sono stati ribaditi dalle "Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements" pubblicato dall'ESMA in data 6 luglio 2012 (Doc. ESMA/2012/387); in particolare in tale sede si afferma (guideline n. 1, par.17) che "la valutazione dell'adeguatezza rientra nella responsabilità dell'impresa di investimento. Le imprese dovrebbero evitare di affermare o dare l'impressione che sia il cliente a decidere l'adeguatezza dell'investimento o a stabilire gli strumenti finanziari adeguati al suo profilo di rischio".

A seguito dell'attuazione della Direttiva MiFID la CONSOB ha pianificato un'articolata e complessiva attività di vigilanza sul rispetto delle norme di correttezza nella prestazione dei servizi d'investimento, con particolare riguardo alla distribuzione di prodotti finanziari.

Le attività di vigilanza condotte a partire dal 2009 sull'intero universo degli intermediari sottoposti al controllo della CONSOB hanno comportato: 503 richieste di dati e notizie ex art. 8, comma 1 del TUF (di cui 241 relative a banche, 122 a SIM, 111 a SGR, 29 ad altri intermediari); 124 convocazione degli esponenti aziendali presso gli Uffici della CONSOB ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. a), del TUF (43 banche, 27 SIM, 49 SGR, 5 altri intermediari); 541 incontri con gli esponenti aziendali (112 banche, 126 SIM, 172 SGR, 131 altri intermediari/operatori); 19 richieste di collaborazione a Banca d'Italia ex art. 10, comma 2, del TUF nell'ambito di ispezioni da essa avviate (8 banche, 9 SIM, 1 SGR, 1 altri intermediari); 16 ordini di convocazione degli organi amministrativi ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. b), del TUF, con fissazione dell'ordine del giorno per l'adozione di misure correttive da parte degli intermediari (11 banche, 1 SIM, 4 SGR); 182 lettere di contestazione a mezzo delle quali sono stati avviati procedimenti sanzionatori nei confronti di esponenti aziendali di intermediari.

In tal senso, la CONSOB si è adoperata negli ultimi quattro anni a effettuare circa 52 ispezioni su intermediari, di cui 27 disposte negli ultimi due anni.

I controlli di natura cartolare ed ispettiva hanno interessato tutte le principali banche del Paese, rappresentative di una quota pari all'80% del mercato nazionale dei servizi d'investimento. Particolare attenzione è stata dedicata alle costruzioni delle politiche commerciali degli intermediari suddetti e alla gestione dei conflitti d'interesse.

Nella politica commerciale rientrano i meccanismi adoperati per la raccolta e l'elaborazione delle informazioni relative ai clienti, i criteri di selezione dei prodotti finanziari da distribuire, inclusa l'analisi dei rischi sottesi, l'elaborazione dei budget economico-reddituali, la politica di prezzo dei servizi resi e i sistemi d'incentivazione del personale.

Ciò al fine di riscontrare il grado di allineamento del modello di business alla cura degli interessi dei clienti. In altre parole, si è inteso riscontrare le possibili ragioni della distanza tra la realtà operativa delle banche dal modello normativamente dato, valutando la rilevanza attiva dei conflitti d'interesse.

Dalle evidenze raccolte è emerso che vi è una forte dominanza della capogruppo nell'orientare le modalità operative delle banche controllate, riducendo lo spazio di discrezionalità della singola entità nel servire lo specifico cliente. Le condizioni congiunturali di illiquidità del mercato interbancario e di chiusura del mercato obbligazionario istituzionale hanno indotto gli intermediari bancari a ricorrere massivamente al mercato retail di tipo captive per la sottoscrizione di proprie emissioni obbligazionarie.

Dal punto di vista dell'applicazione delle regole di condotta, sono state rilevate deficienze procedurali nella raccolta e nella gestione delle informazioni relative agli investitori, nella metodologia di profilatura della clientela e nelle

procedure di verifica dell'adeguatezza dei prodotti raccomandati, indice di una potenziale elusione del dovere normativamente inteso di servire al meglio i propri clienti. Sono state prese iniziative specifiche per la rimozione dei comportamenti organizzativi non conformi, esercitando i poteri di cui all'art. 7, comma 1, lett. B), del TUF, e iniziati procedimenti sanzionatori nei confronti di esponenti aziendali di alcuni intermediari ispezionati.

Gli intermediari oggetto di procedimenti sanzionatori sono complessivamente 11, di cui 5 banche, 5 SGR e una SIM, per un numero complessivo di soggetti destinatari del procedimento pari a 96 esponenti aziendali e 27 promotori finanziari.

Questo comportamento, sebbene non abbia determinato la distribuzione di prodotti “nocivi”, ha richiesto e continua a richiedere un rafforzamento del monitoraggio diretto del rispetto delle regole di adeguatezza, avuto riguardo soprattutto al rischio di concentrazione nei portafogli degli investitori, attraverso il compimento di mirate azioni di *enforcement*.

Rimane fermo nel piano di vigilanza sugli intermediari della CONSOB l'obiettivo di promuovere l'innalzamento della qualità dei servizi di consulenza agli investitori *retail* quale antidoto alle difficoltà di scelta, in condizioni d'incertezza, in un'ottica di pianificazione finanziaria.

* * *

A rafforzamento dei presidi di vigilanza per la tutela degli investitori, è stato appositamente costituito (con decorrenza 1° ottobre 2011) l'Ufficio Vigilanza su Fenomeni Abusivi cui sono attribuite le competenze sugli abusivismi sia in materia emittenti che in materia intermediari, prima assegnate a diverse unità organizzative della CONSOB. I risultati degli accertamenti compiuti hanno confermato la bontà della scelta organizzativa fatta.

In particolare, all'Ufficio sono stati attribuiti compiti di indagine sia sulle ipotesi di abusiva offerta al pubblico di prodotti finanziari e di relativa attività pubblicitaria, che sulle ipotesi di prestazione abusiva di servizi di investimento e di svolgimento dell'attività di promotore finanziario in assenza di iscrizione nel relativo Albo.

Con riferimento alle offerte abusive, la Commissione, ha adottato n. 6 provvedimenti cautelari e n. 6 provvedimenti interdittivi, assistiti da richieste di oscuramento dei relativi siti internet. Con riguardo alle ipotesi di abusiva prestazione di servizi di investimento, da ottobre 2011 a oggi sono state pubblicate

sul sito istituzionale 13 comunicazioni a tutela degli investitori (cosiddetto warning), richiamando l'attenzione degli investitori italiani sull'operatività di soggetti non autorizzati ad offrire i propri servizi in Italia. Il TUF non prevede infatti nel caso di abusiva prestazione di servizi di investimento poteri d'intervento cautelare e interdittivo. Al contempo, sono stati avviati dal 1° ottobre 2011 ad oggi 15 procedimenti sanzionatori; nello stesso periodo sono state inoltrate all'autorità giudiziaria n.15 segnalazioni per ipotesi di fattispecie penalmente rilevanti in tema di abusivismo.

L'assenza di poteri di natura ispettiva nei confronti di soggetti potenzialmente abusivi, ed in quanto tali non rientranti nell'ambito della vigilanza della CONSOB, ha reso necessario, in ben 47 casi, il ricorso alla collaborazione della Guardia di Finanza. In molti casi, si è reso necessario attivare la cooperazione internazionale.

4. L'informazione societaria, gli assetti proprietari e la governance

La CONSOB è impegnata in una costante attività di vigilanza sull'informazione finanziaria, tramite controlli volti a verificare la rispondenza dei documenti diffusi dagli emittenti titoli quotati alle norme che ne disciplinano la redazione, ivi inclusi i principi contabili internazionali.

Nel periodo luglio 2011- luglio 2012, sono stati autorizzati dalla Commissione 79 interventi di integrazione delle informazioni pubblicate dagli Emittenti (richieste di diffusione di informazioni al mercato ai sensi dell'art. 114 del TUF) ed in un caso è stata promossa azione di impugnativa del bilancio 2010 di un emittente ai sensi dell'art. 157 comma 2 del TUF. Nell'ambito dei rapporti con la Magistratura sono state effettuate undici segnalazioni. Sono state condotte, infine, due ispezioni con finalità di accertamento della correttezza dell'informazione finanziaria diffusa al pubblico.

L'attuale fase congiunturale aumenta le esigenze di informazione del mercato, con particolare riguardo ai rischi cui le società sono esposte, al patrimonio di cui dispongono per farvi fronte e alla effettiva capacità di generare reddito. Ciò ha richiesto un approccio proattivo nella vigilanza sull'informativa finanziaria diffusa al mercato. Particolare attenzione, ad esempio, è stata dedicata al tema della valutazione degli avviamenti.

Ulteriori approfondimenti, soprattutto con riferimento al settore bancario, hanno seguito le criticità che hanno assunto progressivamente rilevanza per il mercato: esposizione al debito greco, *impairment test* degli avviamenti, piani di ricapitalizzazione a seguito delle richieste EBA, monitoraggio dei profili di liquidità, operatività in derivati creditizi e qualità dei crediti.

Agli interventi sopra riportati vanno aggiunti quelli relativi alla revisione degli obblighi informativi trimestrali e mensili posti a carico degli emittenti che presentano significativi profili di incertezza sulla continuità aziendale. Al 30 giugno 2012, 34 società risultano tenute alla diffusione di informazioni mensili e 13 alla diffusione di informazioni trimestrali.

Accanto agli approfondimenti di vigilanza relativi alla correttezza dell'informazione finanziaria, la CONSOB svolge attività di autorizzazione alla pubblicazione su istanza di parte di prospetti e documenti equivalenti redatti per la sollecitazione del pubblico risparmio.

Per quanto riguarda l'attività di autorizzazione alla pubblicazione di prospetti informativi (con l'esclusione dei bond bancari) nel periodo luglio 2011 – luglio 2012 sono state effettuate, con riferimento alle società quotate, 38 istruttorie su istanza di parte di cui 31 hanno comportato l'autorizzazione da parte della Commissione alla pubblicazione del documento esaminato. Le operazioni di aumento di capitale degli emittenti quotati cui si riferiscono i prospetti informativi approvati nel periodo in esame hanno avuto un controvalore complessivo pari a circa 10,6 miliardi di eurp. Nell'analogo periodo sono state effettuate 48 istruttorie su istanza di parte che hanno riguardato emittenti non quotati (ad esempio, emittenti diffusi, costituendo banche); di queste 40 si sono concluse con l'autorizzazione da parte della Commissione alla pubblicazione del documento esaminato.

Sempre con riferimento alla vigilanza sugli emittenti quotati, anche a seguito della recente riorganizzazione, la CONSOB ha rafforzato le attività riguardanti i profili di *corporate governance*. In particolare, nel 2011 l'Istituto ha per la prima volta deciso di assistere ad alcune delle assemblee delle società quotate al fine di verificare il regolare svolgimento dei lavori e le modalità di partecipazione realmente offerte agli azionisti di minoranza.

Fino ad oggi la CONSOB ha partecipato a oltre 30 assemblee caratterizzate da deliberazioni o vicende societarie complesse.

Ad esempio nei casi di rinnovo degli organi sociali in presenza di più di due liste di candidati, di deliberazioni straordinarie connesse a situazioni di crisi e di segnalazioni pervenute per il tramite di esposti. La partecipazione del personale CONSOB alle assemblee è avvenuta in qualità di meri uditori e non è stata resa nota agli azionisti.

Nel 2011 è entrato altresì in vigore il nuovo Regolamento in materia di operazioni con parti correlate. In tale ambito, la Commissione ha esaminato oltre 100 documenti per verificare la corretta applicazione delle disposizioni regolamentari e l'adeguata informazione al pubblico sulle operazioni di maggiore rilevanza.

In particolare i documenti informativi esaminati hanno riguardato operazioni relative in gran parte ad acquisizioni o cessioni di attività e partecipazioni e operazioni di finanziamento da parte o nei confronti di controparti correlate.

È proseguita l'attività di vigilanza sul rispetto della disciplina OPA e sulla trasparenza degli assetti proprietari. In particolare, dall'inizio di questo anno sono state autorizzate 7 operazioni di OPA su titoli quotati mentre sono stati richiesti pareri in materia di esenzione dall'obbligo di OPA in 5 casi.

Per quanto attiene al monitoraggio delle società di revisione, che costituiscono un fondamentale presidio per la salvaguardia della qualità dell'informazione societaria al mercato, nel corso del 2012 sono state concluse verifiche su circa il 30 per cento delle società iscritte all'Albo speciale; ad oggi sono in via di conclusione ulteriori verifiche che riguardano circa il 10 per cento di tali società. Con riferimento agli interventi di enforcement, nel 2012 sono state avviate 2 verifiche ispettive e sono state formulate 74 richieste di informazioni o convocazioni di esponenti delle società di revisione.

Le vicende che hanno interessato il gruppo Fondiaria-Sai (Fonsai) dal 2010 a oggi rappresentano un caso emblematico che riflette i molteplici profili di vigilanza della Consob sugli emittenti quotati.

Occorre in premessa osservare che banche e compagnie di assicurazione - siano esse quotate o non quotate - sono vigilate rispettivamente dalla Banca d'Italia e dall'Isvap. Pertanto la vigilanza Consob su banche e assicurazioni quotate, che agisce sui piani diversi e complementari della correttezza informativa e della tutela degli azionisti di minoranza, non può prescindere da un adeguato flusso informativo proveniente dall'autorità di settore.

In particolare, Banca d'Italia e Isvap autorizzano l'esercizio dell'attività bancaria e assicurativa, l'acquisizione di quote rilevanti delle imprese vigilate - ivi incluse le fusioni -, monitorano le operazioni infragruppo e verificano la solidità patrimoniale. Si avvalgono a questi fini di una serie di pregnanti poteri che possono contemplare varie forme di condizionamento della gestione sociale ivi inclusa la possibilità di vietare singole operazioni.

L'attività di vigilanza Consob sul gruppo Fonsai ha interessato numerose aree di indagine e si avvalsa di una pluralità di strumenti che vanno dalle richieste di informazione al pubblico e alla Consob, all'audizione degli esponenti aziendali, agli scambi informativi con le Procure della Repubblica. Tali iniziative hanno consentito di far emergere tempestivamente una serie di criticità.

Una prima area di intervento della Consob ha riguardato le informazioni contenute nei bilanci e nei prospetti di aumento di capitale del periodo in esame. In particolare, per quanto riguarda gli aumenti di capitale 2011, è stato richiesto di integrare il prospetto informativo con specifiche informazioni in merito agli effetti economici e patrimoniali di tutte le operazioni con parti correlate, segnalando oneri a carico del gruppo Fonsai e a favore di società della famiglia Ligresti per circa 500 milioni di euro nel triennio 2008-2010. Il medesimo prospetto rendeva altresì evidente che la situazione economico finanziaria del gruppo era fortemente negativa ed in costante peggioramento con perdite per 929 milioni nel 2010. Con riferimento alla rivalutazione delle riserve sinistri richiesta a Fonsai dall'ISVAP, che ha contribuito ad evidenziare nel bilancio consolidato 2011 una perdita di 1.1 miliardi di euro, sono al momento in fase di definizione le verifiche di competenza sulla correttezza delle informazioni finanziarie fornite al pubblico in tale documento.

In secondo luogo, la Consob è stata chiamata a valutare la sussistenza di obblighi di OPA su Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni, in relazione alle varie proposte volte ad acquisire il controllo del gruppo Fonsai.

In tale contesto la Consob ha dapprima ritenuto sussistente l'obbligo di OPA in capo a Groupama ritenendo che il complesso di pattuizioni posto in essere con soci di riferimento Premafin consentisse a Groupama di partecipare al controllo di Fonsai. In seguito all'ulteriore deterioramento delle condizioni economico finanziarie di Fonsai, certificate dalle esplicite richieste di ricapitalizzazione giunte dall'ISVAP, la Consob, in relazione alle successive proposte di acquisizione ed in particolare al progetto d'integrazione avanzato da Unipol Gruppo Finanziario (UGF), non ha potuto che prendere atto della sussistenza dei presupposti di legge e regolamentari per l'esenzione da salvataggio di società in crisi. La Consob ha tuttavia condizionato il proprio parere favorevole alla revoca dei benefici concessi da UGF a favore dei precedenti azionisti di controllo Premafin e alla circostanza che gli stessi non esercitino il diritto di recesso conseguente alla fusione.

Posto che la fusione in oggetto rappresenta un'operazione con parte correlata per Premafin, Fondiaria e Milano Assicurazioni, la Consob è anche intervenuta con numerose richieste informative per

assicurare la verifica della correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione. In particolare, a seguito di tali iniziative dell'Istituto, si è giunti a una nuova composizione del comitato parti correlate e ad un riesame delle deliberazioni precedentemente assunte in merito all'operazione.

Inoltre, per quanto attiene agli assetti proprietari di Premafin, la Consob ha fatto emergere che una quota pari a circa il 20% delle azioni Premafin, intestata a due Trust con sede in paradisi fiscali, era in realtà riconducibile fino al 2003 a Salvatore Ligresti. Conseguentemente è stata effettuata una segnalazione alla Procura competente che ha poi disposto il sequestro delle quote.

Infine, sotto il profilo degli abusi di mercato, la Consob ha condotto una serie di indagini che hanno già portato alla contestazione di due episodi di manipolazione del mercato relativamente alle azioni Premafin, l'uno da parte di Salvatore Ligresti e soggetti a lui vicini, l'altro da parte di Vincent Bolloré. Anche in questo caso gli interventi della Consob sono stati prontamente segnalati all'Autorità giudiziaria per i profili di competenza.

5. I mercati

L'attività di vigilanza sui mercati appare oggi di cruciale importanza per via dei mutamenti di contesto riconducibili alla crescente frammentazione degli scambi e alla competizione fra piattaforme di negoziazione (*trading venue*). Nel primo semestre del 2012, la quota di scambi OTC ha sfiorato il 50 per cento, registrando un incremento di oltre dieci punti percentuali rispetto al semestre precedente. La riduzione della quota degli scambi su Borsa Italiana e altre *trading venue* pone potenziali rischi rivenienti, ad esempio, dall'allontanamento dei prezzi di mercato dai fondamentali economici e dai maggiori incentivi per le *trading venue* ad effettuare scelte strategiche più aggressive e *profit-oriented*; ne consegue uno sforzo di vigilanza più intenso per la CONSOB.

Un'ulteriore criticità per la vigilanza dei mercati deriva dalla innovazione di processo che, oltre ad apportare benefici, può anche originare rischi, come nel caso del trading automatizzato e dell'*high frequency trading*. Tali fenomeni, in caso di tensioni, possono ridurre il livello di efficienza e integrità dei mercati

amplificando la volatilità e rendendo più complessa l'individuazione di strategie manipolative. La CONSOB è stata la prima autorità nazionale europea a promuovere misure volte a contenere i rischi derivanti dallo sviluppo dell'HFT. In particolare, essa ha sollecitato Borsa Italiana a introdurre un regime tariffario, noto come *order-to-trade ratio fee*, volto a limitare l'incremento del numero di ordini inseriti nei sistemi di negoziazione da parte degli *high frequency traders*. Tale regime, in vigore sull'MTA dall'aprile 2012, si è rilevato efficace determinando un'immediata riduzione del numero di ordini rispetto alle transazioni eseguite. Altri paesi, tra i quali Francia, hanno già seguito la strada indicata dall'Italia; recentemente anche Germania e Stati Uniti ne stanno valutando l'opportunità. La CONSOB ha inoltre dato tempestiva attuazione alle Linee guida elaborate in sede ESMA, e pubblicate lo scorso 20 dicembre 2011, in materia di sistemi e controlli per i soggetti vigilati interessati dalla negoziazione in ambiente fortemente automatizzato. Il recepimento delle Linee guida è stato accompagnato dall'avvio di un'attività di autovalutazione (*self-assessment*) sul rispetto degli orientamenti europei da parte dei soggetti vigilati, in adempimento a quanto previsto dalle stesse Linee guida.

La CONSOB poi ha monitorato l'andamento del mercato in concomitanza con la diffusione, da parte di due agenzie di rating internazionali, del declassamento del merito di credito e dell'*outlook* relativi al debito sovrano italiano e alle maggiori banche domestiche. Tale monitoraggio ha tratto impulso da anomalie nell'andamento dei prezzi e/o da *rumors* che anticipavano gli interventi delle agenzie di rating, nonché da alcune criticità che potevano configurare violazioni del Regolamento europeo n. 1060/2009 e delle quali è stata informata l'Esma. In generale, l'attenzione della CONSOB dei regolatori nei confronti delle agenzie di rating si giustifica per l'impatto che i relativi giudizi possono avere sui prezzi di mercato dei titoli interessati e per l'effetto sistemico dei giudizi stessi.

Ai sensi del Regolamento europeo, la CONSOB ha altresì effettuato attività istruttoria per l'esame delle domande di registrazione delle agenzie. In quella occasione l'Istituto ha dato numerose indicazioni tese a garantire la prevenzione e la trasparenza dei conflitti di interessi in cui possono incorrere le agenzie, ad esempio tramite una piena disclosure degli assetti proprietari e l'adozione di