

ATTI PARLAMENTARI

XVII LEGISLATURA

---

# CAMERA DEI DEPUTATI

---

Doc. **XXVIII**

n. 1

## RELAZIONE

### SULL'ATTIVITÀ SVOLTA DALLA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)

(Anno 2013)

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

*Presentata dal Ministro dell'economia e delle finanze*

**(PADOAN)**

---

*Trasmessa alla Presidenza l'8 agosto 2014*

---

PAGINA BIANCA

**INDICE**

## RELAZIONE PER L'ANNO 2013

Relazione al Ministro dell'economia e delle finanze ....	Pag.	11
A. Le questioni in corso e le linee di indirizzo .....	»	13
I. Il contesto istituzionale ed economico .....	»	15
II. L'attività regolamentare .....	»	30
III. L'attività di vigilanza e <i>l'enforcement</i> .....	»	33
IV. Le linee di indirizzo per il 2014 .....	»	46
B. L'evoluzione del quadro di riferimento .....	»	57
I. I mercati azionari .....	»	59
II. I mercati non azionari .....	»	73
III. Le società non finanziarie .....	»	92
IV. Le banche e le assicurazioni .....	»	108
V. Le famiglie e il risparmio gestito .....	»	122
VI. Il quadro normativo comunitario .....	»	140
C. L'attività della Consob .....	»	167
I. La vigilanza sui mercati .....	»	169
II. La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione .....	»	203
III. La vigilanza sull'informativa societaria .....	»	229
IV. La vigilanza sugli intermediari .....	»	266
V. L'attività ispettiva e i provvedimenti sanziona- tori .....	»	281
VI. L'attività regolamentare .....	»	292
VII. I controlli giurisdizionali sull'attività della Con- sob .....	»	304
VIII. La gestione interna, le relazioni con l'esterno e l'attività internazionale .....	»	313
Note metodologiche .....	»	331
Indice generale .....	»	339

## INDICE DEI RIQUADRI

1. L'attività economica nell'Area euro .....	Pag.	61
2. I flussi finanziari delle imprese italiane .....	»	102
3. La <i>financial literacy</i> in Italia. Evidenze dall'indagine su « <i>L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane</i> » .....	»	130
4. La ricognizione della microstruttura delle infrastrut- ture di negoziazione in Italia .....	»	178
5. Il codice identificativo LEI ( <i>legal entity identifier</i> ) .	»	188
6. L'esame delle misure di prevenzione degli abusi di mercato adottate dagli emittenti italiani .....	»	192
7. L'analisi degli organi di amministrazione delle so- cietà appartenenti al Ftse Mib .....	»	208
8. La prescrizione dell'illecito derivante dalla viola- zione dell'art. 120 del Tuf .....	»	216
9. L'operazione di salvataggio di Prelios Spa .....	»	250
10. La vigilanza sull'informativa contabile del settore bancario .....	»	264
11. Il regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di <i>start-up</i> innovative tramite portali <i>online</i> .	»	293



## *Ministero dell'Economia e delle Finanze*

Ai sensi dell'art. 1, comma 13, del decreto legge 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 2013, per il successivo inoltro al Parlamento.

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 2013 e si prefigurano le linee strategiche lungo le quali si muoverà l'attività futura; nella seconda viene descritta l'evoluzione del quadro di riferimento relativamente ai mercati, alle società non finanziarie quotate, agli intermediari bancari e assicurativi e alle famiglie; la terza parte offre una panoramica sull'attività complessiva di vigilanza e di *enforcement* svolta dalla Consob nel corso dell'anno di riferimento. La relazione offre alcuni spunti per formulare osservazioni su diversi aspetti del settore finanziario. Si ritiene opportuno però concentrare l'attenzione su un numero ristretto di temi, sia di carattere generale che specifico, che possono essere di maggior interesse per l'attività del Parlamento.

### **1. La revisione della normativa nazionale e la semplificazione degli obblighi nel settore finanziario**

La relazione della Consob segnala la necessità di una revisione sistematica della normativa nazionale in materia di diritto finanziario e societario per aggiornare, semplificare e razionalizzare in particolare la disciplina per le società quotate. Più in generale, anche da parte del settore privato, è stata segnalata l'opportunità di eliminare o quantomeno di ridurre alcuni oneri aggiuntivi che la normativa italiana impone agli operatori rispetto a quella europea (il c.d. *goldplating*), nella prospettiva di realizzare un'effettiva parità di trattamento con i concorrenti

a livello europeo (c.d. *level playing field*) e di applicare a tutti i soggetti che svolgono l'attività nell'Unione europea un unico sistema di regole (c.d. *single rule book*).

Si tratta di obiettivi senz'altro condivisibili che devono essere perseguiti tenendo presente l'esigenza di non ridurre il livello di protezione per gli investitori e senza dimenticare che misure più stringenti di quelle comunitarie possono essere talvolta necessarie e giustificate dal contesto nazionale. Va inoltre ricordato che alcune soluzioni più avanzate stabilite in passato a livello italiano sono state poi seguite e adottate a livello europeo, come è di recente avvenuto con la revisione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (cd. MiFID 2) che ha previsto l'obbligo di trasparenza pre-negoziazione per gli strumenti diversi dalle azioni, già introdotto in Italia in base ad una previsione facoltativa della direttiva MIFID 1 (direttiva 2004/39/CE).

Per quanto riguarda più specificamente la proposta di una revisione sistematica della normativa bancaria, finanziaria e assicurativa contenuta nei testi unici bancario (TUB) e finanziario (TUF) e nel Codice delle Assicurazioni, che da più parti viene avanzata, si segnala che tale intervento può essere realizzato ma è necessario tenere conto del fatto che la gran parte delle disposizioni nazionali derivano da norme comunitarie oggetto di revisione da parte del Legislatore europeo. Per altro, la fonte del diritto comunitario, per una parte preponderante delle materie anzidette, non è più la direttiva bensì il regolamento direttamente applicabile senza necessità di recepimento normativo a livello domestico. Pertanto, intere parti dei Testi unici anzidetti vengono abrogate e non più sostituite con altre disposizioni nazionali in quanto le materie sono disciplinate in via diretta dai regolamenti dell'UE (è il caso ad esempio del nuovo Regolamento UE in materia di requisiti di capitale per gli enti creditizi o del nuovo Regolamento UE sui mercati degli strumenti finanziari). In verità, la revisione sistematica del *corpus* normativo sta emergendo come esigenza anche a livello di legislazione europea.

## **2. Attrattività del mercato italiano e il finanziamento delle imprese**

Si ritiene utile portare all'attenzione del Parlamento una serie di possibili iniziative per rendere il mercato italiano dei capitali maggiormente attrattivo per gli investitori anche esteri e per favorire canali di finanziamento per le imprese alternativi al tradizionale credito bancario. In tale ambito il Governo sta lavorando anche sulla base delle proposte avanzate dal Gruppo di Lavoro coordinato dalla Consob, a cui hanno partecipato Borsa Italiana S.p.A., ABI, AIFI, Assirevi, Assogestioni, Assosim, Confindustria, Fondo Italiano di investimento SGR S.p.A., Fondo Strategico Italiano S.p.A., Università Bocconi, Fondazione Respubblica.

Nel marzo del 2013 il Gruppo di Lavoro ha dato vita al progetto “Più Borsa” attraverso la sottoscrizione di un Memorandum d’intesa con un duplice obiettivo: (i) assistere le imprese di piccola e media dimensione (PMI) nella ricerca di risorse finanziarie per sostenere progetti di sviluppo in un percorso di apertura al mercato del capitale di rischio e (ii) incrementare l’interesse degli investitori istituzionali nei confronti delle PMI.

Tra i fattori interni che frenano la propensione delle aziende verso il mercato dei capitali si evidenziano: la diffidenza delle imprese nei confronti di un mercato non sufficientemente liquido; l’onerosità degli adempimenti collegati e conseguenti alla quotazione; la contrarietà dei soci fondatori all’allargamento degli assetti proprietari.

Tra i fattori esterni che incidono sull’insufficiente sviluppo del mercato dei capitali italiano è stata individuata la scarsa presenza, rispetto a mercati esteri più competitivi, di investitori istituzionali operativi sul mercato secondario azionario e in particolare di fondi comuni specializzati in investimenti in titoli *small cap* e/o neo-quotati, nonché di soggetti specializzati nella prestazione di servizi di *listing* e di servizi connessi alla fase di permanenza alla quotazione rivolti agli emittenti PMI.

Le iniziative previste nel Memorandum d’intesa hanno per oggetto i seguenti ambiti:

- promozione delle attività di *education* e *scouting*, rivolte alla ricerca e alla selezione delle migliori imprese potenzialmente quotabili;
- trasparenza nella definizione dei servizi di consulenza e assistenza nel processo di *listing*;
- strutturazione di un mercato per le PMI e servizi connessi alla permanenza nelle negoziazioni;
- sviluppo dell’*asset management* dedicato alle PMI.

Il Gruppo di Lavoro “Più Borsa” ha individuato diverse proposte operative che riguardano, l’individuazione di semplificazioni normative per rilanciare la quotazione in borsa delle PMI.

Si tratta, in alcuni casi, di semplificazioni permanenti e in altri casi di semplificazioni temporanee per un primo periodo post quotazione (c.d. *grace period*) volto a facilitare l’acclimatamento delle neo-quotate alla disciplina che caratterizza la quotazione in un mercato regolamentato.

Una proposta di particolare interesse in materia di struttura del capitale sociale e contendibilità del controllo, riguarda la possibile introduzione nel nostro ordinamento di azioni a voto multiplo. Al riguardo, il Gruppo di Lavoro “Più Borsa” evidenzia la riluttanza degli imprenditori-soci di controllo a diluire eccessivamente la propria partecipazione in fase di offerta pubblica iniziale (IPO - *initial public offering*) per il timore di perdere il controllo della società. In particolare, soprattutto con riferimento alle società a controllo familiare, gli azionisti di controllo tendono a mantenere una partecipazione ben superiore alla maggioranza assoluta del capitale, riducendo, conseguentemente, la quota destinata al mercato; tale fenomeno si registra anche con riferimento alle operazioni di aumento di capitale successive alla quotazione. Uno degli strumenti utili a vincere tali resistenze potrebbe essere l'adozione di categorie di azioni con diritti di voto differenziati, seguendo una prassi sempre più diffusa in vari paesi.

Alcune legislazioni degli Stati membri dell'UE adottano in linea di massima il principio “un'azione- un voto”, mentre altre contemplano la possibilità del voto plurimo con alcuni correttivi in ragione delle diverse peculiarità nazionali. Le azioni a voto plurimo sono diffuse prevalentemente in Francia, Svezia, Finlandia, Danimarca, Olanda, Polonia, oltre che in alcuni paesi extra-UE come negli Stati Uniti e Giappone. Sono poco diffuse in UK e sono espressamente vietate, oltre che in Italia, in Germania.

Il Gruppo di Lavoro Più Borsa propone di abrogare il divieto di emissione delle azioni a voto multiplo (art. 2351, comma 4 cod. civ) consentendo a tutte le società per azioni di prevedere in via statutaria classi multiple di azioni con voto differenziato entro limiti fissati dal legislatore.

Ulteriore proposta, a seguito di un'analisi comparata delle esperienze anglosassoni (UK e USA) e francesi concerne la previsione di incentivi fiscali alla quotazione a beneficio delle imprese e degli investitori (suddivisi tra *equity investor*, persone fisiche, investitori istituzionali quali fondi pensione e fondi comuni di investimento).

Tali incentivi sono ipotizzati tenendo conto delle varie fasi connesse al processo di quotazione e alla successiva permanenza in borsa (fase pre-quotazione; quotazione, *grace period* post IPO; negoziazione post *grace-period*).

Su tali proposte sta lavorando il Ministero per definire i possibili interventi normativi, alcuni di quali, in tema di rilancio e sviluppo delle imprese, sono stati recentemente adottati dal Governo con il decreto legge 24 giugno 2014 n. 91, attualmente in fase di conversione.

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)

---

# RELAZIONE PER L'ANNO 2013

PAGINA BIANCA

## RELAZIONE AL MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

La relazione che segue, riferita all'anno 2013, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, 216, che prevede la trasmissione al Ministro dell'Economia e delle Finanze, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dall'Istituto, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire

PAGINA BIANCA

A.

LE QUESTIONI IN CORSO  
E LE LINEE DI INDIRIZZO

PAGINA BIANCA

# Il contesto istituzionale ed economico I

## 1 La crisi, i riflessi sui mercati finanziari e la risposta delle istituzioni

Nel 2013, i mercati delle principali economie avanzate hanno registrato un risultato complessivamente positivo, soprattutto nella seconda parte dell'anno, quando sono venute meno alcune delle incertezze che fino a quel momento avevano alimentato un andamento altalenante. La crescita economica negli Stati Uniti si è rafforzata e la Fed, di conseguenza, ha annunciato la riduzione degli acquisti di titoli (cosiddetto *tapering*) a partire dal mese di gennaio 2014. Anche i mercati azionari di Regno Unito e Giappone hanno beneficiato di una ripresa economica migliore delle aspettative. Nell'Area euro, i mercati finanziari sono stati influenzati positivamente dai segnali di modesta ripresa emersi a partire dal secondo trimestre 2013 e dal ritorno degli investitori esteri nella regione.

Nel corso del 2013, gli indici azionari sono cresciuti sia nei cosiddetti paesi core sia nei paesi periferici dell'Area euro, registrando variazioni comprese tra il 18 per cento in Francia e il 21 per cento circa in Spagna (16,6 per cento in Italia). Segnali di stabilizzazione si osservano anche sui mercati dei titoli pubblici dell'Area euro, con le curve dei rendimenti dei paesi periferici che attualmente si collocano a livelli notevolmente più bassi di quelli registrati dopo lo scoppio della crisi del debito sovrano.

All'inizio del 2014, la pubblicazione di dati congiunturali meno positivi del previsto, le incertezze legate al deflusso di capitali dai paesi emergenti e, in ultimo, le turbolenze derivanti dalla crisi ucraina hanno determinato una lieve correzione al ribasso nei mercati azionari nelle principali economie avanzate (-0,4 per cento nell'Area euro; dato al 21 marzo). Nonostante l'incremento della volatilità, gli indicatori di contagio e di fiducia desumibili dai prezzi degli strumenti finanziari segnalano un ritorno alla normalizzazione dell'andamento dei mercati, che dovrebbero ricominciare a esprimere quotazioni sempre meno condizionate dalla percezione di rischi sistemici (si vedano i Capitoli I '*I mercati azionari*' e II '*I mercati non azionari*', Parte B).

Nell'Area euro, tuttavia, il quadro resta complesso e le incertezze legate alla crescita economica elevate. L'euro forte continua a essere un rischio per la ripresa. Le differenze tra i paesi core e i paesi periferici sono

significative, con livelli di disoccupazione ancora elevati nelle aree più vulnerabili (le stime per il 2014 indicano poco più del 12 per cento in Italia e del 26 per cento in Spagna). Il risanamento dei conti pubblici è, tuttora, una importante criticità nei paesi caratterizzati da un elevato rapporto debito/Pil. La frammentazione finanziaria, seppur in diminuzione, rappresenta ancora un tema rilevante per l'Area euro, dove persiste una eterogeneità nella dinamica del credito che penalizza le economie periferiche. In un contesto di tassi di inflazione molto bassi, in parte ascrivibili alla dinamica dei prezzi dei beni energetici, resta sullo sfondo il rischio di una spirale deflazionistica.

La BCE ha tagliato i tassi di interesse due volte nel 2013 (fino allo 0,25 per cento lo scorso novembre) e ha introdotto la cosiddetta *forward guidance* nella propria strategia di politica monetaria. Al di là delle speculazioni sulle possibili opzioni attualmente praticabili, inoltre, è verosimile che i tassi di interesse restino bassi per un lungo periodo.

La politica monetaria espansiva della Banca centrale ha avuto un impatto di gran lunga più modesto rispetto a quanto osservabile negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In quei paesi, il *quantitative easing* (unitamente a bassi livelli dei tassi di interesse) ha influenzato positivamente la fiducia del settore privato e, di conseguenza, la ripresa della domanda interna, attraverso l'effetto ricchezza indotto dall'aumento dei corsi azionari e dei prezzi delle abitazioni.

In particolare, da fine 2010, anno di avvio del *quantitative easing* da parte della Fed, a fine 2013 i prezzi degli immobili residenziali negli USA hanno registrato un incremento del 12 per cento e l'indice azionario S&P500 del 43 per cento circa; nel Regno Unito i dati corrispondenti si attestano rispettivamente al 7 e 18 per cento circa (Ftse100). Dall'inizio della crisi finanziaria nel 2008, inoltre, negli USA e nel Regno Unito è stata condotta una politica di bilancio anti-ciclica che ha determinato un aumento sia del rapporto debito/Pil (rispettivamente, dal 73 per cento circa al 106 per cento a fine 2013 e dal 52 al 92 per cento) sia del deficit pubblico sino a valori massimi nel 2009 (pari, rispettivamente, al 13 per cento e all'11 per cento circa del Pil).

Nell'eurozona, per contro, i prezzi delle abitazioni sono calati a partire dalla fine del 2010 del 2,5 per cento, mentre l'indice azionario Euro Stoxx è aumentato dell'11 per cento circa. A tale dato corrisponde, tuttavia, una significativa eterogeneità tra le *performance* dei mercati azionari dei paesi dell'Area: nello stesso periodo, in Italia il Ftse Mib è sceso di circa il 6 per cento, mentre in Spagna l'Ibex35 è tornato sui livelli registrati a fine 2010; in Francia il Cac40 è cresciuto del 13 per cento, mentre di gran lunga più significativo è il dato relativo alla Germania, dove il Dax è aumentato del 38 per cento.

Nell'Area euro l'incremento della frammentazione finanziaria ha compromesso il meccanismo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria alle economie in maggiore difficoltà.

A dicembre 2013, la differenza tra i tassi di interesse bancari nei paesi periferici rispetto alla Germania oscilla tra 80 e 180 punti base rispettivamente per i finanziamenti di importo elevato e quelli minori (per l'Italia l'oscillazione è tra 80 e 130 punti base). Il ricorso al mercato obbligazionario in alternativa al credito bancario è un'opzione accessibile soprattutto alle società maggiori. L'elevato costo del credito bancario amplifica le vulnerabilità delle imprese nei paesi periferici. I dati relativi all'Area euro mostrano, infatti, che nel complesso la probabilità di fallimento delle imprese non finanziarie è positivamente correlata con condizioni di credito meno vantaggiose, in particolare con riferimento alle piccole e medie imprese.

La sostenibilità del debito continua a rappresentare una criticità rilevante per le imprese italiane: nella prima metà del 2013 circa il 50 per cento delle società quotate registra una copertura degli oneri finanziari tramite reddito operativo inferiore alla media di lungo periodo, mentre la leva finanziaria permane su livelli significativamente superiori a quelli dei *competitors* europei. Anche in termini di redditività le maggiori società quotate italiane restano fragili: nella prima metà del 2013 la percentuale di imprese che ha registrato un Ebit negativo si è attestata al 15 per cento (25 per cento a fine 2012; si veda il Capitolo III *'Le società non finanziarie'*, Parte B).

In sistemi finanziari sostanzialmente banco-centrici, come quelli dei paesi dell'Area euro, le prospettive di ripresa economica rimangono condizionate dalla situazione ancora fragile degli istituti di credito. Le ripercussioni della crisi del debito sovrano e della congiuntura economica sfavorevole, in particolare nei paesi periferici dell'Eurozona, continuano a incidere sulla redditività delle banche, mentre importanti modifiche regolamentari e di vigilanza in corso generano ulteriori fonti di incertezza (si veda il Capitolo IV *'Le banche e le assicurazioni'*, Parte B).

Attualmente i margini di redditività delle banche risultano compressi dai bassi tassi di interesse, che solo gli istituti tedeschi, inglesi e francesi, con un *business* più vicino al modello di banca universale, sono riusciti a compensare con i profitti dell'attività di trading. In Italia e Spagna gli istituti di credito continuano a registrare un aumento delle sofferenze, sebbene a un ritmo inferiore a quello del 2012. I livelli di patrimonializzazione migliorano per tutte le maggiori banche europee, ma nuovi fabbisogni di capitale potrebbero emergere in seguito all'*Asset Quality Review* (AQR) e allo *stress test* che la BCE e l'EBA si accingono a realizzare in vista dell'avvio del *Single Supervisory Mechanism* (SSM; si veda il successivo paragrafo 2).

Nel complesso le vulnerabilità dell'Area euro, soprattutto dei paesi periferici, restano significative, sebbene in questa fase prevalga un atteggiamento di ottimismo degli investitori alla luce dei modesti segnali di ripresa dell'economia reale. Inoltre, il rallentamento della congiuntura nei paesi emergenti e il ridimensionamento della politica monetaria statunitense

rendono l'Area euro un'alternativa di investimento appetibile. Il ritrovato clima di fiducia poggia anche sui segnali rassicuranti provenienti dalla BCE, con il Presidente Draghi che, all'inizio di febbraio 2014, ha ribadito l'intenzione della Banca centrale di adottare tutte le misure di politica monetaria necessarie. In questo scenario appare determinante l'impegno delle autorità nazionali e internazionali nel favorire il rapido ritorno a una crescita robusta e sostenibile (si veda il successivo paragrafo 2 per le iniziative intraprese nell'ambito della regolamentazione dei mercati finanziari).

## 2 L'evoluzione del quadro normativo europeo

La crisi finanziaria del 2008 ha dato impulso, come noto, a profondi mutamenti del quadro normativo europeo. Il Legislatore ha inteso disciplinare soggetti e attività non regolati, le cui attività possono avere importanti ricadute sistemiche (cosiddetto sistema bancario ombra), e a ridurre i margini di arbitraggio regolamentare, favorendo il concreto esplicitarsi del *level playing field*. Al contempo, la crisi del debito sovrano nell'Area euro e la recessione che ne è scaturita hanno reso evidente l'esigenza di promuovere una crescita stabile e omogenea, anche attraverso interventi regolamentari in grado di ripristinare la capacità del sistema finanziario di incanalare il risparmio verso impieghi produttivi. Nel complesso il processo di normazione europea continua a essere molto intenso, promuovendo iniziative che talvolta presentano elementi di sovrapposizione e complessità significativi. Per maggiori dettagli si veda il Capitolo VI *'Il quadro normativo comunitario'*, Parte B.

Nel corso del 2013, la Commissione europea ha pubblicato una Comunicazione in materia di *shadow banking* e una proposta di regolamento sui fondi comuni monetari; nel gennaio 2014 ha fatto seguito una proposta di regolamento delle operazioni di prestito titoli e pronti contro termine. Con la prima proposta la Commissione intende disciplinare prodotti con caratteristiche analoghe ai depositi e pertanto fortemente esposti a fenomeni di corsa allo sportello; nel secondo caso si propone di disciplinare attività tramite le quali alcune entità del sistema bancario ombra possono aumentare in tempi brevi la leva finanziaria e accedere a fonti di finanziamento.

Queste innovazioni si aggiungono ai numerosi interventi maturati nell'ultimo biennio e relativi a prodotti e soggetti del sistema bancario ombra, quali i gestori di fondi di investimento alternativi (Direttiva 2011/61/UE – AIFMD), gli *exchange traded funds* (Etf – linee guida ESMA del 2011) e le agenzie di rating (Regolamento 462/2013), la cui disciplina è stata progressivamente rivista per tenere conto del ruolo che esse rivestono nella catena di intermediazione del credito e dell'impatto che i relativi giudizi possono avere sull'andamento dei mercati finanziari. Le discipline sui fondi di

investimento alternativi e sulle agenzie di rating sono in corso di recepimento in Italia attraverso il disegno di legge 1836.

L'ampliamento dei settori regolati ha ispirato anche le modifiche apportate sia alla MiFID sia alla MAD, nell'ambito della revisione delle direttive del *Financial Services Action Plan* (FSAP), sulle quali è stato raggiunto l'accordo politico nel 2013. In particolare, la nuova MiFID disciplina una nuova tipologia di *trading venue* (cosiddetta *organised trading facility - Otf*) e i sistemi di trading ad alta frequenza, sui quali l'ESMA ha già emanato linee guida (Orientamenti in tema di 'Sistemi e controlli in un ambiente di negoziazione automatizzato per piattaforme di negoziazione, imprese di investimento e autorità competenti', del 22 dicembre 2011) alla cui definizione Consob ha partecipato attivamente. Verranno, inoltre, rafforzati il regime di trasparenza delle negoziazioni dei prodotti *non equity* (in linea con la posizione già adottata dalla Consob in sede domestica) e i meccanismi di pubblicazione e consolidamento delle informazioni.

Per quanto concerne la revisione della disciplina degli abusi di mercato, si segnala l'estensione dell'ambito di applicazione alle nuove *trading venues* e al mercato delle merci, l'introduzione di riferimenti al trading ad alta frequenza e alla manipolazione dei benchmark, una disciplina *ad hoc* per il *market sounding* e un sistema per incentivare la segnalazione di operazioni potenzialmente abusive alle autorità di vigilanza. Il nuovo Regolamento MAR prevede, inoltre, un regime delle sanzioni amministrative volto a superare le attuali divergenze nazionali. Al contempo, tuttavia, è stata accordata agli Stati membri la facoltà di non introdurre dette sanzioni laddove la medesima violazione sia punita penalmente. La Direttiva MAD2, comunque, armonizzerà anche il regime delle sanzioni penali applicabili a fronte di abusi di mercato.

Ulteriori iniziative, adottate di recente in risposta alla crisi finanziaria, sono quelle relative alle vendite allo scoperto, posizioni corte e *clearing* dei derivati *over the counter* (Otc). È, inoltre, in corso la definizione di una disciplina armonizzata in materia di controparti centrali, per la quale è stato raggiunto un accordo politico a dicembre 2013.

La centralità delle banche sia nella crisi globale del 2008 sia nella crisi del debito sovrano dell'Area euro ha stimolato numerose iniziative, volte a rafforzare la stabilità del sistema finanziario attraverso interventi sulle caratteristiche strutturali degli enti creditizi, l'adeguatezza delle relative risorse patrimoniali e l'intensità del legame con il rischio sovrano.

In materia di struttura del settore bancario, la Commissione europea ha pubblicato, nel gennaio 2014, una proposta di Regolamento sulle misure strutturali volte ad accrescere la resilienza degli enti creditizi nella UE attraverso la segregazione delle attività di trading dalle altre attività bancarie.

Tale documento riprende la proposta Liikanen dell'ottobre 2012 e si colloca nell'ambito di iniziative analoghe intraprese negli USA e nel Regno Unito (note,

rispettivamente, come Volcker Rule e *ringfencing* di cui al Vickers Report). La proposta di separazione impedirebbe che le garanzie di cui beneficiano i depositi bancari possano estendersi alle più rischiose attività di trading, contribuendo pertanto a contenere comportamenti di azzardo morale da parte delle banche. Inoltre, potrebbe incentivare la ripresa dell'erogazione del credito all'economia, penalizzata dal ruolo crescente delle operazioni finanziarie puramente speculative.

Il processo di riforma si prefigura, tuttavia, complesso, data la rilevanza dei temi dibattuti, tra i quali la definizione dell'ambito di applicazione, il grado di discrezionalità da riconoscere alle autorità nazionali e il tipo di separazione (legale, economica, operativa o di *governance*) da attuare.

Nel corso del 2013 sono proseguiti, inoltre, i processi di riforma tesi alla costituzione di un'unione bancaria europea, fondata da un lato sul progetto di supervisione bancaria unica e, dall'altro, sull'istituzione di un sistema europeo di garanzia dei depositi e un meccanismo comune di intervento e risoluzione delle crisi bancarie.

In particolare, il Regolamento europeo 1024/2013, entrato in vigore il 3 novembre 2013, istituisce un meccanismo di supervisione unico per l'Area euro (SSM) che, a partire da novembre 2014, assegna competenze di vigilanza bancaria alla BCE sugli istituti di credito di maggiori dimensioni.

Il passaggio delle competenze di vigilanza prudenziale dalle autorità nazionali alla BCE sarà preceduto dalla valutazione del profilo di rischio e dell'adeguatezza patrimoniale di tutti gli istituti coinvolti (*Balance Sheet Assessment* - BSA). Tale attività consisterà nella verifica della qualità degli attivi (*Asset Quality Review* - AQR) e in uno stress test che sarà condotto dall'EBA al termine dell'AQR.

Nel dicembre 2013, inoltre, è stato raggiunto un accordo, in sede di Consiglio europeo, sul meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie (*Single Resolution Mechanism* - SRM), la cui approvazione definitiva è attesa entro marzo 2014. L'autorità competente nella gestione delle crisi bancarie sarà costituita da rappresentanti delle autorità nazionali e agirà su impulso della BCE. Il meccanismo unico di risoluzione si applicherà a tutte le banche soggette alla vigilanza prudenziale della Banca centrale ed entrerà in vigore il 1° gennaio 2015, mentre le funzioni di salvataggio e risoluzione diventeranno operative a partire dal 1° gennaio 2016.

L'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority* - EBA) continuerà ad avere compiti regolamentari per l'intera Unione e, pertanto, proseguirà nell'attività di predisposizione del cosiddetto *single rule book*.

Nel corso del 2013 sono state emanate anche disposizioni che recepiscono i nuovi requisiti patrimoniali e di liquidità dettati dal Comitato di Basilea, ossia la Direttiva 2013/36/UE e il Regolamento 575/2013 (cosiddetto pacchetto CRD IV), in corso di recepimento nell'ordinamento domestico. In

quest'ambito, la Consob ha contribuito al processo di revisione organica della materia delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal Tuf in armonia con i criteri di fondo risultanti dalla stessa Direttiva. Alcuni profili della CRD IV si applicano anche alle imprese di investimento come definite dalla Direttiva MiFID. Le nuove regole, inoltre, hanno rafforzato aree della regolamentazione dell'intermediazione finanziaria ulteriori rispetto a quelle toccate dal Comitato di Basilea, con particolare riguardo alla disciplina in materia di *corporate governance*, di politiche di remunerazione e di sanzioni.

Particolarmente significative sono le norme in materia di remunerazione che, pur non innovando radicalmente i principi preesistenti, determinano comunque taluni cambiamenti di rilievo (ad esempio, introducono un limite massimo al rapporto tra la componente variabile e quella fissa della remunerazione, potenziano i meccanismi di aggiustamento per i rischi *ex post*, prevedono limiti alle remunerazioni variabili nel caso in cui le banche non rispettino specifici requisiti di capitale, etc.). Tali norme si aggiungono agli Orientamenti e raccomandazioni ESMA relativi alle politiche e prassi di remunerazione ai sensi della Direttiva MiFID, pubblicati nel mese di giugno 2013 (si veda oltre).

L'innalzamento dei requisiti di capitale, pur necessario ai fini del contenimento dell'azzardo morale e dei costi collettivi di fallimento delle banche, ha riproposto il tema della pro-ciclicità della regolamentazione microprudenziale e del suo impatto sull'erogazione del credito, solo in parte moderato dall'adozione di alcuni correttivi (quali, ad esempio, la riduzione dell'assorbimento di patrimonio associato alle esposizioni verso le piccole-medie imprese e la gradualità di applicazione di talune norme).

Al contempo, gli sviluppi della crisi dell'Area euro e l'esigenza di promuovere una crescita stabile e omogenea dei paesi membri hanno stimolato, tra le altre cose, un ripensamento più ampio del ruolo dei mercati, degli intermediari e della relativa regolamentazione e vigilanza. È in questa direzione che si muovono il *Libro Verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea* della Commissione Europea, del marzo 2013, e altre iniziative tra cui quella del *Financial Stability Board* (FSB) che nel febbraio 2013 ha pubblicato un'analisi sul medesimo tema (*Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance*).

Il Libro Verde riconosce la necessità di monitorare l'effetto combinato delle riforme che hanno interessato o interesseranno tutte le istituzioni finanziarie (inclusa la cosiddetta *Solvency II*, relativa alle compagnie di assicurazione, e la cosiddetta *IORP II*, relativa agli enti pensionistici aziendali e professionali), al fine di evitare che un'enfasi eccessiva e simultanea sui requisiti di liquidità e sulla volatilità di breve periodo scoraggi gli investimenti di lungo termine. Al tempo stesso, individua una serie di possibili aree di intervento, tra cui il potenziamento dell'efficacia e dell'efficienza dei mercati finanziari nell'offrire strumenti di finanziamento a lungo termine, in modo da sopperire alla contrazione del credito bancario.

La produzione normativa più recente in materia di mercati finanziari tiene conto, per certi aspetti, dell'esigenza di sostenere la crescita. Le innovazioni alla disciplina MiFID, oltre a favorire lo sviluppo dei mercati obbligazionari mediante il già ricordato rafforzamento della trasparenza delle negoziazioni, introducono i cosiddetti '*SME Growth Markets*', sistemi multilaterali di negoziazione dedicati alle piccole e medie imprese (Pmi) e caratterizzati da un assetto più flessibile e meno oneroso dal punto di vista dei costi amministrativi rispetto alle altre *trading venues*.

Nel luglio 2013, inoltre, sono entrati in vigore i Regolamenti 345 e 346, che dettano rispettivamente la disciplina dei Fondi Europei per il *Venture Capital* (EuVECA) e dei Fondi Europei per l'Imprenditoria Sociale (EuSEF). Si tratta di fondi che non rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva AIFMD e per i quali si vuole introdurre un regime agevolato al fine di favorire investimenti transfrontalieri in Pmi europee di nuova costituzione, ovvero impegnate in attività a sfondo sociale. Inoltre, specifici regimi sono stati proposti dalla Commissione europea per fondi d'investimento a lungo termine (cosiddetti ELTIF) diretti al pubblico degli investitori.

La nuova disciplina potrebbe incentivare una più ampia raccolta di masse gestite da veicolare verso investimenti connotati da profili di liquidità e di rischio più accentuati rispetto ai tradizionali fondi UCITS. Infatti, i fondi EuVECA ed EuSEF e, in generale, gli Oicr alternativi possono operare su qualsiasi tipo di strumento finanziario e non sono ancorati al rispetto dei limiti di eleggibilità e di concentrazione fissati dalla disciplina UCITS.

Nel corso del 2013 si sono registrati ulteriori sviluppi del *corpus* normativo volti al potenziamento della protezione degli investitori e degli strumenti che essi hanno a disposizione per formulare scelte di investimento consapevoli.

La trasparenza informativa è da sempre intesa come il primo presidio utile a ridurre le asimmetrie informative tra emittenti/offertenti di strumenti finanziari e investitori *retail*. In un contesto di libera circolazione nel mercato unico europeo, inoltre, è importante assicurare che le informazioni rese tramite prospetto siano complete e comparabili.

Negli ultimi anni si sono registrati progressi significativi in questa direzione, con la revisione delle direttive europee in materia di prospetti informativi e fondi comuni di investimento (di cui, rispettivamente, al Regolamento 486/2012 e al Regolamento 583/2010) che ha portato a una forte armonizzazione del quadro regolamentare e delle prassi di vigilanza (*in primis* con la costituzione di un *data hub* a livello ESMA che consente di visualizzare tutti i prospetti informativi approvati dalle singole autorità nazionali).

In questo quadro si inseriscono i lavori, proseguiti nel 2013, sulla proposta di regolamento della Commissione Europea in materia di informazioni-chiave (KID) per l'offerta al pubblico di prodotti 'preassemblati'

destinati a investitori al dettaglio (cosiddetti PRIIPs), attualmente nella fase dei Triloghi istituzionali.

La proposta prevede regole uniformi in materia di trasparenza e obblighi di informazione nei confronti degli investitori *retail*. In particolare, essa disciplina formato e contenuto del *key information document* (KID), che dovrebbe essere redatto dal *manufacturer* del prodotto e che dovrebbe essere consegnato agli investitori *retail* a cura dell'intermediario distributore, ovvero da chi presta consulenza in relazione al prodotto medesimo.

Le soluzioni tratteggiate nel corso dei lavori vanno nella direzione, auspicata anche dalla Consob, di un ampliamento dell'ambito di applicazione del Regolamento, al fine di garantire la comparabilità di prodotti dal contenuto economico simile ma con diversa veste giuridica e di contenere possibili arbitraggi normativi. In particolare, si sta valutando l'inclusione degli strumenti emessi da società veicolo, degli *'insurance-based investment products'* così come definiti nell'ambito della MiFID *Review* nonché di alcune forme di fondi pensione.

Sono altresì significative le innovazioni registrate nell'ambito della revisione della MiFID volte a rafforzare i presidi di tutela degli investitori, attraverso l'introduzione della consulenza indipendente, di misure di *product governance* e di *product intervention*.

Le innovazioni in materia di consulenza confermano la tipizzazione, entro l'alveo del servizio di consulenza, della *species* 'consulenza indipendente'. L'attività di consulenza, in tale configurazione, potrà favorire, anche in ragione del divieto di *inducements* e della necessità di valutare un insieme ampio di prodotti, un migliore allineamento alle esigenze della clientela e un effettivo passaggio da una logica di 'prodotto' a una logica di 'servizio' reso nel miglior interesse degli investitori.

Le misure di *product governance* mirano a rafforzare i presidi volti a disincentivare la strutturazione e la vendita di prodotti finanziari eccessivamente rischiosi o complessi. Gli intermediari, in particolare, dovranno svolgere valutazioni di coerenza dei prodotti rispetto ai bisogni e alle caratteristiche della clientela sin dalla fase della loro ideazione. Gli intermediari che si occupano della distribuzione dei prodotti, saranno tenuti ad acquisire tutte le informazioni necessarie per comprenderne pienamente le caratteristiche e poterli vendere nel miglior interesse dei clienti.

Infine, importanti novità si registrano anche in tema di vigilanza sugli strumenti finanziari, a seguito dell'attribuzione alle autorità nazionali e all'ESMA del potere 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 (cosiddetta *product intervention*).

Nel mese di giugno 2013 sono stati, inoltre, pubblicati Orientamenti e raccomandazioni ESMA relativi alle politiche e prassi di remunerazione ai sensi della Direttiva MiFID (*Guidelines on remuneration policies and practices*

*MiFID*), applicabili ai soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento.

Il documento sottolinea l'importanza di orientare le politiche di remunerazione secondo criteri in grado di assicurare il perseguimento del miglior interesse dei clienti e detta, inoltre, indirizzi interpretativi in merito al processo di elaborazione delle politiche e delle prassi retributive, alla struttura dei compensi e all'azione di controllo da parte delle autorità di vigilanza.

Nel 2013 sono giunti a compimento anche alcuni processi normativi in materia di emittenti. Nel novembre 2013 è entrata in vigore la 'Direttiva di modifica alla Direttiva *Transparency*' (Direttiva 2013/50/UE), che si pone il duplice obiettivo di favorire una migliore armonizzazione degli obblighi di trasparenza sulle partecipazioni rilevanti e di estenderne l'ambito applicativo a «tutti gli strumenti con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisizione».

Con riguardo al primo aspetto, la disciplina italiana prevede obblighi di comunicazione per coloro che partecipano in un'emittente azioni quotate in misura superiore al due per cento. Si tratta della soglia più bassa in Europa, introdotta sfruttando i margini di *gold plating* lasciati dalla Direttiva *Transparency*, che pur fissando la soglia minima al 5 per cento permette agli Stati membri di prevedere soglie minori. Con riferimento all'estensione dell'ambito applicativo ai derivati che consentono di acquisire il possesso di azioni, la scelta del Legislatore è ampiamente condivisibile. La Direttiva *Transparency* già aveva introdotto obblighi di comunicazione relativi ai derivati con consegna fisica. La Consob ha di recente esteso tali doveri anche ai derivati che prevedono un regolamento in contanti, per tenere conto della rilevanza che tali strumenti hanno assunto in alcune vicende societarie, permettendo alla parte lunga di acquisire in modo non trasparente partecipazioni elevate in società quotate mediante il possesso delle azioni sottostanti.

La proposta di riforma della revisione contabile, avviata dalla Commissione europea nel 2011, concluderà nel 2014 il suo iter legislativo, con l'approvazione da parte del Parlamento europeo dei testi finali oggetto di un lungo negoziato.

Le regole in materia di revisione ne escono rafforzate sotto molti punti di vista: viene facilitata la libera prestazione dei servizi di revisione nel mercato unico europeo; vengono armonizzate le regole tecniche per lo svolgimento della revisione; migliora la comunicazione con il pubblico attraverso un nuovo modello di *auditor reporting*; si rafforza il sistema sanzionatorio. Inoltre, le nuove norme sull'indipendenza dei revisori degli enti di interesse pubblico (tema lungamente dibattuto tra i paesi membri), innovano profondamente la regolamentazione, segnando un deciso passo in avanti rispetto al passato.

Nel corso del 2013 è stato pubblicato dal *Takeover bids network* dell'ESMA un *public statement* con cui si forniscono informazioni sulla nozione di azione di concerto ai sensi della disciplina Opa. Tale disciplina

appare sostanzialmente in linea con gli orientamenti già maturati dalla Consob in materia.

Il *public statement* contiene una *white list*, ossia un elenco di situazioni e/o attività che di per sé non verranno considerate quali azioni di concerto da parte delle autorità di vigilanza competenti. Sul tema la Consob era già intervenuta in occasione del recepimento della Direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio (art. 44-*quater*, Regolamento Emittenti).

Nel 2013, infine, è stata presentata dal Parlamento europeo la proposta di direttiva riguardante il miglioramento dell'equilibrio di genere fra gli amministratori senza incarichi esecutivi delle società quotate in borsa.

Diversamente dalla normativa dettata dal Tuf in materia di equilibrio di genere nella composizione degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate, la proposta di direttiva non stabilisce nell'immediato una quota minima obbligatoria da riservare al genere meno rappresentato, ma prevede che il riequilibrio dei generi, da realizzare entro il 1° gennaio 2020, sia perseguito tramite procedure di scrutinio comparativo dei candidati che dovrebbero portare in maniera naturale e fisiologica al riequilibrio stesso.

La proposta della Commissione europea permette agli Stati membri di prevedere che l'obiettivo dell'equilibrio tra generi sia raggiunto quando gli appartenenti al sesso sotto-rappresentato occupano almeno un terzo di tutti i posti di amministratore. Alla luce della normativa italiana in materia di equilibrio tra generi, che riserva un terzo degli amministratori eletti al genere meno rappresentato, l'Italia potrebbe quindi avvalersi dell'ipotesi di esenzione prevista dalla Direttiva stessa.

\* \* \* \* \*

Il flusso continuo di nuove norme europee (a cogenza differenziata), benché rispondenti a finalità condivisibili, rischia di creare un vero e proprio 'puzzle' regolamentare, di difficile lettura e di ostacolo al coordinamento dei poteri e delle competenze delle autorità dei diversi paesi.

Va, peraltro, ricordato che il processo di normazione europea si realizza sempre tramite forme di consultazione allargata a tutti gli *stakeholders* (tra cui i consumatori) e l'effettuazione di analisi d'impatto, al fine di assicurare buoni standard qualitativi in conformità ai principi di *better regulation*. Tuttavia, ove non venga valutato il generale piano delle regole esistenti, emerge il rischio di aumentare la complessità (e l'opacità) delle discipline, condizione questa potenzialmente idonea a disincentivare la propensione agli investimenti.

La razionalizzazione e la semplificazione normativa del diritto europeo dei mercati rappresenta, pertanto, un obiettivo di grande rilevanza, che dovrebbe sfociare nella realizzazione di un quadro regolamentare più armonizzato (cosiddetto *single rule book*).

Un esempio degli effetti del fenomeno di *overflow* normativo europeo si può cogliere con riguardo ai fondi comuni d'investimento non armonizzati. Come già ricordato, all'AIFMD, che disciplina i gestori di fondi di investimento 'alternativi' (fondi *hedge*, immobiliari, di *private equity*, aperti non armonizzati), sono seguiti due distinti Regolamenti sui gestori dei fondi europei per il *venture capital* e per l'imprenditoria sociale. Inoltre, specifici regimi sono stati proposti dalla Commissione europea per fondi d'investimento a lungo termine (Eltif) e per i fondi d'investimento del mercato monetario. Sebbene gli obiettivi che giustificano tali iniziative siano condivisibili, le soluzioni tecnico-giuridiche adottate comportano una crescente compartimentazione e specializzazione della disciplina di settore, foriera di creare un quadro normativo disomogeneo e frammentato, con ricadute in termini di complessità sia per gli operatori finanziari sia per le autorità di vigilanza.

All'esigenza di rendere omogenee le regole e di contenere gli arbitraggi normativi, il Legislatore europeo ha risposto negli ultimi anni con l'emanazione di direttive di armonizzazione massima e connotate dal divieto di *gold plating* (ossia il divieto per i paesi membri di introdurre 'regole aggiuntive'), che devono essere recepite dagli ordinamenti nazionali, e regolamenti direttamente applicabili negli ordinamenti domestici.

Il frequente uso di regolamenti quale strumento di armonizzazione massima, pur avendo il pregio di assicurare l'adozione delle medesime regole in tutti i paesi dell'Unione, non risolve il problema della complessità del quadro normativo. I regolamenti, infatti, si inseriscono in genere in una disciplina preesistente, rappresentata da un sistema di norme europee e di regole nazionali.

### 3 Gli assetti di vigilanza

La Consob partecipa, come noto, al Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), operativo dal 2011, che comprende tre Autorità europee (ESAs), la *European Banking Authority* (EBA), la *European Insurance and Occupational Pension Authority* (EIOPA) e la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) con competenze, rispettivamente, nei settori delle banche, compagnie di assicurazione e mercati mobiliari.

L'ESMA svolge un ruolo importante nella regolamentazione di settore, con responsabilità consultive e propositive nei confronti della Commissione europea in sede di emanazione di standard normativi e misure di attuazione delle disposizioni legislative (cosiddetto livello 2).

Nonostante le regole siano sempre più di matrice europea, la vigilanza nel settore dei mercati degli strumenti finanziari resta, tuttavia, decentrata a livello nazionale. Non mancano alcuni rilevanti esempi di vigilanza diretta da parte dell'ESMA, ad esempio nel caso di soggetti con operatività *cross-country* (agenzie di rating e *trade repository*), ovvero a

fronte di fenomeni che possono essere fonte di rischio sistemico (*short selling*). Si tratta, comunque, di un approccio modulare che non ha finora consentito una significativa armonizzazione.

L'ESMA ha il compito, inoltre, di favorire la convergenza delle pratiche di vigilanza tra le autorità nazionali e il loro coordinamento a fronte di attività transfrontaliere. È questo probabilmente il ruolo più arduo, stanti le differenti tradizioni e il diverso grado di sviluppo dei mercati nazionali, la tendenziale resistenza delle autorità a modificare le proprie prassi e gli strumenti limitati a disposizione dell'ESMA stessa. L'Autorità europea, infatti, può ricorrere solo a misure di *soft law*, quali l'emanazione di linee guida soggette a mero *comply or explain*. Tali limitazioni si spiegano anche alla luce del fatto che, a differenza della BCE, l'ESMA non è stata istituita ai sensi del Trattato UE. Peraltro, non tutte le autorità nazionali garantiscono un'effettiva e coerente applicazione delle linee guida, come si evince dalle revisioni in parallelo delle discipline nazionali (*peer review*) condotte dall'ESMA negli ultimi anni. La mancata centralizzazione della vigilanza finisce, in molti casi, per avvantaggiare coloro che fanno ricorso a prassi meno scrupolose.

Al fine di conseguire un'effettiva armonizzazione delle pratiche di vigilanza e, al contempo, una significativa semplificazione istituzionale e di prassi operative, si potrebbe ipotizzare l'avvio di una *financial union* che assegni a un'Autorità europea un ruolo più forte in materia sia di regolamentazione sia di vigilanza.

La revisione della struttura delle Autorità europee e del sistema di vigilanza europeo nel suo complesso, prevista dalle disposizioni legislative istitutive del SEVIF, potrebbe costituire l'occasione per agire in tale direzione.

In data 11 marzo 2014 il Parlamento europeo ha approvato una risoluzione con la quale invita la Commissione europea a presentare, entro il 1° luglio 2014, una proposta di legge per la revisione del sistema europeo di *financial supervision*, che tenga conto dell'esperienza fino a ora maturata dalle ESAs. In tale occasione, si potrà utilmente ipotizzare una progressiva centralizzazione della vigilanza finanziaria.

Quanto al perimetro al quale estendere la centralizzazione di vigilanza finanziaria, l'esperienza maturata dalla Consob ha evidenziato che ogni singola area mostra necessità di coordinamento internazionale differenti.

In particolare, tale esigenza è più marcata con riferimento ai mercati, per i quali, come si è già ricordato, il ruolo dell'ESMA è stato rafforzato. In materia di emittenti quotati, la centralizzazione della vigilanza appare, invece, prematura. Specie nell'ambito della *corporate governance*, è ancora necessaria, infatti, una armonizzazione normativa maggiore di quella attuale.

L'attuale assetto di vigilanza, basato su un modello di tipo settoriale, non tiene conto della natura *cross-sector* dei mercati e delle istituzioni finanziarie. Sarebbe auspicabile rivedere tale architettura, a favore di un

approccio cosiddetto *'twin peaks'*, ovvero un modello di tipo funzionale, con un'autorità responsabile della vigilanza microprudenziale e un'altra della vigilanza sui comportamenti, in linea con quanto avviene nei principali paesi europei. Un tale modello ridurrebbe i rischi di arbitraggio regolamentare tra diversi tipi di istituzioni finanziarie, in quanto le medesime regole di comportamento si applicherebbero a tutti i soggetti che svolgono la stessa attività, indipendentemente dalla loro natura.

\*\*\*\*\*

Una compiuta attuazione del modello *twin peaks* sarebbe auspicabile anche nel contesto italiano, dove ancora permane una ripartizione delle competenze tra Consob e Banca d'Italia foriera di complessità e sovrapposizioni.

In particolare, il riparto delle competenze in materia di risparmio gestito meriterebbe una rivisitazione sistematica, poiché i profili di attenzione per la vigilanza dell'*asset management* sono riferibili soprattutto, se non esclusivamente, a correttezza e trasparenza dei comportamenti, piuttosto che alla stabilità del soggetto che presta il servizio di gestione collettiva del risparmio.

In questo tipo di attività, infatti, non si realizza un'intermediazione finanziaria in senso stretto, con tutte le conseguenze in termini di rischio di insolvenza, di tutela dei creditori dell'intermediario e della stabilità del sistema finanziario. La separazione contabile e patrimoniale dei portafogli gestiti fa sì che il rischio dell'investimento venga trasferito direttamente sull'investitore e non permanga in capo all'intermediario.

L'attuale impostazione del Tuf, invece, risente di una dilatazione del concetto di *'sana e prudente gestione'*, che è andato oltre quanto previsto dalla disciplina comunitaria.

Sarebbe altresì opportuno rivedere anche la disciplina complessiva dell'autorizzazione dei servizi di investimento, accordando all'Istituto un maggior coinvolgimento sia per quanto concerne l'autorizzazione degli enti creditizi alla prestazione dei servizi di investimento sia – più in generale – nel settore della *governance* degli intermediari, oggi ad appannaggio principalmente della Banca d'Italia.

Si tratta di un'anomalia evidenziata dallo stesso Fondo Monetario Internazionale (FMI) nell'*assessment* sul sistema finanziario italiano del dicembre 2013. In particolare, l'FMI ha sottolineato l'importanza della previsione di un parere obbligatorio della Consob per quanto riguarda la parte dell'autorizzazione relativa alla prestazione dei servizi di investimento (il parere obbligatorio della Banca d'Italia per le Sim è già previsto dal Tuf).

Tali raccomandazioni si inscrivono in una valutazione positiva della regolamentazione e della vigilanza sui mercati mobiliari, nell'ambito della quale l'FMI auspica l'ulteriore valorizzazione del ruolo della Consob nel garantire credibilità, integrità ed efficienza del sistema finanziario italiano.

Il Fondo ha sottolineato che la Consob ha acquisito una conoscenza degli intermediari e dei prodotti finanziari molto più puntuale rispetto a quella di diverse altre autorità di paesi avanzati, soprattutto a seguito delle iniziative intraprese a partire dal 2009 che hanno rafforzato la vigilanza sul rispetto delle regole della distribuzione. Ferma restando l'opportunità di incrementare l'uso dello strumento ispettivo, l'azione dell'Istituto è stata valutata in termini molto positivi.

Il Legislatore italiano è inoltre chiamato a rafforzare i poteri dell'Autorità e, in particolare, il regime sanzionatorio applicabile agli emittenti e agli Intermediari, in modo da garantire maggiore efficacia e deterrenza.

Sotto questo aspetto la Consob ha formulato alcune proposte che sono state in parte inserite in disegni di legge tuttora all'esame del Parlamento (ad esempio nel d.d.l. 'semplificazioni'). In particolare, è stata auspicata la possibilità di sanzionare gli amministratori di società quotate per violazioni della normativa sulle parti correlate e di estendere i poteri della Consob in materia di abuso di informazioni privilegiate (di cui all'art. 187-*octies* del Tuf), consentendo alla Commissione di indagare non solo sui soggetti vigilati, ma anche su chiunque possa essere informato sui fatti oggetto di indagine.

## II L'attività regolamentare

### 1 Il recepimento delle direttive europee e altri interventi in attuazione del Tuf

A seguito dell'intensa attività di produzione normativa, a livello sia europeo sia nazionale, anche nel 2013 la Consob è stata chiamata a fornire il proprio contributo tecnico su numerose iniziative legislative. Si segnala, in particolare, il coinvolgimento nei lavori per l'elaborazione degli schemi della legge europea e della legge di delegazione europea, per il primo e il secondo semestre del 2013, nonché il supporto fornito nell'elaborazione di schemi di decreto legislativo in attuazione di direttive o regolamenti europei.

Con la legge europea 2013 sono state apportate al Tuf le modifiche necessarie per l'attuazione delle disposizioni del Regolamento 648/2012/UE (cosiddetto EMIR – *European Market Infrastructure Regulation*) relativo agli strumenti derivati Otc, alle controparti centrali e ai repertori di dati sulle negoziazioni, con cui è stata dettata una disciplina armonizzata in materia di regolamentazione delle transazioni in derivati condotte al di fuori dei mercati regolamentati, allo scopo di ridurre i connessi rischi sistemici. A seguito di tale intervento, sarà necessario procedere alla revisione del Regolamento congiunto di Banca d'Italia e Consob del 2008, recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione.

Con la legge europea-bis 2013 è stata data attuazione al Regolamento 462/2013/UE (cosiddetto CRA3, in materia di agenzie di rating) ed è stata conferita delega al Governo per il recepimento della Direttiva 2013/14/UE, avente come obiettivo la riduzione dell'affidamento esclusivo o meccanico ai giudizi rilasciati da agenzie di rating.

La Consob si è già orientata in questa direzione attraverso la pubblicazione, poco dopo l'entrata in vigore del Regolamento CRA3 nel giugno 2013, di una *'Comunicazione sui doveri di trasparenza e correttezza dei gestori collettivi e i giudizi delle agenzie di rating'*, con cui è stato ribadito il dovere di valutare correttamente e indipendentemente il merito di credito delle attività di investimento, operando al meglio nell'interesse degli investitori.

Nell'anno in corso saranno valutati, inoltre, interventi regolamentari *ad hoc*, relativi ai nuovi compiti di vigilanza che la Consob è chiamata a svolgere ai sensi

del Regolamento CRA3, con particolare riferimento alle norme attinenti agli strumenti di finanza strutturata.

L'Istituto ha contribuito anche al Tavolo di lavoro tecnico tra Autorità, coordinato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, per l'attuazione della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD), vigente dallo scorso 22 luglio (si veda anche il Capitolo VI *'L'attività regolamentare'*, Parte C). La Direttiva introduce regole uniformi in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento alternativi (Gefia), ossia che gestiscono e/o commercializzano nell'Unione Oicr diversi da quelli rientranti nel perimetro applicativo della Direttiva 2009/65/UE (UCITS IV).

Il regime di vigilanza per i gestori di fondi alternativi comprende, oltre all'autorizzazione valida per tutti gli Stati membri, requisiti di capitale e organizzativi (relativi al sistema di controllo dei rischi e al regime di esternalizzazione delle attività), regole di condotta (in materia, ad esempio, di prevenzione dei conflitti di interessi) ed estesi obblighi informativi nei confronti delle autorità di vigilanza. La commercializzazione dei fondi di investimento alternativi (Fia) nell'Unione deve avvenire esclusivamente nei confronti degli investitori professionali, con facoltà per gli Stati membri di consentire ai Gefia la commercializzazione presso gli investitori al dettaglio, e quindi di introdurre, limitatamente a questo caso, prescrizioni più rigorose di quelle applicabili ai Fia commercializzati presso investitori professionali sul loro territorio. In pari data è entrato in vigore il Regolamento 231/2013, che integra la Direttiva AIFMD in punto di deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza.

Con i già menzionati Regolamenti 345/2013 (EuVECA) e 346/2013 (EuSEF), anch'essi vigenti a far data dal 22 luglio 2013, è stata ulteriormente dettagliata la disciplina applicabile a due tipi di gestori alternativi che per la loro dimensione ridotta non rientrano nel campo di applicazione della Direttiva AIFMD.

Considerata, per costante giurisprudenza, la natura *self executing* di alcune disposizioni della Direttiva e l'immediata applicabilità dei citati regolamenti europei, la Consob e la Banca d'Italia hanno emanato una comunicazione congiunta, il 26 luglio 2013 (*Disciplina applicabile ai gestori di fondi alternativi in attesa del recepimento della Direttiva AIFMD*), in cui sono state enucleate le norme immediatamente applicabili sino all'entrata in vigore delle disposizioni nazionali di recepimento, anche di livello regolamentare.

La delega al Governo per l'attuazione della Direttiva AIFMD è stata conferita con la legge di delegazione europea, adottata in data 6 agosto 2013 ed entrata in vigore il successivo 4 settembre 2013. Ai fini del recepimento della disciplina europea dei fondi di investimento alternativi e in linea con l'esperienza pregressa è stato condiviso un approccio di tipo minimale, per effetto del quale saranno inserite nel Tuf solo le disposizioni di applicazione generale contenute nella

Direttiva 2011/61/UE e quelle strettamente necessarie all'applicazione dei Regolamenti EuVECA e EuSEF. Al contempo, si è demandata alla regolamentazione secondaria la disciplina dettagliata delle materie devolute alla competenza della Consob e della Banca d'Italia, nell'intento di assicurare a tale complessa disciplina un adeguato margine di flessibilità. Pur non essendo ancora completato l'adeguamento del quadro normativo primario rispetto a tali fonti, la Consob ha già avviato i lavori per l'adozione delle disposizioni di attuazione regolamentare.

La Consob ha, inoltre, notificato all'ESMA la propria intenzione di conformarsi agli Orientamenti emanati dall'Autorità europea nel 2013, al fine di istituire prassi di vigilanza uniformi, integrare la definizione di Fia e fornire indicazioni in materia di sane politiche retributive.

## 2 L'attività regolamentare dell'Istituto

La Commissione, con la delibera 18750 del 19 dicembre 2013, ha approvato il nuovo 'Regolamento sul procedimento sanzionatorio', al fine di semplificare e accelerare i procedimenti sanzionatori di propria competenza, perseguendo una maggiore efficienza, efficacia e tempestività dell'azione amministrativa e, per questa via, una maggiore certezza dei rapporti giuridici (si veda anche il Capitolo VI 'L'attività regolamentare', Parte C).

Fermo restando il rispetto dei principi della piena conoscenza degli atti istruttori, del contraddittorio, della verbalizzazione, nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie rispetto all'irrogazione della sanzione imposti dal Legislatore, è stato delineato un modello organizzativo che ha consentito di dimezzare la durata complessiva dei procedimenti sanzionatori. Tale risultato è stato conseguito accentrando la fase istruttoria del procedimento sanzionatorio in capo a una sola unità organizzativa dell'Istituto, innanzi alla quale si svolgerà il contraddittorio con le parti interessate dal procedimento e nell'ambito del quale è assicurato alle stesse il pieno esercizio dei diritti di difesa quali previsti dall'ordinamento.

Tale innovazione permetterà una maggiore uniformità nei criteri di valutazione dei fatti oggetto dei procedimenti, nonché una più efficace attuazione del principio di parità di trattamento dei soggetti interessati.

# L'attività di vigilanza e l'*enforcement* III

## 1 I mercati

### 1.1 L'ordinato svolgimento delle negoziazioni

Nel corso del 2013 la Consob ha portato a termine l'attività di vigilanza avviata nell'anno precedente in merito al rispetto, da parte delle piattaforme di negoziazione e dei soggetti abilitati, degli Orientamenti ESMA sui sistemi e controlli in un ambiente di negoziazione automatizzato (nel prosieguo, 'Orientamenti ESMA'), entrati in vigore il 1° maggio (si veda anche il Capitolo I 'La vigilanza sui mercati', Parte C).

L'attività di vigilanza si è avvalsa delle risultanze di accertamenti ispettivi nonché della documentazione trasmessa dai soggetti vigilati (*trading venues* e 74 intermediari tra banche e Sim) in ottemperanza alla comunicazione Consob del 4 aprile 2012 e alla comunicazione congiunta Consob-Banca d'Italia del 30 aprile 2012, in merito ai presidi organizzativi, funzionali e operativi posti in essere per la mitigazione dei rischi derivanti da ambienti di negoziazione fortemente automatizzati.

Nel 2013, inoltre, sono state avviate due indagini conoscitive aventi ad oggetto, da un lato, i profili microstrutturali delle piattaforme di negoziazione italiane (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici) e, dall'altro, l'esame delle *execution policy* di un campione di intermediari, con particolare riguardo ai sistemi di *best execution* dinamica (*smart order routing*). In entrambi i casi l'Istituto ha acquisito elementi informativi utili a orientare l'attività di vigilanza, nonché a effettuare una prima valutazione dell'impatto delle nuove disposizioni derivanti dalla revisione della MiFID.

Con riferimento alla prima area oggetto di indagine, è stata realizzata una ricognizione delle principali caratteristiche delle infrastrutture di negoziazione operanti in Italia, sotto i profili di accesso ai mercati, modalità di negoziazione adottate, regime di trasparenza delle negoziazioni, sistemi di controllo delle negoziazioni utilizzati e strutture commissionali.

L'analisi delle *execution policy* ha fornito evidenze importanti, sia per la vigilanza sui mercati sia per la vigilanza sugli intermediari, in materia di applicazione del principio di *best execution*, posto dalla MiFID come presidio a tutela della concorrenza fra *trading venues* e degli investitori.

## 1.2 L'integrità informativa del mercato

Nel corso del 2013 la verifica di potenziali anomalie informative che rischiano di alterare il regolare andamento delle negoziazioni ha condotto alla realizzazione di 63 interventi tesi a ripristinare l'integrità informativa del mercato. Tali interventi, ai sensi degli articoli 114, comma 5, e 115, commi 1 e 2, del Tuf, hanno interessato 33 emittenti.

La consueta attività di monitoraggio degli effetti sul mercato della diffusione dei giudizi di rating è sfociata nella segnalazione all'ESMA di possibili violazioni del Regolamento comunitario inerenti all'elaborazione e alla diffusione di giudizi e di *outlook* sul debito sovrano italiano e su alcuni emittenti quotati. È stata, inoltre, verificata l'esistenza di comportamenti suscettibili di integrare ipotesi di abuso di mercato sotto forma di manipolazione informativa o abuso di informazioni privilegiate.

La Consob ha anche disposto la pubblicazione di alcune raccomandazioni d'investimento, ai sensi dell'art. 69-novies del Regolamento Emittenti, allo scopo di ridurre le asimmetrie informative presenti sul mercato in corrispondenza della diffusione di notizie significative e di sensibili variazioni del prezzo degli strumenti oggetto delle raccomandazioni.

È stata, inoltre, realizzata una costante attività di monitoraggio delle informazioni concernenti gli emittenti strumenti finanziari quotati o diffusi veicolate attraverso internet (siti specializzati, *blog*, *forum* e *social network*). Tale attività è stata più intensa in occasione di andamenti anomali delle quotazioni, in prossimità di eventi societari di rilievo e nell'ambito di istruttorie preliminari per ipotesi di abusi di mercato.

La prevenzione di fenomeni di abuso di mercato si è avvalsa anche dei flussi informativi relativi alle operazioni poste in essere da soggetti rilevanti (*internal dealing*). Nel mese di dicembre, inoltre, la Consob ha portato a termine l'attività di ricognizione sulle procedure interne adottate dagli emittenti quotati per la tenuta della confidenzialità delle informazioni privilegiate, avviata nel corso del 2012. Nell'ambito di tale attività, sono state esaminate le procedure per la gestione delle informazioni privilegiate, le comunicazioni in tema di *internal dealing* e la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate.

Dall'analisi sono emerse alcune aree di miglioramento, delle quali la Consob terrà conto in occasione della rivisitazione della comunicazione 6027054 del 28 marzo 2006, che verrà effettuata dopo l'entrata in vigore della nuova normativa europea sugli abusi di mercato.

Le procedure per la gestione delle informazioni privilegiate sono migliorabili rispetto alle modalità di attuazione delle disposizioni previste dall'art. 114 del Tuf. In alcuni casi esse non tengono conto delle recenti modifiche apportate alla regolamentazione, specie con riferimento all'eliminazione dell'obbligo di commento

ai *rumours* e al diverso computo della soglia di controvalore oltre la quale sorgono gli obblighi di comunicazione in materia di *internal dealing*.

Per quanto concerne le procedure per la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, potrebbero essere meglio specificate le categorie di persone da iscrivere nel registro, con particolare riferimento ai soggetti diversi dai membri degli organi di amministrazione e controllo. Inoltre, i compiti assegnati al soggetto preposto alla gestione del registro dovrebbero essere indicati in maniera più analitica. Infine, nell'ambito del meccanismo di autodenuncia, si dovrebbero integrare i criteri previsti per l'individuazione dei soggetti da iscrivere nel registro.

Per quanto riguarda le procedure per la comunicazione delle operazioni poste in essere da soggetti rilevanti, alcune criticità emergono con riferimento sia all'identificazione dei dirigenti, diversi da quelli che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo, da sottoporre agli obblighi informativi, sia alle modalità con le quali i soggetti rilevanti vengono resi consapevoli degli obblighi a cui sono sottoposti.

## 2 La *governance* e gli assetti proprietari delle imprese

In linea con gli obiettivi del piano strategico 2013-2015, la vigilanza in materia di governo societario si è concentrata sui conflitti di interessi tra azionisti di controllo e di minoranza e sul connesso rischio di fenomeni espropriativi realizzati attraverso operazioni con parti correlate (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo II *'La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione'*, Parte C).

Secondo un approccio *risk-based*, la vigilanza sull'applicazione del Regolamento 17221/2010 (Regolamento OPC) ha riguardato società che hanno posto in essere operazioni in esenzione dagli obblighi informativi e/o procedurali, ossia operazioni ordinarie e a condizioni di mercato, nonché attribuzioni di compensi ad amministratori e operazioni classificate come di importo esiguo. Si è in tal modo inteso monitorare l'adozione delle facoltà di esenzione previste dal Regolamento al fine di verificare la corretta qualificazione delle operazioni.

Anche nel 2013 vi sono stati casi di inadeguata classificazione delle operazioni come ordinarie, classificazione che può riguardare - alla luce della definizione contenuta nel Regolamento OPC e degli orientamenti forniti nella comunicazione 10078683 del 24 settembre 2010 - esclusivamente le operazioni rientranti nell'ordinario *«esercizio dell'attività operativa e della connessa attività finanziaria»*, e non quelle aventi ad oggetto il trasferimento di asset e rientranti nell'attività di investimento.

Alcune operazioni classificate come di importo esiguo, e in quanto tali escluse dall'applicazione del Regolamento OPC, sono state oggetto di

approfondimenti istruttori volti a verificare l'appropriatezza della soglia di esiguità, talvolta apparsa elevata in rapporto alla dimensione della società, alla tipologia di operazione e/o alla natura della controparte (ad esempio nel caso di consulenze e incarichi professionali conferiti ad amministratori o a studi professionali di cui un amministratore è socio).

Tra i casi più emblematici del 2013, si segnala l'emissione da parte di Telecom Italia Spa di un prestito obbligazionario a conversione obbligatoria collocato presso alcuni investitori qualificati, alcuni dei quali azionisti della società e rientranti nella definizione di parti correlate. L'emissione con esclusione del diritto di opzione delle azioni Telecom al servizio di tale prestito è stata successivamente sottoposta all'approvazione dell'assemblea dei soci ai sensi dell'art. 2441 del c.c.. Tale collocamento, essendo riservato a un insieme di soggetti comprensivo di parti correlate, ha configurato un'operazione da trattarsi ai sensi del Regolamento OPC. L'applicazione delle procedure valutative ivi previste è avvenuta, successivamente al collocamento, su richiesta del comitato controllo e rischi che, deliberando a maggioranza dei suoi componenti, ha espresso *ex post* parere favorevole sull'emissione e collocamento del prestito convertendo.

Nel complesso, la vigilanza sulle operazioni poste in essere dal Gruppo Telecom ha evidenziato i limiti che un'applicazione formalistica della nozione di operazione con parte correlata potrebbe comportare. A fronte di una disciplina legislativa degli interessi di soci e amministratori dai contenuti essenziali, in un'ottica di prevalenza della sostanza sulla forma, l'esperienza applicativa ha suggerito, in alcuni casi, l'opportunità di seguire i presidi procedurali dettati per le operazioni con parti correlate anche nella valutazione di operazioni che, benché non poste in essere con soggetti correlati, erano caratterizzate dai medesimi potenziali conflitti di interessi.

In caso di deliberazioni aventi ad oggetto l'attribuzione di compensi a titolo di indennità di fine carica/rapporto nei confronti di amministratori esecutivi e dirigenti apicali, la Consob è intervenuta con richieste informative volte a verificare l'effettiva coerenza tra indennità deliberata e le relative previsioni della politica sulla remunerazione e, pertanto, la corretta applicazione della facoltà di esenzione per le remunerazioni corrisposte in applicazione della politica retributiva sottoposta all'assemblea.

In tali casi, in linea con la prassi consolidatasi negli ultimi anni, e soprattutto in presenza di *rumours* sull'entità dei benefici, la Consob ha richiesto la comunicazione al mercato dell'effettiva indennità e, qualora deliberata *ex novo*, delle procedure seguite per la sua determinazione. In occasione della cessazione del rapporto di lavoro con il direttore generale di Assicurazioni Generali Spa, sono state altresì richieste le valutazioni degli organi sociali sulla sussistenza di condizioni che potessero limitare il diritto alla corresponsione dell'indennità (ad esempio in presenza di irregolarità nell'adempimento dei doveri derivanti dal rapporto di lavoro).

Su questi temi, è intenzione della Consob procedere alla formulazione di specifiche raccomandazioni e richieste informative in caso di cessazione anticipata di amministratori e dirigenti apicali, volte a informare correttamente e senza indugio il mercato in merito al trattamento effettivamente deliberato a titolo di indennità di fine carica/rapporto, alle procedure deliberative adottate e alle modalità da seguire per la sostituzione dell'amministratore o dirigente.

Nel 2013 le società appartenenti all'indice Ftse Mib sono state oggetto di un più ampio e sistematico monitoraggio del sistema di governo societario. In particolare, sono state verificate le politiche retributive e remunerazioni corrisposte ai membri degli organi sociali e dirigenti con responsabilità strategiche, nonché la sussistenza del requisito di indipendenza degli amministratori.

L'applicazione della recente disciplina della trasparenza sulle remunerazioni mostra un complessivo miglioramento del livello e della qualità delle informazioni fornite, in particolar modo sui compensi corrisposti, mentre aree di miglioramento sono state ravvisate con riferimento alle politiche adottate in materia di *severance payments* e di successione degli amministratori esecutivi.

Anche l'applicazione della nozione di indipendenza degli amministratori prevista dalla legge e dall'autodisciplina presenta profili di criticità, pur nell'ambito di un generale miglioramento delle pratiche societarie anche sulla scorta dell'autodisciplina.

La sintetica informativa riportata nelle relazioni sul governo societario e nei comunicati diffusi a esito della verifica dell'indipendenza non consente, in alcuni casi, un adeguato apprezzamento delle valutazioni effettivamente svolte, soprattutto in presenza di relazioni tra gli amministratori e la società o soggetti a questa legati che possono assumere rilievo nella valutazione della sussistenza in capo agli amministratori non esecutivi del requisito di indipendenza. Tali relazioni impongono, infatti, una valutazione pienamente informata da parte degli organi di amministrazione e controllo, nell'ambito dei rispettivi compiti di accertamento del requisito di indipendenza e di verifica della corretta applicazione dei relativi criteri.

In alcuni casi, in particolare quando non sono state condivise le interpretazioni della società o dell'organo di controllo con riferimento ai sopraindicati temi, la Consob ha indicato ad amministratori e sindaci le criticità riscontrate e ha segnalato l'opportunità di adottare azioni correttive, in particolare con riferimento alla definizione e alla concreta attuazione delle procedure per le operazioni con parti correlate, all'applicazione dei criteri di indipendenza degli amministratori e alla definizione e attuazione delle politiche di remunerazione.

Su tutte le tematiche di governo societario, la Consob ha sollecitato su base continuativa e sistematica la formulazione da parte degli organi di controllo di proprie valutazioni sull'osservanza da parte degli amministratori di specifiche disposizioni legislative o regolamentari e di prassi raccomandate dall'autodisciplina. Tale approccio intende favorire la più tempestiva

valutazione da parte dei sindaci dei profili di potenziale maggiore criticità della *governance* delle società quotate e l'adempimento, in via preventiva e continuativa, dei doveri di vigilanza a cui sono tenuti per legge.

### 3 Le società di revisione

A seguito dell'avvio operativo del Registro unico dei revisori legali, tenuto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, tutti i soggetti iscritti in tale Registro possono svolgere incarichi sui cosiddetti enti di interesse pubblico (Pie – prevalentemente emittenti quotati, banche, intermediari, compagnie assicurative) e pertanto ricadere sotto la vigilanza della Consob. Nel corso del 2013 la professione ha provveduto ad alimentare il Registro inserendo, tra le informazioni richieste, l'indicazione dell'eventuale svolgimento di incarichi su Pie (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo II *'La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione'*, Parte C).

Dai primi dati messi a disposizione dal Ministero dell'Economia e delle Finanze risulta che nel registro sono iscritte 8 società non provenienti dall'ex Albo Consob (con quote particolarmente contenute, relative a circa 20 incarichi in piccole banche e finanziarie ai sensi dell'art. 107 del Tub) e 17 società già presenti nell'ex Albo Consob.

La Consob ha evidenziato ai nuovi iscritti al Registro l'importanza dei presidi procedurali previsti dal Documento 220 (avente ad oggetto *'Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile'*), con particolare riferimento all'accettazione degli incarichi e alla formazione del personale, e ha sensibilizzato i partner incaricati dell'*audit* di bilanci Pie allo svolgimento di un'accurata direzione e supervisione del lavoro di revisione e a un'adeguata documentazione dei lavori svolti.

Nel corso del 2013 è proseguita l'attività di controllo sulle società di revisione, attraverso l'accertamento di eventuali irregolarità nell'operato del revisore e interventi di tipo preventivo (cosiddetti 'controlli di qualità'). Tali controlli sono volti a verificare l'adeguatezza del sistema organizzativo e procedurale adottato dalle società per garantire la qualità dei servizi professionali resi al mercato, nonché la conformità ai principi di revisione e di indipendenza nello svolgimento dell'attività di revisione. Essi hanno avuto ad oggetto un campione di incarichi, selezionato secondo un approccio *risk-based*, che tiene conto di una serie di fattori di rischio individuati in base all'esperienza operativa maturata e al confronto con le autorità di vigilanza dei principali paesi europei.

L'interazione con i *regulators* europei va assumendo, infatti, un ruolo sempre più rilevante, a fronte del crescente grado di armonizzazione della normativa degli Stati membri e della natura sempre più *cross border* dell'attività di *audit* (dovuta sia alla diffusa presenza di gruppi internazionali sottoposti a revisione sia al ruolo dei *network* internazionali della revisione,

presso i quali le scelte strategiche e organizzative sono centralizzate). A tal fine la Consob partecipa allo *European Audit Inspection Group* (EAIG), istituito nel 2011 quale piattaforma comune per la cooperazione nel quadro della Direttiva 2006/43/CE.

Una componente determinante dell'attività dell'EAIG è lo scambio delle informazioni sugli esiti dei controlli di qualità, al fine di identificare eventuali fattispecie ricorrenti nei diversi paesi utili a orientare un approccio di vigilanza coordinato.

L'esigenza di rendere lo scambio di informazioni tra Autorità di vigilanza più sistematico ed efficace ha portato alla costituzione, nel 2013, di un *database* strutturato, non accessibile al pubblico, che censirà anche le risultanze dei controlli di qualità relative ai dieci maggiori *networks* europei della revisione (PwC, KPMG, Deloitte, EY, BDO, Grant Thornton, Nexia, Baker Tilly, Mazars, Moore Stephens).

Nel corso del 2013 l'EAIG, inoltre, ha avviato un importante progetto volto a sviluppare una metodologia comune ai *regulators* europei per lo svolgimento dei controlli di qualità, attraverso la definizione di tecniche e strumenti condivisi per l'analisi delle aree procedurali chiave. Il progetto consentirà di censire risultanze delle azioni di vigilanza delle diverse autorità nazionali effettivamente comparabili (in quanto derivanti da tecniche di verifica omogenee) e accenterà l'attività di sviluppo e aggiornamento della metodologia e degli strumenti di analisi.

#### 4 L'informativa finanziaria

Nel 2013 sono stati effettuati diversi interventi di vigilanza volti a evitare la diffusione di informazioni non corrette e/o incomplete in grado di amplificare fattori di instabilità dei mercati finanziari. A causa del protrarsi della crisi economica, infatti, nel corso dell'anno molte società sono state interessate da operazioni di ristrutturazione finanziaria e aziendale, che hanno reso necessario il potenziamento dei controlli da parte dell'Istituto sulla qualità e la completezza delle informazioni rese al pubblico (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo III *La vigilanza sull'informativa societaria*, Parte C).

Sulla base degli elementi acquisiti in fase istruttoria, la Commissione ha richiesto in 24 casi che i documenti contabili periodici o redatti per le assemblee straordinarie fossero integrati ai sensi dell'art. 114 del Tuf. I fattori di rischio individuati hanno formato oggetto anche delle istruttorie relative ai prospetti o documenti informativi redatti dagli emittenti per operazioni sul capitale. Tra i casi più emblematici si segnalano le analisi dei piani industriali di RCS Mediagroup, Prelios, Marie Tecnimont nonché gli accertamenti sui maggiori emittenti di *corporate bonds* (Telecom Italia ed Enel).

Particolarmente complessa è stata l'attività istruttoria sul trattamento contabile di operazioni di *long term repo* su titoli di Stato,

oggetto di *restatement* nel bilancio 2012 da parte di Banca Monte dei Paschi. Ad esito di tale attività la Commissione, congiuntamente con la Banca d'Italia e l'Ivass, ha pubblicato il Documento 6 del Tavolo Ias e ha altresì portato il tema all'attenzione dell'*IFRS Interpretation Committee* nel novembre 2013.

L'operazione di fusione per incorporazione che ha dato vita al gruppo UnipolSai Assicurazioni Spa ha richiesto specifici approfondimenti in materia di classificazione contabile degli strumenti finanziari strutturati e valutazione delle riserve sinistri. L'attività istruttoria si è conclusa con l'esercizio da parte della Commissione dei poteri di cui all'art. 154-ter del Tuf e con la richiesta di integrazione delle informazioni rese al mercato nei confronti delle società interessate dalla fusione.

Tra gli altri casi in cui la Consob ha avviato i procedimenti di non conformità alle norme che disciplinano la redazione delle relazioni finanziarie, esercitando i poteri di cui all'art. 154-ter, comma 7 del Tuf, si ricordano quelli di Banca Carige e di Saipem, che hanno comportato, rispettivamente, approfondimenti sull'*impairment test* dell'avviamento e sulla contabilizzazione delle attività fiscali differite e sulla valorizzazione delle commesse pluriennali in relazione alle penali e ai costi di esecuzione imputabili alle stesse.

In linea con gli obiettivi individuati nel piano strategico 2013-2015, è stata rafforzata la vigilanza sugli emittenti a maggior rischio sistemico, inserendo nel campione di vigilanza ex art. 89-quater del Regolamento Emittenti le principali società quotate del settore bancario. La più intensa attività di monitoraggio sull'informativa finanziaria degli istituti di credito quotati è coerente con i lavori avviati da varie autorità europee e internazionali (ESMA, EBA, FSB, ESRB), finalizzati a rafforzare la trasparenza sulle poste di bilancio e la comparabilità dei rendiconti contabili delle istituzioni finanziarie.

La Commissione ha intensificato, inoltre, l'attività di vigilanza sull'informativa resa al mercato dagli emittenti bancari in merito ai piani economici previsionali e ai programmi di rafforzamento patrimoniale adottati in vista dell'introduzione, nel 2014, dei più rigorosi requisiti di capitale previsti dall'Accordo di Basilea III e degli *stress test* europei in programma nella seconda metà dell'anno.

Come pianificato nelle linee di indirizzo per il 2013, inoltre, particolare attenzione è stata riservata al settore delle energie alternative e a quello immobiliare, particolarmente esposti al ciclo economico.

L'Istituto ha emanato specifiche raccomandazioni e ha avviato apposite iniziative di vigilanza. In particolare, è stata pubblicata una raccomandazione in tema di informazioni da riportare nelle relazioni finanziarie e nei comunicati stampa per le società quotate operanti nel settore delle energie rinnovabili e una raccomandazione in materia di valutazione al *fair value* dei beni immobili per le società immobiliari quotate. Nell'ambito delle azioni di vigilanza, inoltre, la Consob ha esercitato il potere di impugnativa del bilancio nei confronti di Aion Renewable, ai sensi dell'art. 157,

comma 2 del Tuf, tenuto conto del persistere di carenze nei sistemi di rilevazione di ricavi e costi.

## 5 La prestazione di servizi di investimento e i prodotti *non equity*

Nel corso del 2013 l'attività di vigilanza si è concentrata sui comportamenti dei prestatori di servizi di investimento al fine di verificare il rispetto delle regole di correttezza e trasparenza nei confronti della clientela *retail* e, in generale, la coerenza delle strategie di offerta degli intermediari con l'impostazione della MiFID, volta ad assicurare il perseguimento del miglior interesse del cliente (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo IV 'La vigilanza sugli intermediari', Parte C).

Più in particolare, i profili di maggiore attenzione hanno riguardato le modalità di realizzazione da parte degli intermediari della valutazione di adeguatezza, al fine di individuare eventuali adattamenti opportunistici delle procedure e della profilatura della clientela, ovvero circostanze nelle quali l'orizzonte di investimento del risparmiatore risultava disallineato rispetto alle caratteristiche di durata e liquidità dei prodotti distribuiti.

Gli assetti procedurali predisposti dall'intermediario a presidio del corretto svolgimento della relazione con la clientela hanno formato oggetto di verifiche approfondite.

Nel caso delle banche, inoltre, le indagini di tipo ispettivo si sono focalizzate sulle offerte di prodotti particolarmente complessi o rischiosi o connotati da specifici conflitti di interessi. In tale ambito sono state esaminate le politiche di remunerazione adottate, le motivazioni addotte per raccomandare tali strumenti alla clientela, la mappatura svolta ai fini della valutazione di adeguatezza, le modalità di *pricing* dei prodotti.

Inoltre, l'Istituto ha avviato un articolato processo di monitoraggio trimestrale delle banche, basato sull'analisi delle segnalazioni di vigilanza e sulle informazioni relative ai prodotti finanziari di cui la Consob dispone in virtù delle proprie competenze in materia di offerte al pubblico, al fine di individuare tempestivamente condotte potenzialmente non conformi alle norme.

Con specifico riferimento agli strumenti *non equity* emessi da banche, nel 2013 è proseguito il potenziamento della vigilanza sull'informativa resa nel prospetto in occasione dell'offerta al pubblico e/o dell'ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati.

Particolarmente intenso è stato l'impegno della Consob anche rispetto ai prodotti emessi da compagnie di assicurazione. L'Istituto ha avviato un tavolo di lavoro volto alla definizione di un protocollo d'intesa con

l'Ivass e ha interagito con l'associazione di categoria delle imprese di assicurazione (Ania).

L'Istituto applica ai prodotti assicurativi a contenuto finanziario le norme del Tuf e dei relativi regolamenti sull'offerta e la distribuzione di strumenti finanziari, con l'obiettivo di livellare il campo da gioco e contenere gli spazi di arbitraggio regolamentare e in linea con la disciplina di cui l'ordinamento italiano si è dotato da tempo. Tale disciplina dovrà, tuttavia, essere rivista per tenere conto degli sviluppi in corso in ambito comunitario in materia di PRIPs.

## 6 La gestione collettiva del risparmio

Nel corso del 2013 la vigilanza sulla gestione collettiva del risparmio ha avuto ad oggetto, come di consueto, sia la corretta prestazione del servizio di gestione sia la trasparenza informativa nell'offerta al pubblico, con riguardo alla documentazione di offerta e all'attività pubblicitaria (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo IV *'La vigilanza sugli intermediari'*, Parte C).

Quanto al primo aspetto, la vigilanza si è concentrata sui fondi strutturati, potenzialmente più appetibili, in termini di remunerazione, per le reti di vendita, al fine di verificare se la loro distribuzione rispondesse all'esigenza di compensare la contrazione della redditività, dovuta ai rilevanti deflussi registrati dai fondi aperti negli ultimi anni, a detrimento degli interessi della clientela.

È proseguito, inoltre, il monitoraggio della pianificazione delle attività di dismissione dei patrimoni ad opera dei gestori dei fondi immobiliari *retail*, in considerazione della scadenza imminente di numerosi fondi e dell'ulteriore flessione registrata dal mercato di riferimento. In particolare, è stata verificata la correttezza delle procedure adottate per la valutazione degli immobili e il rapporto tra Sgr ed esperti indipendenti incaricati della valutazione degli attivi.

A tale riguardo, si è registrato un miglioramento nella pianificazione delle scadenze e nella valutazione degli *asset*, con particolare riferimento alle modalità di selezione degli esperti e alla connessa gestione dei conflitti di interessi da parte delle Sgr. Permangono, tuttavia, margini di miglioramento in alcune aree, come la tracciabilità dei flussi informativi tra la Sgr e gli esperti.

Anche rispetto ai fondi immobiliari riservati a investitori qualificati sono emerse alcune criticità, derivanti dalla ristretta base di partecipanti e dal ruolo preponderante sovente assunto dal sottoscrittore principale.

## 7 L'abusivismo via internet

Nel corso del 2013 è proseguita l'attività di vigilanza sulle ipotesi di abusivismo previste dalla normativa relativa agli intermediari e agli emittenti. Rispetto al 2012, le istruttorie avviate per ipotesi di abusiva intermediazione finanziaria sono cresciute del 23 per cento, mentre quelle per ipotesi di offerta abusiva si sono ridotte del 55 per cento (si veda anche il Capitolo V *'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'*, Parte C).

L'attività svolta ha evidenziato il ruolo del *web* come canale di contatto privilegiato con la potenziale clientela, sia per l'offerta di prodotti finanziari sia per la prestazione di servizi di investimento. Il 50 per cento circa delle istruttorie relative a offerte abusive e l'80 per cento circa delle istruttorie relative ad abusiva intermediazione finanziaria hanno riguardato, infatti, operatività realizzata tramite internet.

Nel 2013 l'Istituto ha pubblicato sul proprio sito istituzionale 25 comunicazioni a tutela degli investitori italiani, aventi ad oggetto società prive di autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento in Italia e i relativi siti web (cosiddetto *warning*). Tali comunicazioni, oltre ad avere una valenza informativa, sono sia uno strumento di prevenzione diretto al pubblico dei risparmiatori sia uno strumento di dissuasione nei confronti dei potenziali autori delle condotte illecite. Parimenti dissuasivo è risultato, in alcuni casi, l'invio ai soggetti non autorizzati di richieste di informazioni sulla condotta posta in essere, poiché a seguito di tali richieste i destinatari hanno interrotto l'attività svolta nei confronti del pubblico.

I servizi di investimento sono offerti dai soggetti non autorizzati prevalentemente attraverso l'utilizzo di piattaforme per il *trading online* su strumenti finanziari e hanno ad oggetto soprattutto opzioni binarie e contratti differenziali su valute (*forex*). Gli operatori che propongono attraverso il *web* piattaforme di trading su tali strumenti finanziari prefigurano il conseguimento di rendimenti molto elevati e adottano strategie commerciali particolarmente aggressive, attraverso il massiccio utilizzo di messaggi pubblicitari sulla rete e di programmi di affiliazione che consentono agli aderenti di incrementare i propri rendimenti.

I soggetti che gestiscono i siti offrono ai clienti la possibilità di immettere, tramite una piattaforma *online*, ordini di acquisto e/o vendita di strumenti finanziari dietro apertura di un conto per il quale è richiesto un versamento di denaro, spesso di modico importo iniziale, che viene poi incrementato su richiesta del soggetto non autorizzato ovvero spontaneamente dal risparmiatore, incentivato dalla promessa di alti rendimenti o dai rendimenti fittiziamente accreditati sul suo conto.

Il contrasto ai fenomeni abusivi posti in essere tramite *internet* presenta elementi di complessità legati anche alla disomogeneità delle norme che regolano i poteri della Consob.

La disciplina vigente, infatti, riconosce all'Istituto taluni poteri solo rispetto a fenomeni di abusiva offerta di prodotti finanziari, rispetto ai quali può attivarsi con provvedimenti di sospensione in via cautelare, divieto e richiesta di oscuramento del sito, ma non nel caso di abusiva prestazione di servizi di investimento. Disparità nella disciplina sussistono anche nell'ambito dei poteri di richiesta di informazioni.

Tali circostanze limitano l'efficacia dell'azione di vigilanza dell'Istituto. Sarebbe utile, invece, estendere alle ipotesi di abusiva prestazione di servizi di investimento gli stessi poteri previsti nei casi di fondato sospetto di violazione della disciplina in tema di offerta al pubblico, prevedendo al contempo sanzioni per il mancato ottemperamento alle richieste dell'Autorità di vigilanza.

## 8 L'attività ispettiva

Nel 2013 si sono concluse 36 verifiche ispettive nei confronti dei soggetti vigilati, mentre gli accertamenti avviati sono stati complessivamente 31. In 20 casi ci si è avvalsi, in sede di accesso, della collaborazione del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo V *'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'*, Parte C).

Gli accertamenti hanno riguardato 11 intermediari, 6 società di revisione, 5 emittenti quotati e loro società controllate, 7 emittenti quotati e relativi partecipanti al capitale.

Sono stati svolti, inoltre, nel complesso 115 accertamenti su fenomeni abusivi realizzati via internet e rientranti nelle competenze dell'Istituto relativi a 433 siti web.

È stata altresì condotta un'indagine di carattere generale circa il corretto adempimento degli obblighi relativi alla prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo da parte delle società di revisione con incarichi presso enti di interesse pubblico.

Sempre in tema di antiriciclaggio, nel corso del 2013 la Consob ha trasmesso all'UIF e alla Banca d'Italia una segnalazione relativa a profili potenzialmente rilevanti per le due Autorità.

## 9 Gli interventi sanzionatori

Nel 2013 l'attività di *enforcement* della Consob è stata caratterizzata da un rilevante aumento delle sanzioni pecuniarie irrogate (complessivamente pari a oltre 32 milioni di euro, più del triplo rispetto al 2012) e dalla diminuzione dei procedimenti avviati (pari a 142, di cui 7

archiviazioni e 135 provvedimenti sanzionatori, a fronte dei 183 nel 2012), in linea con l'intento d'inasprire la reazione sanzionatoria avverso le condotte illecite più gravi. A tutela dell'attività di vigilanza, è stata applicata una sanzione pecuniaria di 400 mila euro per violazione dell'art. 187-*quinqüesdecies* del Tuf (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo V *L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori*, Parte C).

In materia di abusi di mercato, nel 2013 sono stati assunti 14 provvedimenti sanzionatori di cui 5 per abuso di informazioni privilegiate e 9 per manipolazione del mercato di tipo operativo o informativo.

Le sanzioni pecuniarie ammontano a 21,6 milioni di euro, di cui 17 milioni di euro nei confronti di 20 persone fisiche nella veste di autori materiali dell'illecito e 8 enti quali responsabili in solido con questi ultimi. Le sanzioni applicate direttamente agli enti per violazioni dell'art. 187-*quinqües* del Tuf sono state pari a 4,6 milioni di euro. In 6 casi i provvedimenti sanzionatori per abusi di mercato sono stati accompagnati da confische per un controvalore totale di 1,8 milioni di euro.

Con riguardo alle violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare, sono stati adottati 14 provvedimenti sanzionatori nei confronti di tre imprese di investimento (di cui una senza succursali in Italia), 6 banche e 5 Sgr. Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 2,3 milioni di euro, sono state applicate nei confronti di 102 esponenti aziendali.

Nel corso del 2013 sono stati sanzionati tre esponenti aziendali di due banche per violazione degli obblighi di *transaction reporting* previsti dall'art. 65, comma 1, lett. b), del Tuf.

Con riferimento all'offerta fuori sede sono state sanzionate tre ipotesi di esercizio abusivo dell'attività di promotore finanziario per complessivi 21,5 mila euro. I provvedimenti sanzionatori nei confronti di promotori finanziari sono stati 63, di cui 44 radiazioni dall'Albo, 18 sospensioni (da uno a quattro mesi) e una sanzione pecuniaria. Sono state, inoltre, effettuate 27 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte.

I provvedimenti sanzionatori per violazioni della disciplina in materia di emittenti e di informativa alla Consob e al pubblico assunti nel 2013 sono stati in tutto 38, a fronte dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per un importo complessivo pari a 8,2 milioni di euro.

In tale contesto, sono stati adottati 4 provvedimenti sanzionatori, per complessivi 4 milioni di euro, nei confronti di 14 sindaci di 4 società quotate per violazioni del dovere di vigilanza sull'applicazione della legge previsto dall'art. 149 del Tuf e un provvedimento sanzionatorio nei confronti di 19 persone fisiche per violazione dei doveri informativi previsti dall'art. 122 del Tuf in materia di patti parasociali.

## IV Le linee di indirizzo per il 2014

### 1 Le aree di rischio e gli obiettivi operativi

La pianificazione operativa per il 2014 ha tratto impulso, come di consueto, dall'analisi dello scenario economico-finanziario e del contesto istituzionale di riferimento, allo scopo di individuare i rischi che ne derivano per il conseguimento degli obiettivi istituzionali e orientare di conseguenza l'attività di vigilanza.

Di seguito si riportano le aree di rischio così come definite nel piano strategico 2013-2015, il secondo documento formale di pianificazione triennale pubblicato dall'Istituto, e gli obiettivi operativi che la Consob si è data per il 2014 al fine di mitigare i rischi stessi. Come di consueto, la definizione gli obiettivi operativi tiene conto di un criterio di priorità e dei vincoli interni posti dalle risorse umane e finanziarie disponibili.

#### 1.1 Informazione finanziaria: *earning manipulation* e *mispicing* dei titoli

Le perduranti vulnerabilità delle imprese non finanziarie e degli istituti di credito italiani (si veda il paragrafo 1 del precedente Capitolo I // *contesto istituzionale ed economico*) ripropongono, anche nel 2014, l'eventualità che un numero crescente di emittenti sia interessato da incertezze sulla continuità aziendale, da operazioni di ristrutturazione del debito e da operazioni straordinarie.

Per mitigare il rischio che l'informazione resa al mercato da tali emittenti sia inaccurata o non puntuale, la Consob intende in primo luogo procedere alla semplificazione e alla standardizzazione dell'informativa da fornire in occasione di operazioni di finanza straordinaria e di processi di rafforzamento patrimoniale. Inoltre, con riguardo alle società sottoposte a procedura concorsuale, l'Istituto intende verificare la coerenza tra gli obblighi informativi previsti dal Tuf e quelli connessi alla procedura concorsuale, anche al fine di rivedere l'informativa periodica che i soggetti vigilati sono tenuti a fornire.

Particolare attenzione sarà dedicata ai settori più esposti al ciclo economico (come quello immobiliare e bancario) e agli emittenti a elevata capitalizzazione, al fine di cogliere tempestivamente segnali di

deterioramento delle condizioni reddituali e finanziarie delle società e garantire una completa informativa al mercato. Per quanto riguarda gli emittenti a minore capitalizzazione e gli emittenti titoli diffusi, sarà applicato un modello di vigilanza 'a campione', selezionando i soggetti da sottoporre a un'analisi più approfondita, secondo un approccio *risk-based*.

L'analisi sulle voci di bilancio terrà conto anche delle aree di attenzione individuate dall'ESMA per l'*enforcement* della trasparenza e della correttezza dell'informativa finanziaria, tra cui quelle concernenti gli strumenti finanziari, l'*impairment* degli attivi non finanziari, gli accantonamenti e le rettifiche di valore.

Come di consueto, l'Istituto si avvarrà anche degli elementi informativi acquisiti dai revisori, verificandone l'attendibilità e la coerenza con le raccomandazioni Consob attraverso controlli di qualità sulle società di revisione che svolgono incarichi su enti di interesse pubblico (Pie).

Per prevenire fenomeni di manipolazione informativa, la cui ricorrenza può aumentare in periodi di crisi, è stato intrapreso il potenziamento della vigilanza sulle informazioni economico-finanziarie relative agli emittenti e rese al mercato sia in via diretta sia in via indiretta, ovvero attraverso giudizi di rating, blog e studi. A tal fine la Consob ha dato avvio a un progetto, che avrà respiro pluriennale, per lo sviluppo di un sistema 'intelligente' e integrato di analisi delle informazioni disponibili sulle società quotate italiane.

Specifiche iniziative verranno intraprese anche per migliorare completezza, correttezza e tempestività di diffusione da parte degli emittenti dei comunicati stampa su notizie *price-sensitive*, in collaborazione con la società di gestione del mercato.

Nel 2014 proseguirà la vigilanza sulle agenzie di rating, con particolare riferimento agli adempimenti informativi previsti dal Regolamento europeo in materia di prodotti strutturati, pubblicazione di rating sovrani e utilizzo del rating da parte di gestori individuali e collettivi.

In prossimità della pubblicazione dei rating sul debito sovrano, che a partire dal 2014 avverrà secondo un calendario annuale prestabilito, la Consob intensificherà la vigilanza sui titoli più coinvolti nei giudizi di rating, soprattutto in presenza di *rumours* e andamenti anomali.

Coerentemente alle nuove disposizioni del Regolamento europeo in materia di *over-reliance* del rating, la Commissione intende verificare l'adozione da parte dei gestori individuali e collettivi di processi interni di valutazione del merito di credito corretti, trasparenti e adeguati e la realizzazione delle necessarie attività di *due diligence* prima di disporre operazioni di investimento o disinvestimento basate sui rating assegnati agli emittenti o su variazioni intervenute negli stessi.

Nel corso del 2014 saranno potenziati anche i presidi volti a rafforzare la trasparenza e l'integrità dei mercati dei derivati. A tale proposito, l'entrata in vigore degli obblighi di *reporting* imposti dalla normativa EMIR

permetterà alle autorità di vigilanza di disporre per la prima volta di un quadro informativo completo sulle negoziazioni in derivati e sui relativi rischi. L'azione di controllo si svilupperà lungo due linee direttrici. Da una parte, sarà ridefinito l'ambito soggettivo della vigilanza, considerato che nuove categorie di soggetti risultano sottoposte agli adempimenti previsti dalla normativa EMIR; dall'altra, verrà monitorato il corretto svolgimento dell'operatività in derivati, avvalendosi di un insieme integrato di dati, informazioni e segnalazioni provenienti da varie fonti.

Con riguardo al primo aspetto, il nuovo sistema di identificazione globale LEI (*legal entity identifier*), promosso dalla Consob nei competenti organismi internazionali, consentirà l'identificazione, attraverso un sistema unitario valido su scala mondiale, di tutti i soggetti la cui operatività in derivati è sottoposta agli obblighi EMIR.

L'Istituto darà seguito, inoltre, alle iniziative di *industry education* volte a rendere gli operatori pienamente consapevoli dei nuovi obblighi cui è sottoposta l'operatività in derivati.

## 1.2 Conflitto di interessi tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza

In linea con gli obiettivi indicati nel piano strategico 2013-15, l'attività di vigilanza sui conflitti di interessi tra azionisti di controllo e di minoranza si avvarrà per le società incluse nel Ftse Mib di un'analisi sistematica delle situazioni di conflitto e per le altre società, selezionate secondo un approccio *risk-based*, di un monitoraggio preventivo del sistema di governo societario.

Il focus dell'azione di vigilanza saranno le operazioni con parti correlate, in particolar modo di maggiore rilevanza ed esentate, e le operazioni che, pur non realizzate con parti correlate, siano potenzialmente esposte a conflitti di interessi della medesima tipologia.

Inoltre, particolare attenzione sarà dedicata all'identificazione delle parti correlate e alle valutazioni di indipendenza degli amministratori, con l'obiettivo di verificare che esse siano condotte nella necessaria ottica di prevalenza della sostanza sulla forma.

Al fine di rafforzare lo scambio di informazioni con gli organi di controllo delle società e fornire indicazioni utili a orientarne l'attività, è stata avviata la revisione della comunicazione 1025564 del 6 aprile 2001 e successive modifiche, relativa ai contenuti della relazione del collegio sindacale all'assemblea di cui agli artt. 2429, comma 3, c.c. e 153, comma 1, del Tuf. In tal modo, si intende aggiornare il contenuto delle informazioni di cui si raccomanda l'invio alla Consob con indicazioni più analitiche sullo svolgimento degli specifici compiti di verifica e sul contenuto delle relative

valutazioni, anche con l'obiettivo di fornire agli organi di controllo riferimenti per l'adempimento dei propri doveri di vigilanza preventiva e continuativa.

Infine, con riferimento alle società recentemente interessate dallo scioglimento di patti di sindacato stipulati ai sensi di legge, si procederà a verificare l'eventuale esistenza di patti occulti che potrebbero inficiare la trasparenza nei processi decisionali o essere utilizzati per eludere l'obbligo di Opa.

### 1.3 Esigenze di *funding* degli emittenti bancari

Il sistema finanziario italiano si caratterizza, come confermato dai dati relativi al 2013, per un'elevata propensione dei risparmiatori *retail* all'investimento diretto in prodotti con elevato rischio di liquidità, come le obbligazioni bancarie, e per una strutturale e significativa dipendenza degli istituti di credito dalla raccolta obbligazionaria (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo V '*Le famiglie e il risparmio gestito*', Parte B). Tale dipendenza risulta accentuata dalle accresciute difficoltà di *funding* sul mercato 'istituzionale' che le banche sperimentano per effetto della crisi nell'Area euro e della persistente frammentazione finanziaria (si veda il paragrafo 1 del precedente Capitolo I '*Il contesto istituzionale ed economico*'). L'irrigidimento delle norme regolamentari di vigilanza prudenziale, inoltre, accrescerà i fabbisogni di capitale, che i principali azionisti di controllo (*in primis*, le fondazioni bancarie) hanno difficoltà a sostenere.

In questo contesto la Consob intravede la possibilità di un abbassamento degli standard di trasparenza e correttezza dell'offerta di prodotti *non equity* ai risparmiatori *retail*.

Per mitigare tale rischio, nel 2014 l'Istituto intende potenziare il modello di vigilanza informativa relativo ai prodotti *non equity* emessi da soggetti bancari, integrando le informazioni riportate nei prospetti informativi con le risultanze della vigilanza sulle caratteristiche strutturali dei prodotti in termini di complessità e rischiosità, l'analisi del relativo materiale pubblicitario e l'esame dei profili di criticità della situazione finanziaria, patrimoniale e reddituale degli emittenti.

Tali iniziative sono anche propedeutiche all'applicazione della proposta di *product intervention* formulata nell'ambito dei lavori di revisione della MiFID.

Infine, sarà sistematizzata la procedura di scambio di informazioni con Banca d'Italia e Ivass, con riferimento rispettivamente all'approvazione dei prospetti riguardanti prodotti finanziari *non equity* e alla vigilanza informativa sui prodotti finanziario-assicurativi.

#### 1.4 Frammentazione degli scambi

A partire dall'entrata in vigore della MiFID, l'abolizione della facoltà per gli Stati membri di imporre la concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati ha consentito ai sistemi multilaterali di negoziazione di guadagnare in breve tempo ampie quote di mercato. La quota di mercato di Borsa Italiana si è ridotta dal 2008 a oggi di circa il 20 per cento, a vantaggio soprattutto di Chi-X.

Il proliferare di più sedi di negoziazione in concorrenza tra loro può generare vantaggi in termini di innovazione, volume complessivo degli scambi e riduzione dei costi di negoziazione. In assenza di un efficace meccanismo di consolidamento delle informazioni e di una concreta attuazione del principio di *best execution*, la presenza di più *trading venues* può tuttavia compromettere il buon funzionamento dei mercati finanziari, conducendo alla frammentazione della liquidità e minando l'efficienza del processo di formazione dei prezzi.

Per garantire l'efficacia dei presidi introdotti dalla MiFID in termini di trasparenza delle negoziazioni e *best execution*, la Consob rafforzerà la vigilanza sui flussi informativi a sua disposizione, migliorandone l'organizzazione sul piano informatico e verificando tramite iniziative puntuali il rispetto della disciplina sulla *best execution* da parte degli intermediari, con particolare riguardo ai meccanismi automatici di selezione delle piattaforme di negoziazione (*smart order routing*). Verranno, inoltre, potenziati i controlli sull'adempimento degli obblighi di *transaction reporting* e di trasparenza *post-negoziazione*.

#### 1.5 *High frequency trading*

Negli ultimi anni il progresso tecnologico e l'innovazione hanno favorito la diffusione del fenomeno dell'*high frequency trading* (HFT), una modalità operativa basata sull'impiego di algoritmi che consentono di acquisire, elaborare e reagire alle informazioni di mercato con una velocità elevata.

L'HFT ha suscitato l'interesse di *policy makers* e studiosi per i potenziali effetti negativi che possono derivarne. In primo luogo, si evidenziano rischi di tipo sistemico, poiché l'utilizzo di strategie correlate da parte degli *high frequency traders* amplifica sia un eventuale shock relativo a un singolo operatore sia pressioni ribassiste del mercato. In secondo luogo, l'HFT potrebbe influire negativamente sull'efficienza informativa dei prezzi, in quanto gli ordini generati automaticamente da un software sulla base della mera osservazione dei prezzi, dei volumi e delle transazioni potrebbero non dare alcun contributo informativo sui fondamentali dei titoli. Inoltre la presenza di *high frequency traders* potrebbe allontanare dal mercato gli investitori tradizionali, incapaci di competere con operatori così sofisticati,

con una conseguente ulteriore riduzione dell'efficienza informativa dei prezzi. Infine, l'HFT potrebbe compromettere l'integrità dei mercati, poiché tale pratica può essere accompagnata da strategie manipolative volte ad alterare la corretta rappresentazione del book di negoziazione

L'azione di vigilanza in tale ambito è orientata al puntuale monitoraggio della qualità dei requisiti organizzativi e di controllo delle *trading venues* (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici) e delle imprese di investimento. Nel 2013 la Commissione ha avviato, infatti, indagini conoscitive sulle caratteristiche microstrutturali delle piattaforme di negoziazione e sulle politiche di esecuzione degli ordini di un campione di intermediari, integrando le informazioni acquisite con specifiche iniziative ispettive.

Ad esito di tali indagini l'Istituto ha realizzato una ricognizione completa delle caratteristiche di tutte le infrastrutture di negoziazione operanti in Italia, tracciandone un quadro molto circostanziato dei punti di forza e di debolezza. Le *trading venues* interverranno per superare le criticità individuate con iniziative che saranno oggetto di monitoraggio da parte della Consob nel corso del 2014.

## 2 Il potenziamento dei mercati finanziari

La dimensione dei mercati mobiliari italiani, e di quello azionario in particolare, mostra una carenza strutturale rispetto a tutte le principali economie europee. Alla fine del 2013, il numero di emittenti quotati sul Mercato telematico azionario era pari a 246 società italiane, in ulteriore contrazione rispetto alle 253 di fine 2012.

Le ragioni dello scarso sviluppo della Borsa nel nostro Paese sono riconducibili, come noto, all'elevata frammentazione del sistema produttivo italiano, alla centralità del credito bancario quale fonte di finanziamento, alla scarsa propensione alla quotazione delle piccole-medie imprese (Pmi) e al ruolo ancora estremamente limitato degli investitori specializzati nell'investimento in capitale di rischio per le Pmi (*private equity* e *venture capital*).

L'Istituto intende adoperarsi, nell'ambito delle proprie competenze, per favorire il rafforzamento del mercato finanziario domestico e, in particolare, lo sviluppo di fonti di finanziamento alternative al credito bancario (quotazione in borsa, *venture capital*, *crowdfunding*, minibond, etc.). Sono importanti anche iniziative atte a rimuovere o alleviare l'attuale saturazione dei canali di espansione degli attivi bancari, quali quelle volte a potenziare gli strumenti di ampliamento del credito a parità di dotazione patrimoniale delle banche (cartolarizzazione crediti e sistema di garanzie).

Oltre alle già menzionate attività in materia di *crowdfunding* (si veda il precedente Capitolo II *L'attività regolamentare*), nel 2013 la Consob

ha proseguito l'attività tesa a dare impulso agli investimenti in *equity*. In particolare, nell'ambito del Gruppo di lavoro istituito l'anno precedente con le principali associazioni di categoria ha siglato, nel mese di marzo, un Memorandum di intesa che ha dato avvio alla fase più strettamente operativa del progetto denominato 'PiùBorsa'.

Il Memorandum di intesa individua le iniziative dei partecipanti, dirette a imprese di piccola e media dimensione, volte a stimolare la domanda di titoli azionari da parte degli investitori e l'interesse delle imprese alla raccolta di capitale di rischio.

Infine, il Gruppo di lavoro, ad esito degli approfondimenti di tre specifici tavoli tecnici, ha presentato al Governo proposte di semplificazione normativo-regolamentare, interventi per la promozione di un fondo di fondi specializzati in *small caps* e interventi di incentivazione fiscale a supporto dello sviluppo del mercato di Borsa, in risposta alla consultazione pubblica sul Piano 'destinazione Italia'.

### 3 Il rafforzamento dell'interazione con le Associazioni di categoria dei risparmiatori

La qualità delle informazioni possedute e il loro tempestivo aggiornamento sono variabili critiche per l'efficacia delle azioni di vigilanza. In questa prospettiva, è auspicabile incrementare il contributo informativo che il pubblico dei risparmiatori può fornire alla Consob, anche tramite gli esposti.

Inoltre, si ritiene fondamentale investire in educazione finanziaria per innalzare il livello dell'interazione con i risparmiatori. Tutti gli sforzi effettuabili in tale direzione rappresentano il modo più naturale per rafforzare le reali capacità di discernimento degli investitori, pur sapendo che i risultati sono ottenibili solo nel lungo periodo.

In quest'ottica la Consob ha definito, insieme a nove delle più rappresentative Associazioni dei consumatori, il progetto 'Carta degli investitori', con l'obiettivo di fornire ai risparmiatori, attraverso uno spazio internet specifico, strumenti operativi concreti per l'apprendimento delle nozioni elementari in materia di 'gestione' del risparmio personale, per acquisire conoscenza dei propri diritti, delle loro concrete modalità di esercizio e, qualora necessario, delle forme di tutela più consone per la difesa delle proprie prerogative.

Il portale dedicato all'educazione finanziaria avrà finalità informative e formative e costituisce uno strumento attraverso il quale ridurre le asimmetrie cognitive che penalizzano i risparmiatori e rendere più efficiente il sistema finanziario domestico.

Infine, nell'ottica di potenziare la tutela degli investitori *retail* e la fiducia nel sistema finanziario, è necessario migliorare l'efficacia del sistema di risoluzione stragiudiziale della controversie. Alla luce dell'esperienza operativa maturata sinora, la Consob ha proposto al Legislatore primario un meccanismo di risoluzione ad adesione obbligatoria da parte degli intermediari. In tal modo all'attuale Camera di Conciliazione e Arbitrato si sostituirebbe un nuovo Organismo di tipo decisorio-aggiudicativo, deputato a dirimere le controversie tra risparmiatori e intermediari, in analogia a quello introdotto nell'intermediazione creditizia dal Tub (Arbitro Bancario e Finanziario istituito presso la Banca d'Italia), senza alcun onere gravante sulla finanza pubblica.

#### 4 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Nel corso del 2014 proseguirà l'attività la razionalizzazione e il contenimento dei costi di funzionamento dell'Istituto, oramai gravanti in via esclusiva sui soggetti vigilati.

In linea con le disposizioni in tema di *spending review*, che trovano applicazione diretta nei confronti della Consob, e con l'esigenza di minimizzare gli oneri a carico degli operatori nell'attuale congiuntura economica, anche nel 2014 sono stati pianificati interventi mirati e selettivi di tagli alla spesa corrente e per il personale. In primo luogo, nel 2013 è stata completata la chiusura degli uffici ubicati in via Campania a Roma con conseguente concentrazione di tutto il personale presso il solo immobile di via G.B. Martini. Tale scelta ha consentito di conseguire risparmi della spesa corrente, strutturali e permanenti, di circa tre milioni di euro, già a partire dall'anno in corso. In secondo luogo, anche nel 2013 sono state congelate le politiche di reclutamento di nuove risorse di personale, salvo che per far fronte a specifiche, impellenti e non differibili esigenze.

Anche nel corso del 2014 l'Istituto continuerà ad adoperarsi per il miglioramento dell'efficacia e dell'efficienza dell'azione di vigilanza e amministrativa. In quest'ottica saranno sviluppati strumenti informatici al servizio delle strutture di vigilanza che renderanno possibile la progressiva eliminazione di attività a scarso valore aggiunto e la riduzione dei tempi di reazione dell'Istituto a fronte degli eventi di mercato.

Ulteriori benefici si attendono dal processo di consolidamento dell'iniziativa, resa effettiva a metà 2013, di gestione dematerializzata dei flussi documentali in ingresso e in uscita. Tale innovazione, anche per gli effetti sulle modalità operative di interazione con l'esterno, rafforzerà il processo di semplificazione dell'azione amministrativa, avviato ormai da qualche anno.

In tale ambito si provvederà non solo alla realizzazione di quanto previsto dalla normativa in materia di conservazione sostitutiva, ma anche alla

razionalizzazione della documentazione cartacea, che costituisce un importante patrimonio storico-informativo per l'Istituto.

Particolare attenzione sarà, inoltre, dedicata all'integrazione e alla razionalizzazione del parco applicativo e tecnologico, all'attivazione di strumenti di produttività individuale e di integrazione virtuale (anch'essi strumentali all'abbattimento dei costi), al miglioramento delle sinergie tra le strutture, alla condivisione delle conoscenze specialistiche e alla soluzione di problematiche ricorrendo a *best practice* interne.

In tale contesto, riveste importanza strategica la realizzazione del sistema di *datawarehouse*, volto a rafforzare l'integrazione delle basi dati a disposizione dell'Istituto, eliminare ridondanze e duplicazioni, minimizzare i casi di non agevole reperimento delle informazioni e garantire la profondità storica dei dati.

Proseguiranno, inoltre, la formalizzazione e il consolidamento delle linee guida e delle *policy* di vigilanza, al fine di definire i criteri di esercizio dei poteri dell'Istituto.

## 5 La gestione finanziaria e il finanziamento dell'Istituto

Nel 2013 la spesa corrente si è attestata a 113,5 milioni di euro, con una riduzione di 0,6 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2012. Tale decremento è riconducibile essenzialmente al minor importo degli accantonamenti al 'Fondo rischi restituzione somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari non definitivi' e delle spese per i membri della Commissione. La spesa in conto capitale, pari a 3,7 milioni di euro, è parimenti diminuita di 0,6 milioni di euro rispetto all'anno precedente; essa è riferibile essenzialmente agli interventi di adeguamento degli impianti e delle strutture dell'immobile della sede di Roma, oltre che ad acquisizioni di arredi e di *hardware* e *software*.

La complessiva spesa relativa al 2013 tiene conto degli effetti derivanti dal rinvio del programmato completamento dell'organico di legge e dagli interventi di contenimento operati nel corso degli ultimi anni sulla spesa corrente dell'Istituto (riguardanti la gestione e la manutenzione degli immobili, il noleggio e la manutenzione delle auto di servizio, le spese d'ufficio, le banche dati, le pubblicazioni d'Istituto, etc.). Si ricorda, infatti, che la spesa consuntivata per l'anno 2012 ha registrato una significativa riduzione rispetto all'omologa spesa dell'anno precedente (2,7 milioni di euro).

Le entrate complessive del 2013 (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 108,1 milioni di euro, riferibili per il 90,7 per cento circa a contributi di vigilanza e per il restante 9,3 per cento a entrate diverse (essenzialmente interessi attivi, utilizzo fondi ripristino

immobilizzazioni e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari). Le entrate per trasferimenti da parte dello Stato risultano azzerate per effetto delle disposizioni in materia di *spending review* contenute nell'art. 8, comma 3, del d.l. 95/2012.

La spesa prevista per l'anno 2014 è sensibilmente inferiore all'omologa spesa iniziale per l'anno 2013, mentre risulta lievemente più alta della spesa preconsuntivata per lo stesso anno. Infatti, grazie alle ulteriori misure di riduzione e di razionalizzazione dei costi di gestione operate, la spesa effettiva programmata per il 2014 è risultata pari a 121,2 milioni di euro, con una riduzione di 0,9 milioni di euro rispetto alla omologa spesa programmata per il 2013. Detta spesa riferita al 2014 comprende, inoltre, uno stanziamento di 2,17 milioni di euro correlato al trasferimento da parte della Consob di risorse finanziarie a favore dell'*Autorità di cui al codice in materia di protezione dei dati personali* e della *Commissione di garanzia dell'attuazione della legge sullo sciopero nei servizi pubblici essenziali*. Pur tenendo conto del permanere dell'azzeramento del contributo pubblico, è stato possibile mantenere pressoché inalterato il volume di entrate contributive dovute dai soggetti vigilati. Il gettito contributivo complessivo previsto per il 2014 è risultato, infatti, pari a 101,3 milioni di euro, con un incremento di 2,17 milioni di euro rispetto al gettito previsto per il 2013, corrispondente al richiamato trasferimento di risorse finanziarie a favore di altre Autorità amministrative indipendenti.

Nel corso del 2013 è proseguita l'attività di controllo sulla regolarità amministrativa contabile dell'Istituto da parte del Collegio dei revisori dei conti, insediatosi nei primi mesi del 2012. Nello stesso anno si sono inoltre conclusi i lavori dell'apposita commissione di studio incaricata di sottoporre alla Commissione una proposta di revisione organica del Regolamento per l'amministrazione e la contabilità della Consob. Tale Regolamento, approvato con delibera 18540 del 24 aprile 2013, è stato reso esecutivo dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri il 23 maggio 2013. Nel mese di novembre, la Commissione ha dato piena esecutività al Regolamento stesso, approvando i correlati provvedimenti attuativi.

Nel 2014 proseguiranno le attività di revisione dei criteri di tariffazione da utilizzare per il regime contributivo, al fine di far emergere eventuali attività di vigilanza da assoggettare a contribuzione, oltre che di meglio correlare le contribuzioni dovute alla dimensione effettiva dei soggetti vigilati.

PAGINA BIANCA

B.

L'EVOLUZIONE DEL QUADRO  
DI RIFERIMENTO

PAGINA BIANCA

# I mercati azionari I

## 1 Gli andamenti

Nel 2013 i mercati delle principali economie avanzate hanno registrato un risultato complessivamente positivo per effetto del miglioramento delle prospettive macroeconomiche. Nella seconda parte dell'anno, la crescita economica negli Stati Uniti si è rafforzata e la Fed ha annunciato, di conseguenza, il cosiddetto *tapering*, ossia la riduzione degli acquisti di titoli (inizialmente per 85 miliardi mensili) di dieci miliardi di dollari al mese a partire da gennaio 2014.

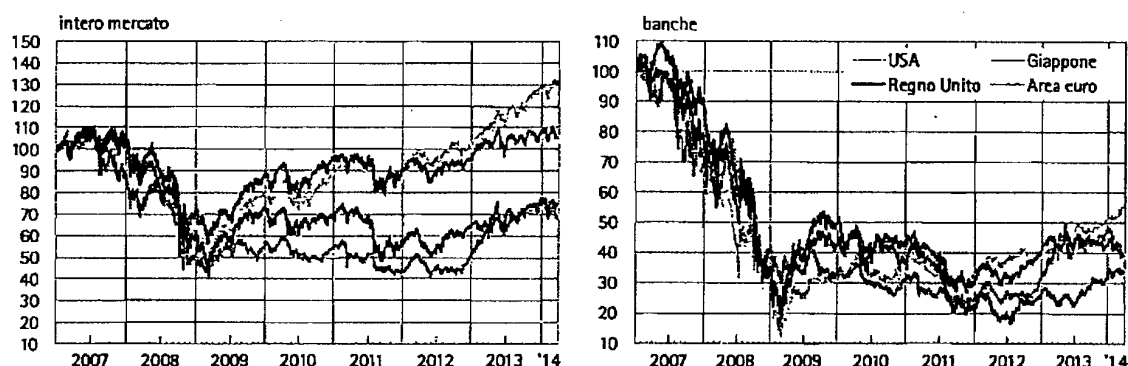
L'annuncio del *tapering*, dapprima accolto con scarso favore, ha stimolato una reazione positiva dei mercati, rassicurati dai segnali di una ripresa solida e dell'impegno della Fed a mantenere basso il tasso di interesse fintanto che il tasso di disoccupazione eccede il 6,5 per cento. Inoltre, a fine 2013, l'innalzamento del tetto del debito pubblico (prima fino a febbraio dell'anno successivo e poi fino a marzo 2015) ha risolto, sia pure in modo temporaneo, le incertezze legate alla politica fiscale statunitense.

Il Regno Unito ha beneficiato di una ripresa economica migliore delle aspettative, a fronte di un calo del tasso di disoccupazione su livelli prossimi alla soglia alla quale la *Bank of England* ha ancorato le indicazioni circa future modifiche dei tassi di interesse (ossia 7 per cento). Anche in Giappone l'andamento dei mercati ha riflesso un ritmo di ripresa superiore a quello previsto, sebbene ulteriori stimoli di politica fiscale e monetaria potrebbero rendersi necessari per stabilizzare la congiuntura e compensare l'impatto negativo dell'innalzamento dell'imposta sui consumi che avrà luogo nel primo semestre del 2014.

Nel corso del 2013, i mercati finanziari dell'Area euro hanno registrato una variazione pari al 18 per cento circa, influenzati positivamente dai segnali di modesta ripresa emersi a partire dal secondo trimestre e dal ritorno degli investitori esteri nella regione (Fig. 1).

In particolare il settore bancario dell'Area euro ha sperimentato un rialzo dei corsi pari al 26 per cento circa; la dinamica di settore appare particolarmente favorevole nella seconda metà dell'anno quando l'indice di riferimento ha registrato una variazione del 40 per cento, notevolmente superiore a quella sperimentata in altre economie avanzate (+11 per cento negli USA, +12 per cento in Giappone e +2 per cento nel Regno Unito).

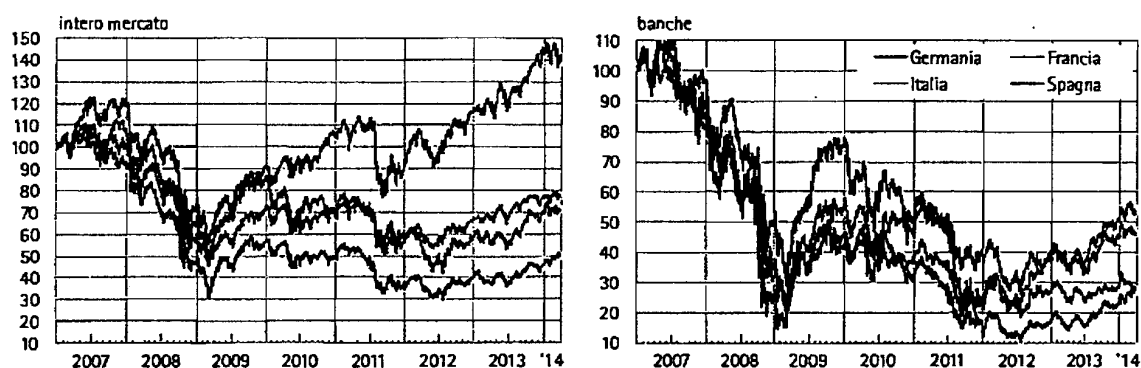
**Fig. 1 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi avanzati**  
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 14/03/2014; 01/01/2007=100)



Fonte: Thomson Reuters Datastream. Gli indici considerati per l'intero mercato sono lo S&P500 (USA), il Topix (Giappone), il Ftse100 (Regno Unito) e l'Euro Stoxx 50 (Area euro), mentre per il settore bancario sono, rispettivamente, lo S&P500 Banks, lo Japan Ftse Banks, lo UK Ftse Banks e l'Euro Stoxx Banks.

La crescita degli indici azionari nell'Area euro ha riguardato sia i paesi periferici sia i paesi core, registrando variazioni comprese tra il 17 per cento circa in Italia e il 25 per cento circa in Germania (Fig. 2).

**Fig. 2 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi dell'Area euro**  
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 14/03/2014; 01/01/2007=100)



Fonte: Thomson Reuters Datastream. Gli indici considerati per l'intero mercato sono il Dax30 (Germania), il Cac40 (Francia), l'Ibex35 (Spagna) e il Ftse Mib (Italia), mentre per il settore bancario sono gli indici Ftse Banks dei rispettivi paesi.

All'inizio del 2014, la pubblicazione di dati congiunturali meno positivi del previsto per USA e Cina, le incertezze legate al deflusso di capitali dai paesi emergenti e, in ultimo, le turbolenze derivanti dalla crisi ucraina hanno determinato una lieve correzione al ribasso nei mercati azionari nelle principali economie avanzate (-3,4 per cento nell'Area euro; dato al 14 marzo 2014).

I primi mesi dell'anno sono stati caratterizzati da significative correzioni dei tassi di cambio e dei corsi azionari di diverse economie emergenti, tra cui, in

particolare, Argentina, Turchia, Sudafrica e Brasile; le turbolenze hanno interessato, seppur in misura minore, anche Ungheria, Russia e Messico.

Tale fenomeno è stato innescato dall'avvio del *tapering*: già la scorsa estate, in seguito all'annuncio di un imminente ridimensionamento degli impulsi di politica monetaria statunitense, le economie emergenti avevano sperimentato importanti deflussi di capitali. Fino a quel momento, gli stimoli a cui erano ricorse la Fed e, in generale, le banche centrali dei principali paesi avanzati avevano orientato l'abbondante liquidità disponibile verso le economie in rapida crescita, provocando pressioni al rialzo sulle relative valute nonché l'accumulo di squilibri finanziari.

In particolare, negli ultimi anni il volume dei finanziamenti in dollari erogati dalle banche estere ai paesi emergenti si è espanso rapidamente: secondo la Banca dei Regolamenti Internazionali, tra gli inizi del 2009 e giugno 2013, le passività denominate in dollari sono più che raddoppiate in Brasile e India, mentre hanno evidenziato una crescita più moderata in Turchia e Corea. Tale circostanza ha esposto i paesi emergenti al rischio di cambio e agli effetti dell'innalzamento dei tassi di interesse statunitensi, accrescendone i costi di rifinanziamento del debito.

Le scelte di politica monetaria della Fed sono verosimilmente destinate ad avere effetti rilevanti per le economie più fragili, quali Argentina e Turchia, mentre dovrebbero risolversi velocemente per quelle più solide, come i paesi asiatici.

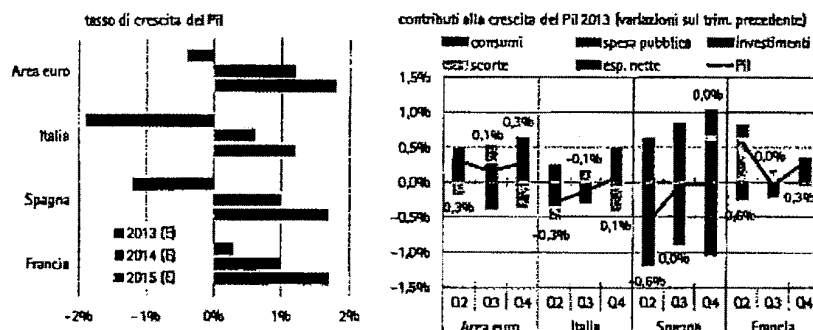
Nell'Area euro, nonostante i segnali di ripresa, il quadro resta complesso e i rischi legati alla crescita economica permangono al ribasso. Le differenze tra i paesi core e i paesi periferici sono significative, con livelli di disoccupazione ancora elevati nelle aree più vulnerabili. In un contesto di tassi di inflazione molto bassi, in parte ascrivibili alla dinamica dei prezzi dei beni energetici, rimane sullo sfondo il rischio di una spirale deflazionistica. Infine, l'euro forte si riflette sulla competitività percepita delle imprese dell'Area attive sui mercati extraeuropei e può penalizzare la crescita delle esportazioni (Riquadro 1).

## Riquadro 1

### L'attività economica nell'Area euro

Secondo la Commissione europea nel prossimo biennio l'Area euro dovrebbe sperimentare una moderata ripresa, con un aumento del Pil compreso tra l'1,2 per cento nel 2014 e l'1,8 per cento nel 2015. Le stime relative ai paesi membri sono, tuttavia, eterogenee. L'Italia, tuttavia, dovrebbe tornare a crescere a ritmi superiori all'uno per cento solo nel 2015, dopo aver registrato nel 2013 una flessione dell'attività economica più significativa di quella spagnola e aver beneficiato del contributo positivo di esportazioni nette e investimenti nell'ultimo trimestre del 2013.

## Crescita del prodotto in alcuni paesi dell'Area euro

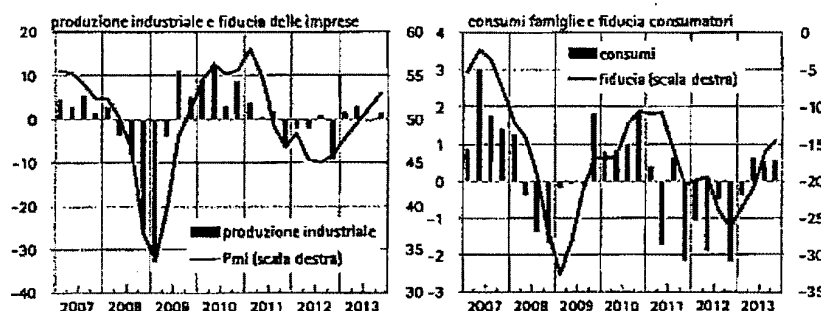


Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e Thomson Reuters.

La produzione industriale nell'Area euro è tornata positiva nell'ultima parte dell'anno dopo aver sperimentato un andamento altalenante, segnando una crescita complessiva superiore al 5 per cento.

È migliorato, inoltre, il clima di fiducia sia delle imprese sia dei consumatori. L'indicatore riferito alle imprese ha superato, nel mese di gennaio 2014, la soglia dei 50 punti che demarca il limite tra aspettative di espansione e recessione, mentre quello riferito ai consumatori è tornato positivo, per la prima volta dal 2011, a partire dal secondo trimestre del 2013.

## Produzione industriale, consumi delle famiglie e clima di fiducia nell'Area euro

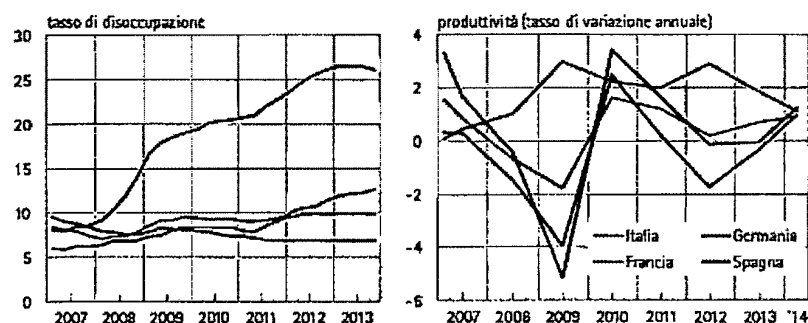


Il mercato del lavoro risente profondamente della perdurante fase di debolezza congiunturale, soprattutto in Spagna e Italia, dove il tasso di disoccupazione ha raggiunto, rispettivamente, il 26 e il 12 per cento a fine 2013. In Germania esso risulta inferiore al 7 per cento.

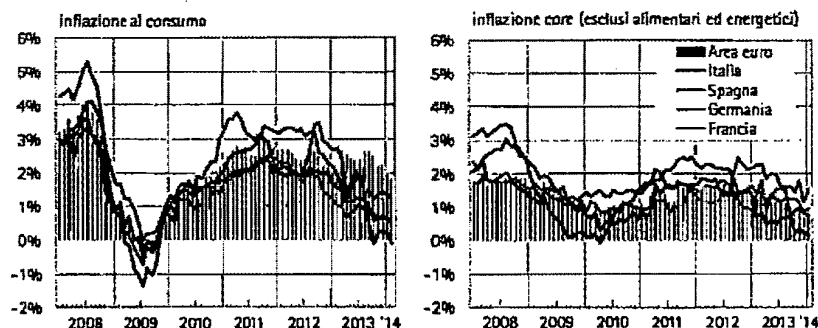
Il tasso di crescita tendenziale della produttività ha contestualmente continuato a registrare un andamento positivo in Italia, Francia e Germania e negativo in Spagna.

In un contesto di elevata disoccupazione e bassa crescita del prodotto, i tassi di inflazione dei principali paesi dell'Area euro sono diminuiti significativamente portandosi, a fine 2013, al di sotto dell'uno per cento in Italia e Spagna. L'inflazione core a gennaio 2014 è prossima allo zero in Spagna, mentre risulta lievemente minore dell'uno per cento in Italia e Germania.

## Disoccupazione e produttività nei principali paesi dell'Area euro

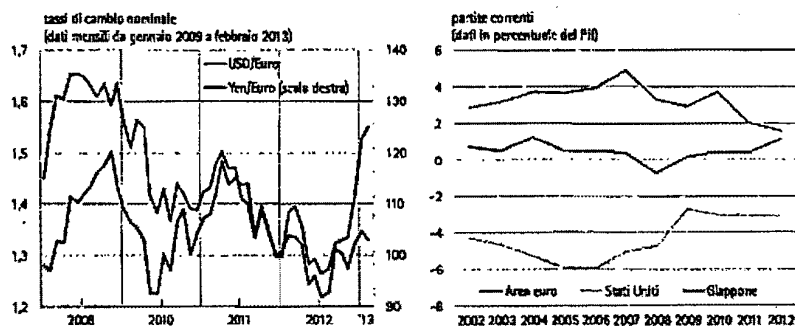


## Inflazione nei principali paesi dell'Area euro



Nel 2013 l'euro si è apprezzato del 5 per cento rispetto al dollaro e del 22 per cento rispetto allo yen; nei primi mesi del 2014, la moneta unica ha continuato a rafforzarsi (salvo un lieve deprezzamento verso lo yen nel mese di febbraio). Nello stesso periodo si è consolidato l'avanzo delle partite correnti dell'Area euro, attestandosi al 2,2 per cento del Pil (quasi un punto percentuale in più rispetto al 2012), mentre si è ridotto il surplus del Giappone passato dall'1,1 per cento del Pil nel 2012 allo 0,9 per cento nel 2013. Il disavanzo degli Stati Uniti è rimasto sostanzialmente stabile al 2,5 per cento, ben al di sotto dei livelli registrati prima del 2008.

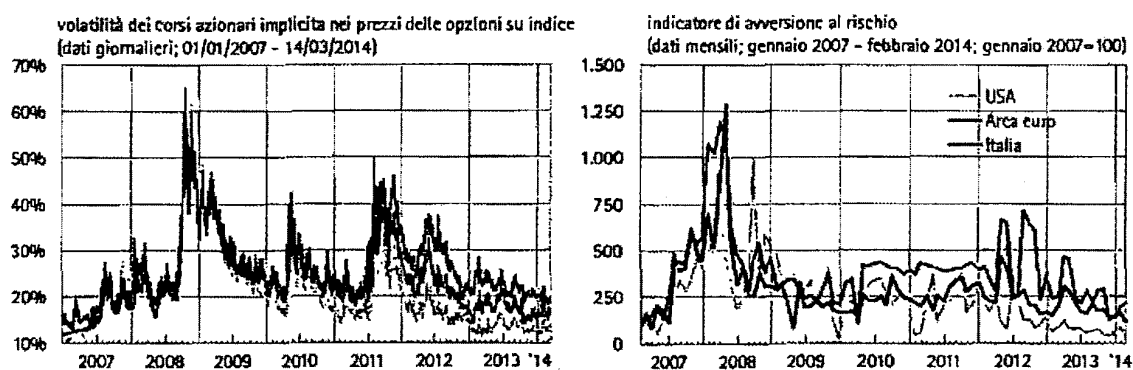
## Tasso di cambio dell'euro e partite correnti



Nei primi mesi del 2014, la volatilità implicita nei mercati azionari delle principali economie avanzate si mantiene sui livelli di inizio 2013. Per l'Italia, continua la progressiva diminuzione avviatasi a partire da metà giugno dell'anno scorso e temporaneamente interrotta dalle turbolenze riferibili alle economie emergenti (Fig. 3).

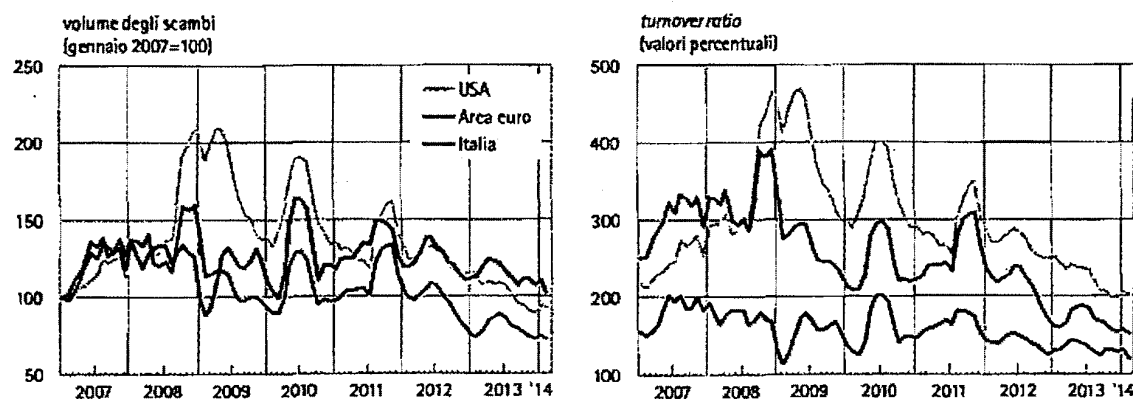
A partire dalla seconda metà del 2013, si è registrata una riduzione del volume delle negoziazioni sia nell'Area euro sia negli USA (Fig. 4).

Fig. 3 Volatilità implicita e avversione al rischio sul mercato azionario



L'indicatore di avversione al rischio è stimato confrontando la distribuzione storica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari (per la metodologia si veda Shimko, 1993); viene riportata la media mobile su 3 mesi. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

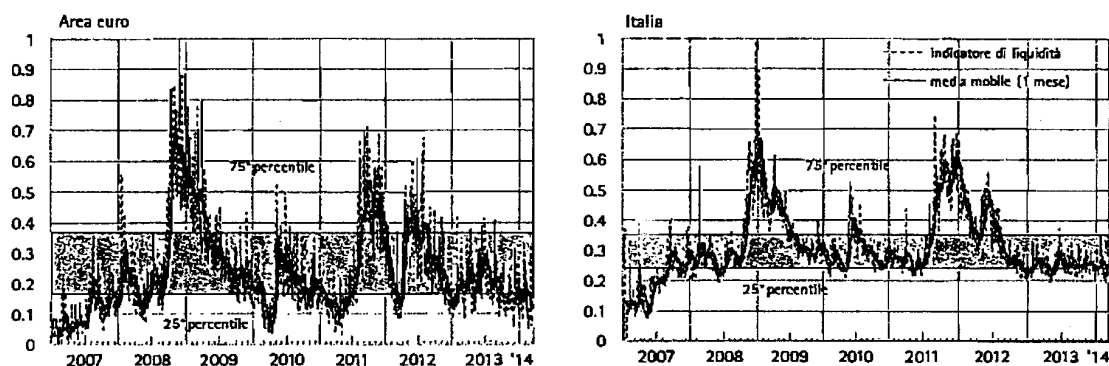
Fig. 4 Volume degli scambi azionari e indicatore di *turnover ratio* nell'Area euro (valori in miliardi di euro; dati mensili; ottobre 2011 - febbraio 2014)



Il *turnover* è dato dal rapporto tra la media del controvalore degli scambi e la media mensile del controvalore complessivo dei titoli inclusi nell'indice. Gli indici considerati sono lo S&P500 (USA), l'Euro Stoxx 50 (Area euro) e Ftse Mib (Italia). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

La liquidità delle principali *blue chips* europee, sia pure a fronte di un andamento discontinuo che ha riflesso le *performance* degli indici azionari, è complessivamente cresciuta, portandosi su livelli comparabili a quelli registrati nel giugno 2011, ossia prima dell'acuirsi della crisi del debito sovrano (Fig. 5).

**Fig. 5 Liquidità del mercato azionario**  
(dati giornalieri; 01/08/2007 - 14/03/2014)



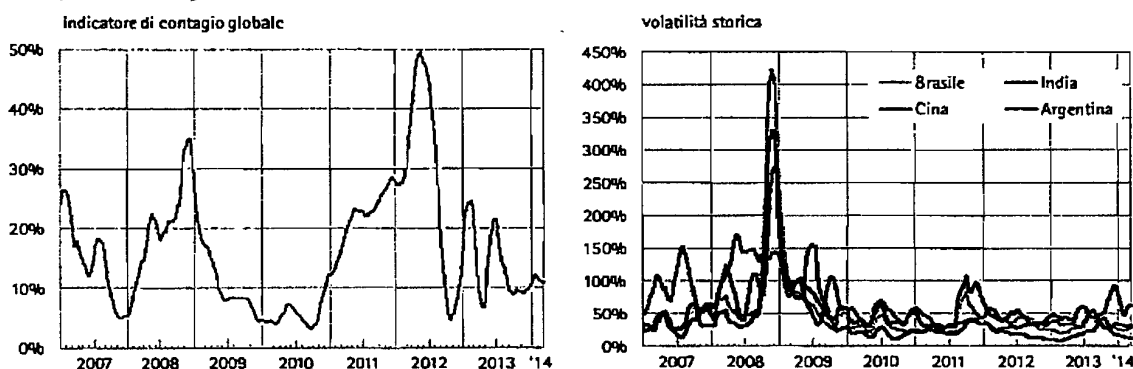
L'indicatore di illiquidità adottato è una misura sintetica di 4 sotto-indicatori (*price impact*, *implied volatility*, *bid-ask spread* e *range indicator*) ottenuta applicando l'analisi delle componenti principali (primo fattore comune). L'indicatore è compreso tra 0 (= alta liquidità) e 1 (= bassa liquidità). Si riporta la media mobile su 20 giorni. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

## 2 Il contagio, l'*herding behaviour* e l'efficienza informativa dei mercati

Gli indicatori di contagio e di percezione del rischio desumibili dai prezzi degli strumenti finanziari segnalano un ritorno alla normalizzazione dell'andamento dei mercati, che dovrebbero ricominciare a esprimere quotazioni sempre meno condizionate dalla percezione di rischi sistemici.

Tale circostanza è confermata anche dal calo dell'intensità della correlazione fra indici azionari di un campione di paesi non attribuibile a fattori fondamentali, stimata sia a livello globale sia per le economie europee (Fig. 6 e Fig. 7).

**Fig. 6 Contagio globale e volatilità storica**  
(valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2007 - 14/03/2014)

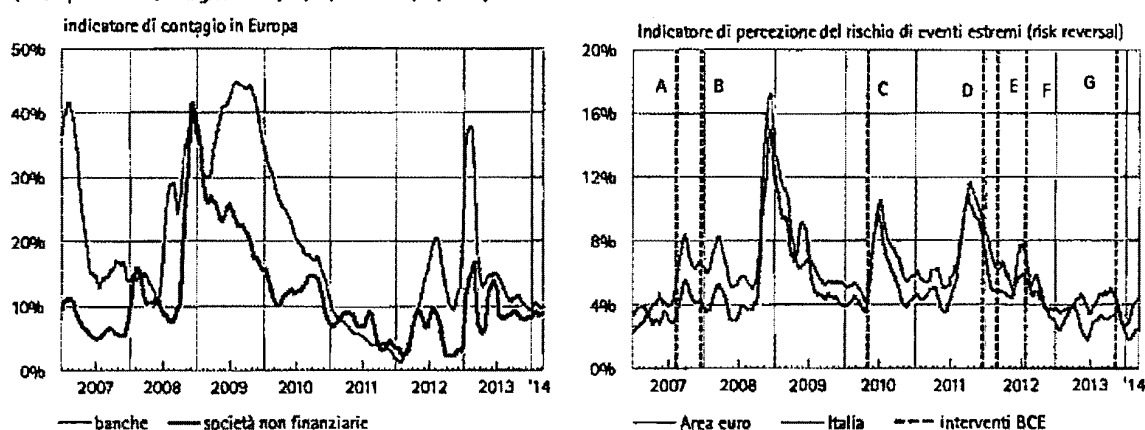


L'indicatore di contagio (grafico di sinistra) è stato stimato utilizzando le serie storiche giornaliere dei rendimenti azionari degli indici Merval (Argentina), Bovespa (Brasile), Micex (Russia), Sensex (India), Shenzhen SE (Cina), MSCI Turkey, S&P500 (US), Euro Stoxx 50 (Area euro), Ftse100 (RU) and Topix (Giappone); per la metodologia di stima si veda il Quaderno di Finanza Consob n. 72. La volatilità storica annualizzata dei rendimenti azionari è stata stimata applicando un modello Garch multivariato (grafico di destra). Per entrambi gli indicatori è riportata la media mobile a due mesi. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

In particolare, nell'Area euro il contagio ha continuato a ridursi stabilmente a partire dalla seconda metà del 2013 sia nel settore bancario sia in quello non finanziario. Tale dinamica riflette i segnali di una fragile ripresa economica nella regione e il risanamento dei conti pubblici di Irlanda e Portogallo.

L'allentamento delle tensioni si coglie anche nell'andamento dell'indicatore di percezione di rischi estremi, che ha ripreso a diminuire nei primi mesi del 2014 tale dinamica riflette anche le reiterate dichiarazioni della BCE circa l'intenzione di adottare tutte le misure necessarie per scongiurare il rischio di deflazione nell'Area euro.

Fig. 7 Contagio e percezione del rischio di eventi estremi (*risk reversal*) nei mercati azionari europei (valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2007 - 14/03/2014)

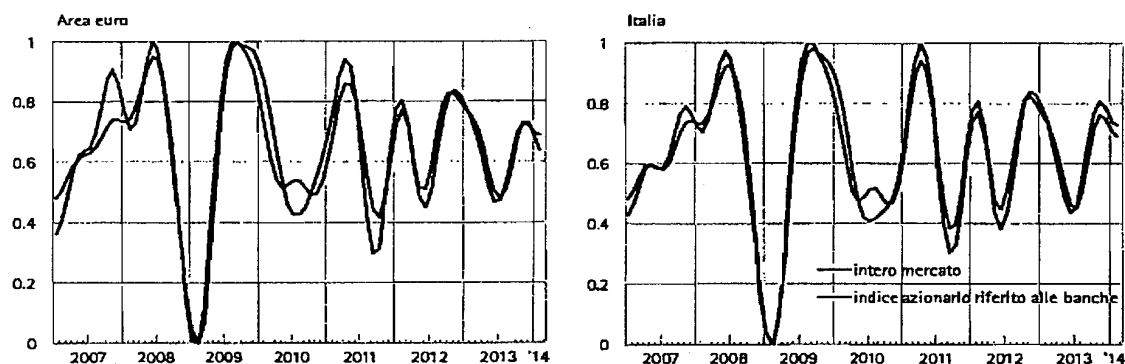


L'indicatore di contagio (grafico di sinistra) è stato stimato utilizzando le serie storiche giornaliere dei rendimenti azionari (indici MSCI) di Regno Unito, Germania, Francia, Italia, Spagna, Grecia, Portogallo, Irlanda, Olanda, Austria e Finlandia (per la metodologia di stima si veda il Quaderno di Finanza Consob n. 72). L'indicatore di *risk reversal* (grafico di destra), definito come differenza fra la volatilità implicita delle opzioni put *out of the money* e la volatilità implicita di opzioni call *out of the money* con la stessa scadenza (2 mesi) e caratterizzate da un medesimo grado di sensibilità del premio rispetto alle variazioni di prezzo dell'asset sottostante (delta pari a 25). L'incremento di tale indicatore segnala una maggiore percezione del rischio di rendimenti negativi estremi da parte degli investitori; per l'Area euro sono state prese in considerazione le opzioni sull'Euro Stoxx 50, per l'Italia le opzioni sul Ftse Mib. Le misure non convenzionali adottate dalla BCE e riportate nella figura corrispondono a: A) immissione di liquidità (09/08/2007); B) accordo di swap con la Fed per fornire liquidità in dollari USA a fronte di garanzie denominate in euro (12/12/2007); C) avvio del Securities Market Programme (09/05/2010); D) prima operazione di *long-term refinancing* a 3 anni (LTRO) (20/12/2011); E) seconda operazione di LTRO a 3 anni (28/02/2012); F) annuncio programma OMT (26/07/2012). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

A fronte della progressiva riduzione della volatilità e dell'avversione al rischio, a partire da giugno 2013 sono migliorate anche le aspettative degli investitori sulle prospettive economiche implicite nei rendimenti dei mercati azionari. Nei primi mesi del 2014 il *market sentiment* ha registrato, tuttavia, un peggioramento a seguito delle difficoltà dei paesi emergenti, delle tensioni geo-politiche connesse alla vicenda ucraina e della diffusione di indicatori sull'attività economica dei paesi avanzati peggiori delle aspettative (Fig. 8).

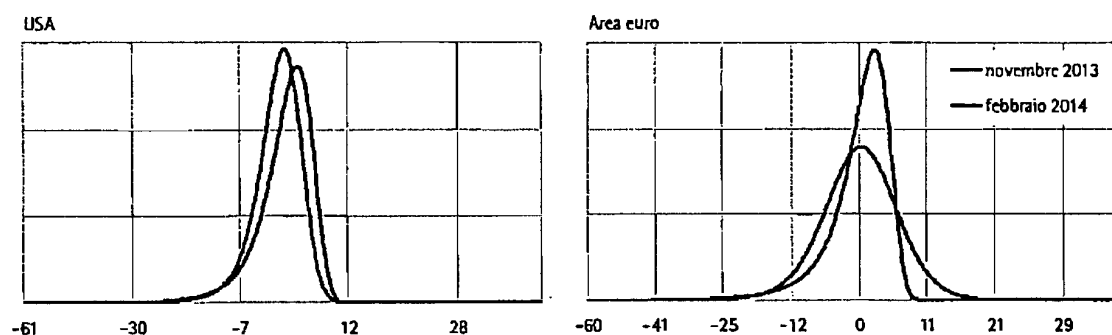
Il deterioramento nel clima di fiducia degli investitori nei primi mesi dell'anno si è riflesso anche nell'andamento delle aspettative sui rendimenti azionari, relative a un orizzonte temporale di tre mesi, estrapolate dai prezzi degli strumenti derivati. A marzo 2014 il mercato sembra aver rivisto al ribasso le aspettative di rendimenti positivi rispetto alla situazione rilevata a novembre 2013, sia per gli Stati Uniti sia per l'Area euro (Fig. 9).

**Fig. 8 Market sentiment** degli investitori sull'andamento del ciclo economico implicito nella dinamica dei corsi azionari  
(dati mensili; gennaio 2007 – febbraio 2014)



Il *market sentiment* è stimato separando la componente di lungo periodo dei rendimenti da quella di breve periodo (maggiormente erratica e volatile). La componente ciclica di ogni serie storica è stata normalizzata tra zero e uno. L'indicatore è stato calcolato applicando alla serie storica degli indici azionari il filtro Christiano-Fitzgerald. Gli indici considerati sono il Ftse Mib e il Ftse Mib Banks per l'Italia e il DJ Euro Stoxx 50 e il DJ Euro Stoxx 50 Banks per l'Europa. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

**Fig. 9 Aspettative sui rendimenti azionari su un orizzonte temporale di tre mesi**

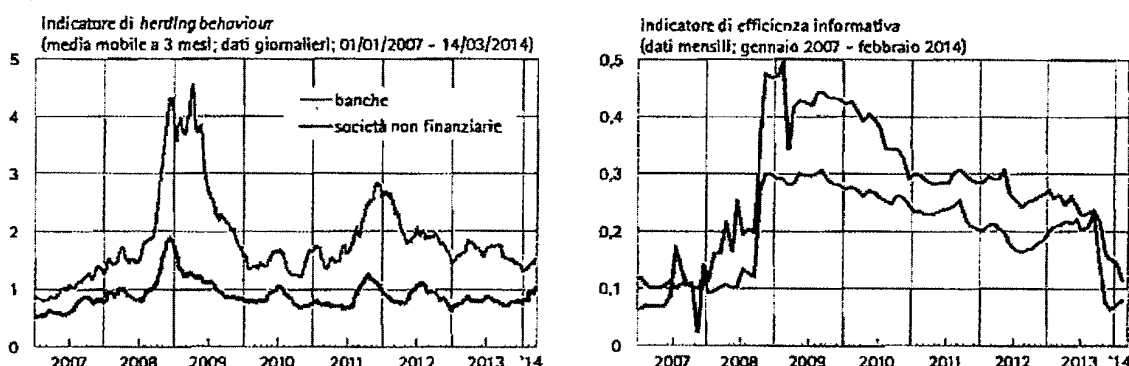


Le figure riportano la distribuzione di probabilità dei rendimenti azionari a tre mesi implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari stimata seguendo l'approccio di Shimko (1993). Sono rappresentate le distribuzioni di probabilità *risk-neutral*, che non riflettono l'avversione al rischio degli investitori. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nella seconda metà del 2013, in linea con il ridimensionamento dei fenomeni di contagio, nell'Area euro è diminuita la propensione degli operatori ad adottare strategie di investimento simili (cosiddetto *herding behaviour*) ed è migliorata l'efficienza informativa dei mercati (Fig. 10).

L'indicatore di *herding behaviour*, basato sulla dispersione dei rendimenti azionari, si è infatti riportato sui livelli del 2010, precedenti alle fasi più acute della crisi del debito sovrano, sia per il settore non finanziario sia per quello bancario, che continua tuttavia a registrare valori stabilmente più elevati. All'inizio del 2014 l'indicatore ha mostrato una tendenza al rialzo in concomitanza con le già menzionate turbolenze dei mercati.

La dinamica dell'indicatore di efficienza informativa dei mercati, corrispondente all'autocorrelazione dei rendimenti azionari, ha segnato un miglioramento della capacità dei prezzi di esprimere i valori fondamentali anziché riflettere fenomeni di contagio e comportamenti imitativi.

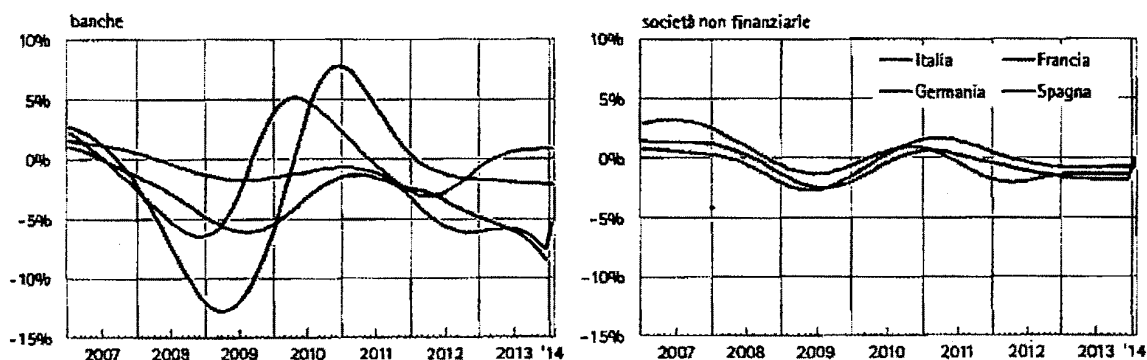
Fig. 10 *Herding behaviour* ed efficienza informativa dei mercati azionari dell'Area euro

L'indicatore di *herding behaviour* (grafico di sinistra) è pari al reciproco della deviazione standard *cross-section* dei prezzi azionari delle principali *blue-chips* secondo la metodologia di Chang, E., Cheng, J. e Khorana, A. (2000). Tale indicatore è stato normalizzato tra zero (punto di minimo della serie) e uno (punto di massimo della serie). Una minore dispersione (e quindi un maggiore valore dell'indicatore) segnala che gli investitori adottano più frequentemente strategie di investimento simili o imitative (che comportano una convergenza delle quotazioni azionarie) e, quindi, che il fenomeno di *herding behaviour* è più intenso. Per le banche, l'indicatore di dispersione è stato calcolato sui titoli inclusi nel *Fise All Share Banks* (Italia), *Datastream Banks* (Spagna), *Cac Banks* (Francia), *Dax Banks* (Germania). Per il settore non finanziario sono stati presi in considerazione i titoli inclusi negli indici *Datastream non financial total markets*. L'indicatore di efficienza informativa (grafico di destra) è dato dal valore assoluto del coefficiente di autocorrelazione del primo ordine tra gli indici azionari utilizzati (indici *Datastream* relativi al settore non finanziario dei principali paesi europei e indici *Euro Stoxx Banks*); la crescita dell'indicatore segnala una riduzione dell'efficienza informativa. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

### 3 La valutazione delle società quotate implicita nei corsi azionari

La redditività delle società quotate non ha ancora beneficiato del graduale miglioramento del contesto economico nell'Area euro, come si evince dalla dinamica degli utili per azione, che continua a registrare tassi di crescita negativi nelle maggiori economie europee sia nel settore bancario (ad eccezione della Francia) sia nel settore non finanziario (Fig. 11).

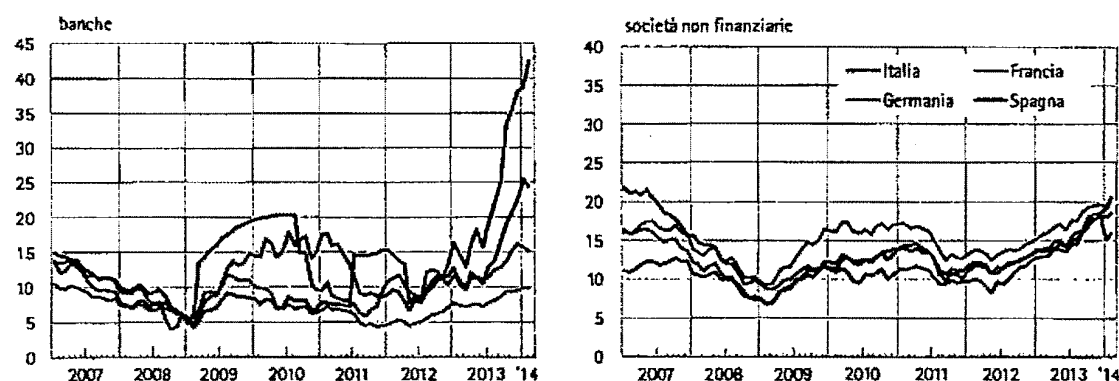
Fig. 11 Tasso di crescita degli utili per azione nell'Area euro (dati mensili; gennaio 2007 - gennaio 2014)



Le banche incluse nel campione sono: Deutsche Bank, Deutsche Postbank, Commerzbank, BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale, Natixis, Crédit Industriel et Commercial, Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare, UBI, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Bankia (dal 2011), Caixa Bank (da dicembre 2012), Banco Popular Español; Banco Español de Crédito, Banco de Sabadell. Le società non finanziarie sono quelle appartenenti all'indice *Datastream* del rispettivo paese. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Le banche italiane e spagnole hanno sperimentato una contrazione della redditività più severa rispetto ai *competitors* europei; contestualmente i corsi azionari hanno sperimentato una significativa crescita. Tali dinamiche spiegano l'incremento del rapporto prezzo/utigli corretto per il ciclo economico e la riduzione del premio al rischio osservati nel corso del 2013 (Fig. 12 e Fig. 13).

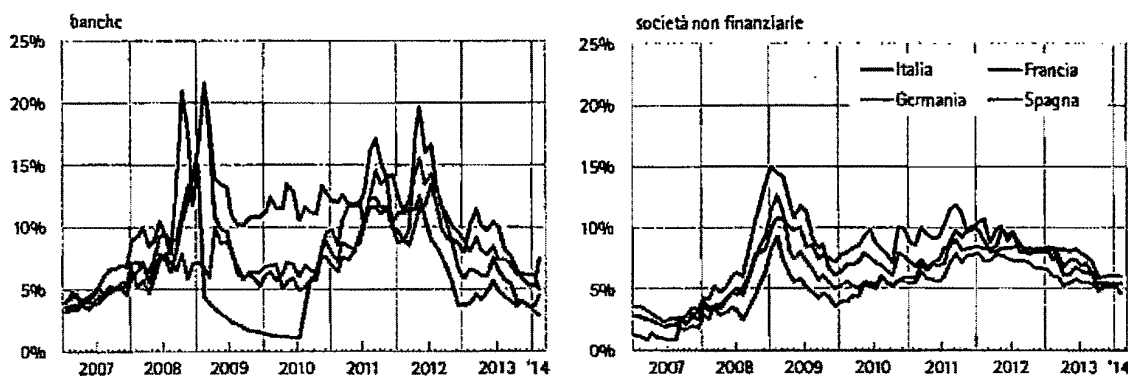
**Fig. 12 Rapporto prezzo-utigli corretto per il ciclo nell'Area euro**  
(dati mensili; gennaio 2007 – febbraio 2014)



Il rapporto prezzo/utile aggiustato per il ciclo economico (mediante il filtro Hodrick-Prescott) si riferisce alle maggiori banche europee per totale attivo e alle società non finanziarie incluse nei relativi indici Datastream. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

L'aumento del *price-earning ratio* risulta più marcato per il settore bancario italiano. Nei primi mesi del 2014 sia il rapporto prezzo/utigli sia l'avversione al rischio hanno mostrato andamenti eterogenei tra settori e paesi.

**Fig. 13 Premi al rischio nell'Area euro**  
(valori percentuali; dati mensili; gennaio 2007 – febbraio 2014)

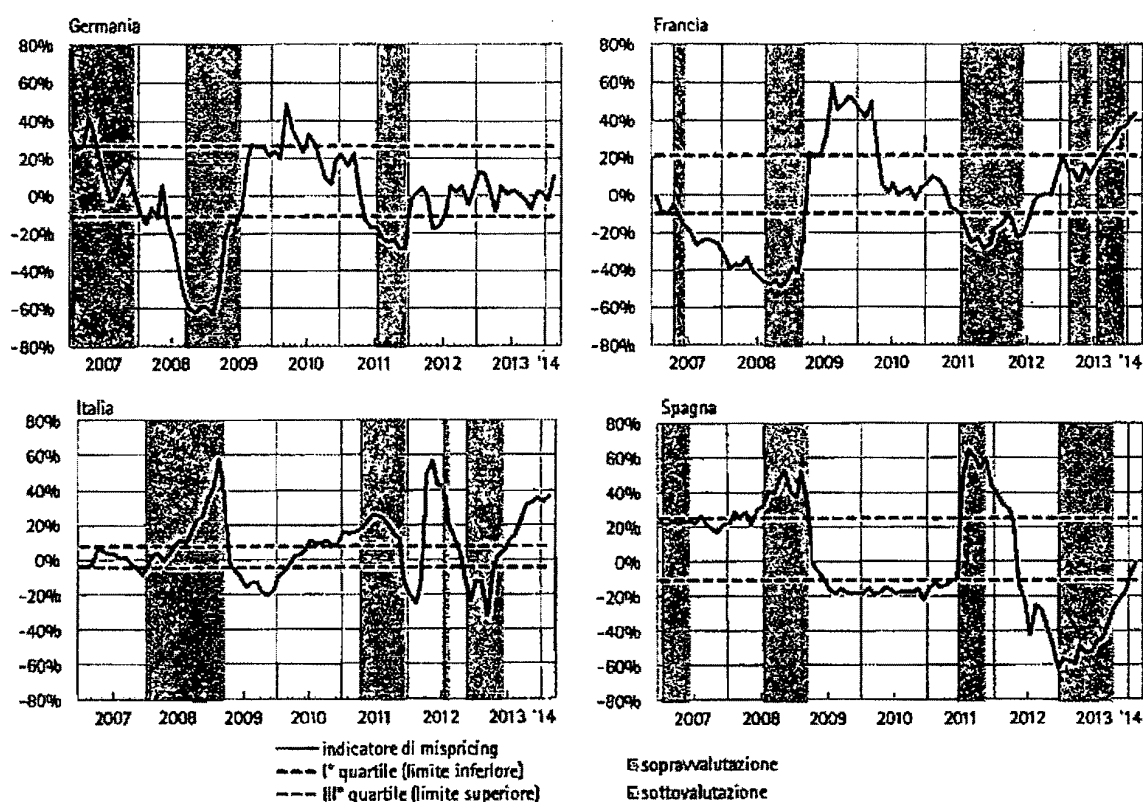


Il campione include le maggiori banche europee per totale attivo (tre tedesche, cinque francesi, cinque italiane, sette spagnole). Per le imprese non finanziarie sono stati considerati gli indici Datastream. Il premio per il rischio è stimato come la media della differenza tra l'utile per azione (il reciproco del P/E ratio) e il tasso reale *risk-free* (approssimato con il tasso di interesse *overnight* per l'Area euro). Per le banche tedesche il premio per il rischio è stato interpolato da marzo 2009 a giugno 2010. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nel corso del 2013 la valutazione delle società espressa dai mercati azionari è risultata disallineata rispetto alla dinamica della redditività del settore bancario di taluni paesi dell'Area euro.

Ad eccezione della Germania, a febbraio 2014 le banche francesi apparivano sottovalutate, anche alla luce della fase del ciclo economico domestico (Fig. 14). Al contrario, per le banche spagnole sembra essere rientrato, nei primi mesi dell'anno, il fenomeno di sottovalutazione che le aveva interessate fin dal 2012. Gli istituti italiani, infine, sembrano sperimentare una sopravvalutazione a partire dal secondo semestre 2013, probabilmente per effetto delle aspettative positive degli investitori sulle prospettive macroeconomiche del Paese e sulla crescita degli utili societari (Fig. 16 e Fig. 17).

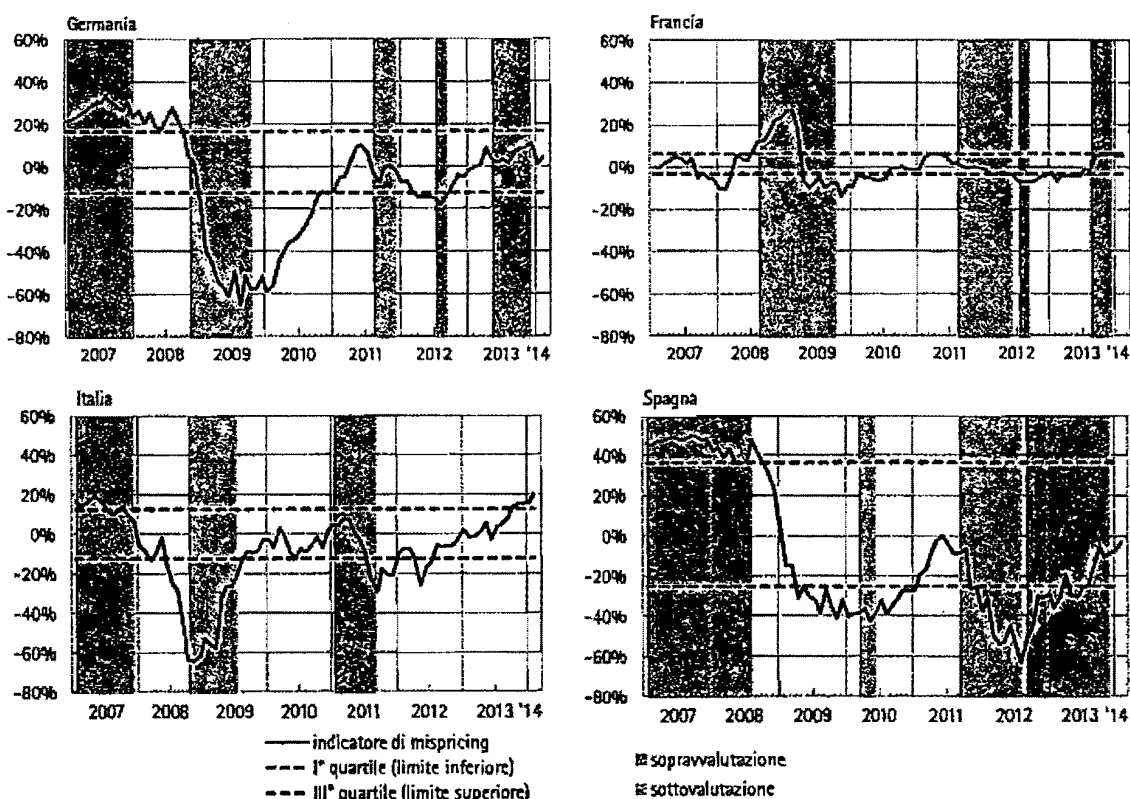
Fig. 14 La valutazione delle banche quotate implicita nei corsi azionari in alcuni paesi dell'Area euro (dati mensili; gennaio 2007 – febbraio 2014)



Il grafico rappresenta la differenza percentuale fra il valore effettivo dei corsi azionari e quello fondamentale stimato sulla base di un modello di co-integrazione VECM sulle serie storiche degli indici azionari, utili per azione aggiustati per il ciclo economico e il premio al rischio (*earnings yield premium*; Campbell and Shiller, 1988; Nelson, 1999; De Bondt et al., 2010). La sotto/sopravalutazione rispetto al ciclo economico è calcolata stimando la serie storica del 1° quartile (3° quartile) della distribuzione degli indici azionari condizionata al Pil (la componente di trend è stata stimata attraverso il filtro di Hodrick-Prescott). L'indicatore segnala sottovalutazione  $p_t < p_{t-1}$  (1° quartile, Pil), e sopravvalutazione se  $p_t > p_{t-1}$  (3° quartile, GDP). Quiros and Timmermann, 2001; Cassola and Morana, 2002; Detken and Smets, 2004. Le elaborazioni si riferiscono alle maggiori banche europee per totale attivo (tre tedesche, cinque francesi, cinque italiane, sette spagnole). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

A differenza del settore bancario, i corsi delle società non finanziarie dei maggiori paesi dell'Area euro non mostrano alcun disallineamento significativo dei valori teorici stimati sulla base della congiuntura domestica, degli utili per azione e dei premi al rischio (Fig. 15).

Fig. 15 La valutazione delle società non finanziarie quotate implicita nei corsi azionari in alcuni paesi dell'Area euro (dati mensili; gennaio 2007 – febbraio 2014)

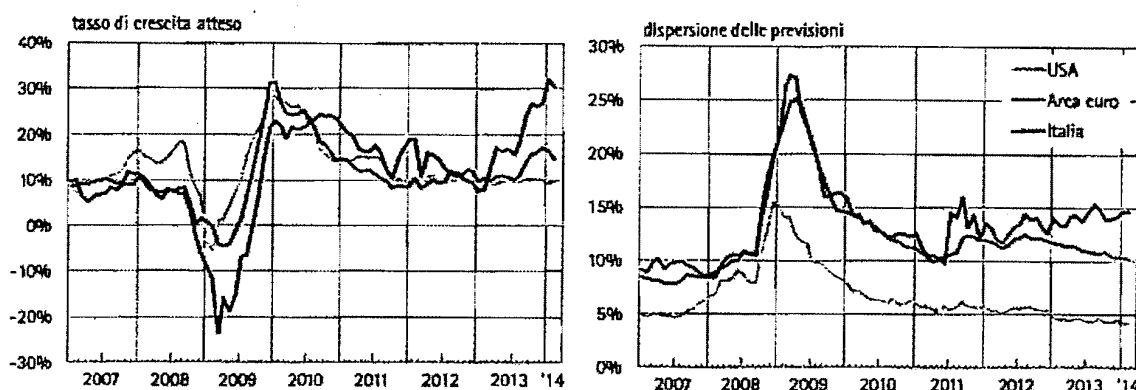


Il grafico rappresenta la differenza percentuale fra il valore effettivo dei corsi azionari e quello fondamentale stimato sulla base di un modello di co-integrazione VECM sulle serie storiche degli indici azionari, utili per azione aggiustati per il ciclo economico e il premio al rischio (*earnings yield premium*; Campbell and Shiller, 1988; Nelson, 1999; De Bondt et al., 2010). La sotto/sopravalutazione rispetto al ciclo economico è calcolata stimando la serie storica del I° quartile (III° quartile) della distribuzione degli indici azionari condizionata al Pil (la componente di trend è stata stimata attraverso il filtro di Hodrick-Prescott). L'indicatore segnala sottovalutazione  $p_t < p_t^*(I^{\text{quartile}}, \text{Pil})$  e sopravalutazione se  $p_t > p_t^*(III^{\text{quartile}}, \text{GDP})$ . Quilès and Timmermann, 2001; Cassola and Morana, 2002; Detken and Smets, 2004. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Le previsioni degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di un anno rimangono piuttosto stabili negli USA, mentre riflettono le aspettative di un incremento significativo del tasso di crescita per l'Italia, superiore a quello atteso mediamente per l'Area euro. Per le società italiane incluse nel Ftse Mib, infatti, il tasso di crescita degli utili atteso è passato da poco meno del 10 per cento alla fine del 2013, a più del 30 per cento a inizio 2014 (Fig. 16).

La dispersione delle previsioni rimane più elevata nell'Area euro rispetto agli Stati Uniti, dove all'inizio del 2014 si registrano valori inferiori a quelli precedenti alla crisi del 2007.

Fig. 16 Previsioni degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di 12 mesi (valori percentuali; dati mensili; gennaio 2007 – febbraio 2014)

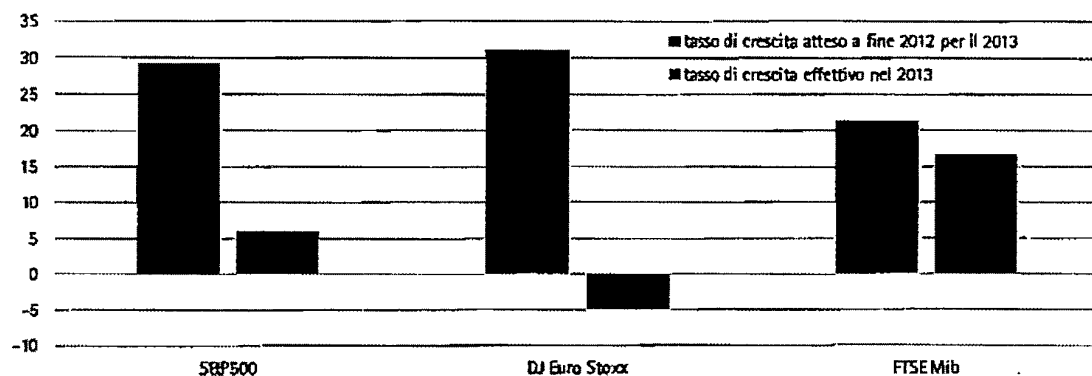


Medie ponderate dei tassi di crescita degli utili delle società incluse nello S&P500 (USA), nel DJ Euro Stoxx (Area euro) e nel Ftse Mib (Italia). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters e Ibes.

Nel 2013 l'andamento degli utili delle società incluse negli indici azionari ha complessivamente disatteso le aspettative degli investitori negli USA e nell'Area euro; per l'Italia, invece, lo scostamento tra crescita attesa ed effettiva è stato meno significativo (Fig. 17).

In particolare il tasso di crescita degli utili delle società incluse nel DJ Euro Stoxx ha subito una flessione del 5 per cento circa a fronte di un dato atteso del 30 per cento; meno marcata la divergenza tra crescita effettiva e crescita attesa degli utili delle società incluse nello S&P500 (rispettivamente, poco più del 5 e quasi il 30 per cento).

Fig. 17 Crescita attesa ed effettiva degli utili societari delle imprese incluse nei principali indici azionari nel 2013



La crescita attesa si riferisce alle previsioni, a fine dicembre 2013, sugli utili a 12 mesi (prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito), mentre la crescita effettiva si riferisce all'utile realizzato nel 2013 (stima a febbraio 2014). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters e Ibes.

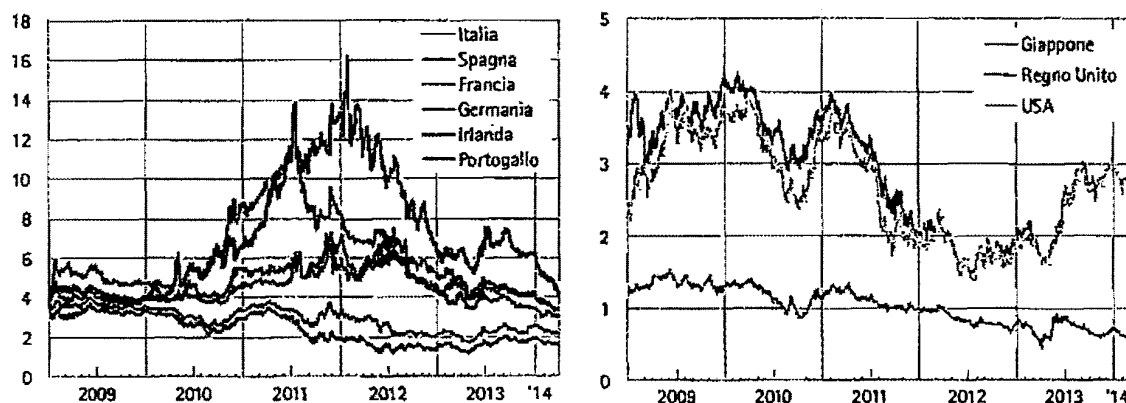
# I mercati non azionari II

## 1 I titoli di Stato

Nel 2013 i mercati dei titoli pubblici dell'Area euro si sono progressivamente stabilizzati grazie al venir meno delle tensioni legate al rischio di disintegrazione della moneta unica. I rendimenti dei titoli di Stato decennali dei paesi più esposti alla crisi sono diminuiti portandosi, a fine anno, su livelli simili a quelli registrati nel 2010; tale tendenza è proseguita nei primi mesi del 2014 (Fig. 18).

Con riferimento alle economie avanzate esterne all'Area euro, i rendimenti sui titoli di Stato decennali hanno continuato a diminuire in Giappone, seppure in modo discontinuo, per effetto della politica monetaria molto espansiva della relativa Banca Centrale. Negli Stati Uniti, invece, ha prevalso un andamento opposto dovuto all'avvio del cosiddetto *tapering*, ossia del ridimensionamento del programma di acquisto di titoli da parte della *Federal Reserve* (Fed).

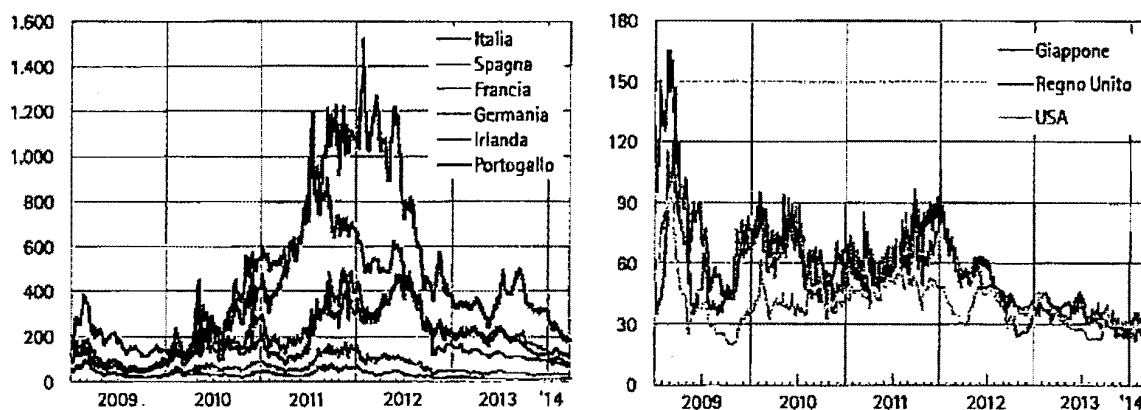
Fig. 18 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni nell'Area euro  
(valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2009 - 14/03/2014)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

La riduzione della percezione del rischio sovrano dei paesi periferici dell'Area euro trova conferma anche nella dinamica delle quotazioni dei *credit default swap* (Cds), che per Spagna e Italia sono tornati sui livelli osservati nel 2009 (Fig. 19).

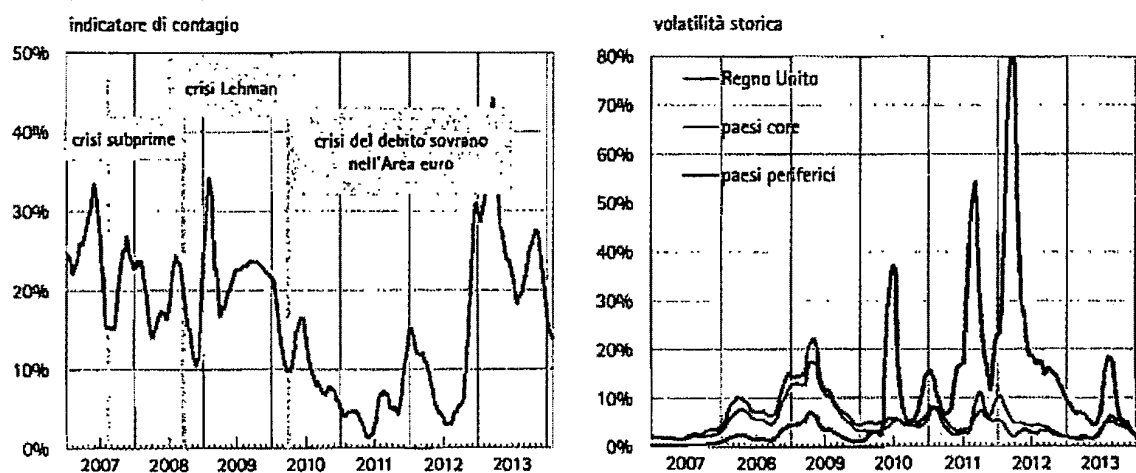
Fig. 19 Premi dei *credit default swap* sovrani a 5 anni nell'Area euro  
(punti base; dati giornalieri; 01/01/2009 - 14/03/2014)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

In generale, il fenomeno del contagio ha mostrato un progressivo ridimensionamento nella seconda parte del 2013, come emerge anche dall'andamento dell'intensità della correlazione fra mercati non attribuibile a fattori fondamentali. Tale correlazione, infatti, si attesta attualmente a livelli simili a quelli registrati prima dell'inizio della crisi del debito sovrano, dopo aver sperimentato un forte aumento nei primi mesi dell'anno, in concomitanza con la crisi cipriota (Fig. 20).

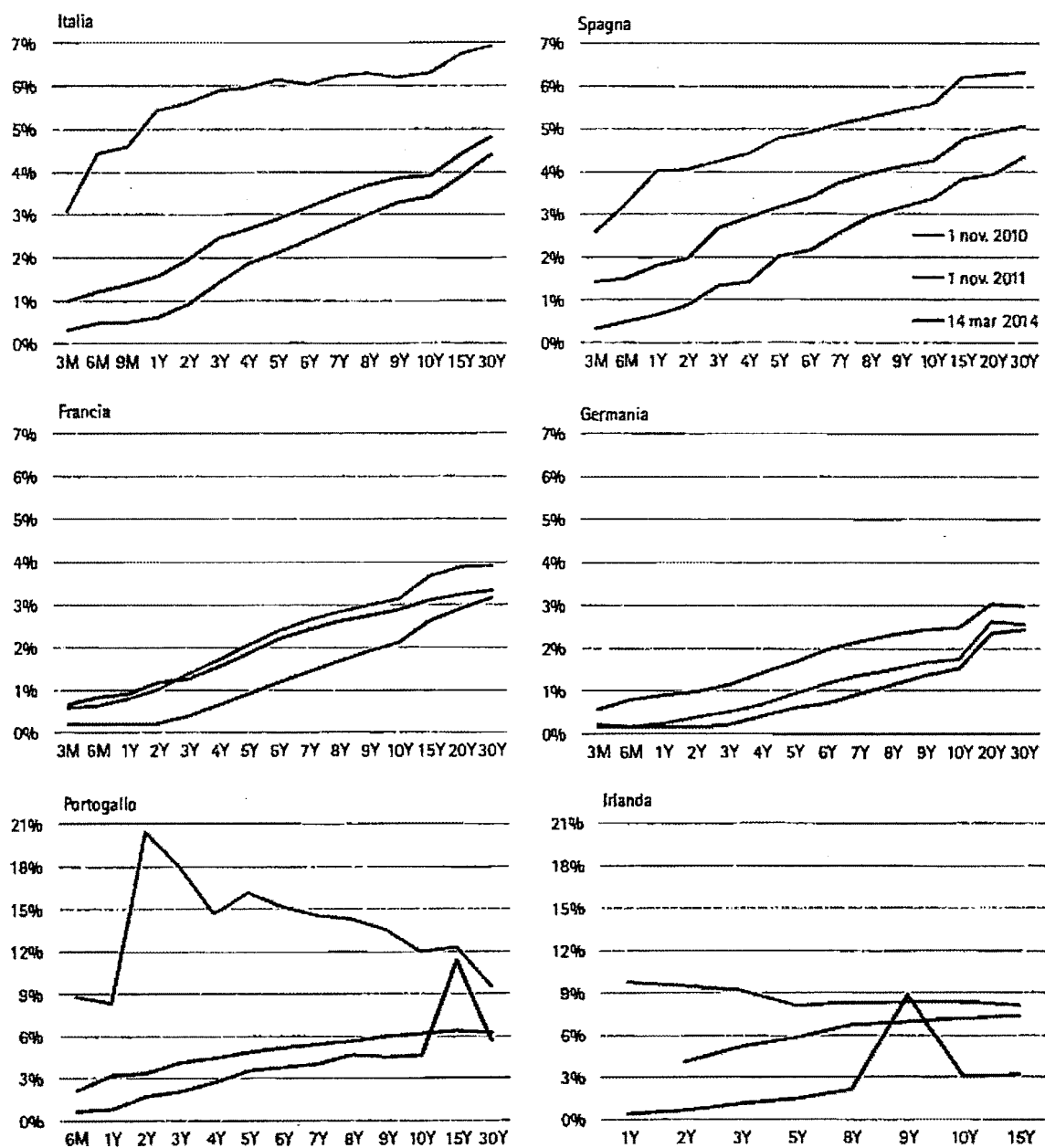
Fig. 20 Indicatore di contagio e volatilità storica degli *spread* dei titoli di Stato a 10 anni per alcuni paesi europei  
(valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2007 - 31/01/2014)



Per la metodologia di costruzione dell'indicatore di contagio si veda Gentile M. e L. Giordano, *'Financial contagion during Lehman default and sovereign debt crisis: an empirical analysis on Euro area bond and equity markets'*, Quaderni di finanza Corsob n. 72. Il campione di paesi include Regno Unito, Germania, Francia, Spagna, Grecia, Portogallo, Irlanda, Austria, Olanda, Finlandia. La figura di sinistra riporta la percentuale delle relazioni di lungo periodo fra gli *spread* dei titoli di Stato dei vari paesi che risultano statisticamente significative, sul totale di tutte le possibili connessioni; le connessioni di lungo periodo sono state individuate applicando il test di co-integrazione bi-variata di Johansen(1988) con una finestra *rolling* di 1.000 giorni (media mobile dell'indicatore su 2 mesi). La figura di destra riporta il valore medio della volatilità storica (annualizzata) delle variazioni degli *spread* dei titoli di Stato inclusi nel campione rispetto al Treasury statunitense (esclusa la Grecia); tale volatilità è stata stimata applicando un modello multivariato Garch. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

La curva dei tassi di interesse sui titoli di Stato italiani si è abbassata di oltre 300 punti base su tutte le scadenze rispetto ai livelli più elevati raggiunti nella fase più intensa della crisi del debito sovrano. Inoltre, a fronte di una ulteriore contrazione dei rendimenti dei titoli pubblici tedeschi, che sulle scadenze più brevi registrano tassi prossimi allo zero, si è ridotto significativamente il differenziale tra i rendimenti delle obbligazioni governative di Italia e Germania (Fig. 21).

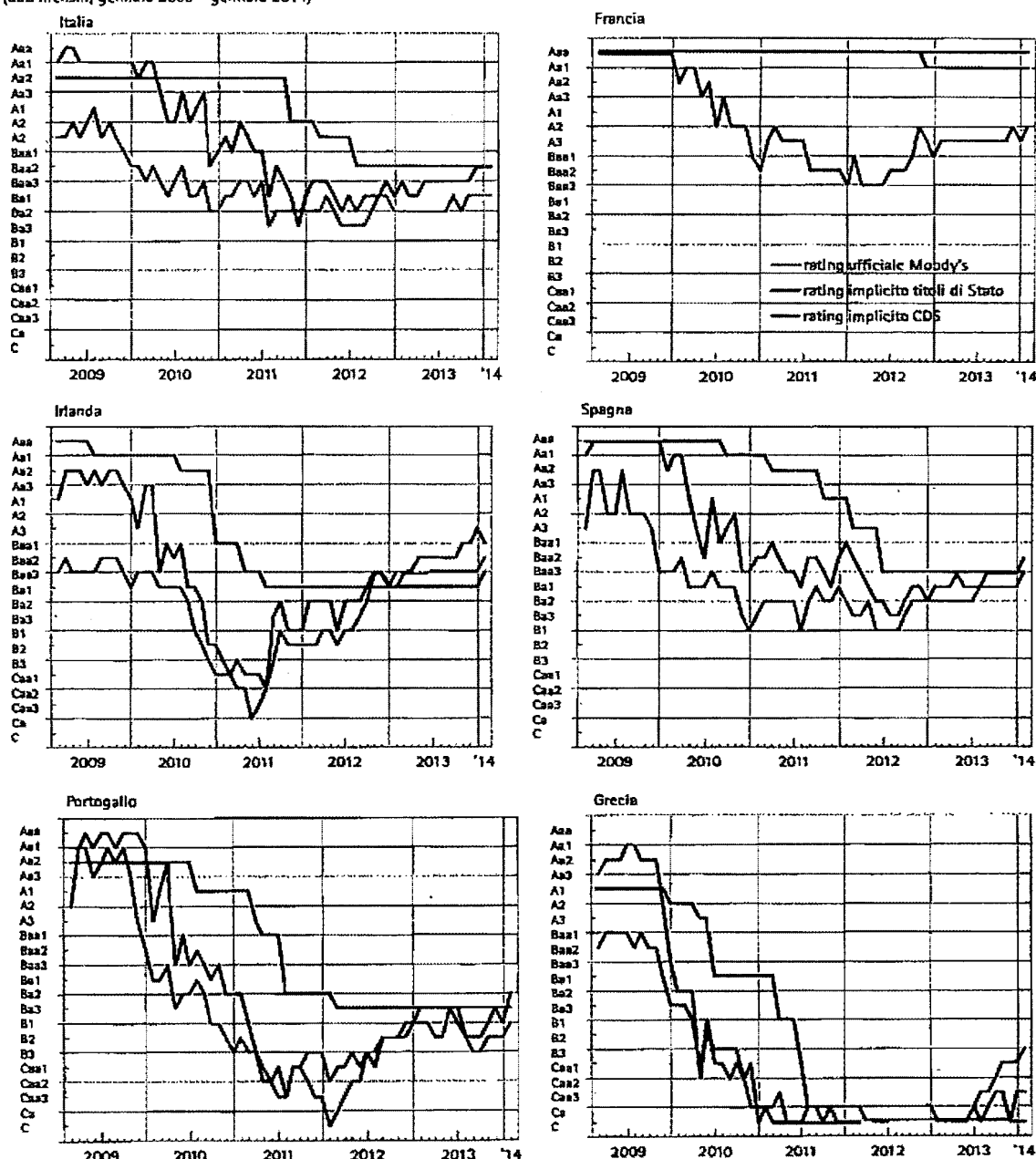
Fig. 21 Curva dei tassi d'interesse sui titoli di Stato in alcuni paesi avanzati



Fonte: Thomson Reuters.

Per la prima volta dall'inizio della crisi del debito sovrano, il divario tra il rating ufficiale di Moody's e il rating implicito nei rendimenti di titoli di Stato e quotazioni dei Cds si è annullato per Italia e Spagna. Per l'Irlanda il rating ufficiale, dopo essere risultato a lungo superiore al rating implicito, segnala attualmente un giudizio sul merito di credito inferiore a quello espresso dal mercato (Fig. 22).

Fig. 22 Rating ufficiali e rating impliciti nei Cds e nei titoli di Stato di alcuni paesi dell'Area euro (dati mensili; gennaio 2009 – gennaio 2014)



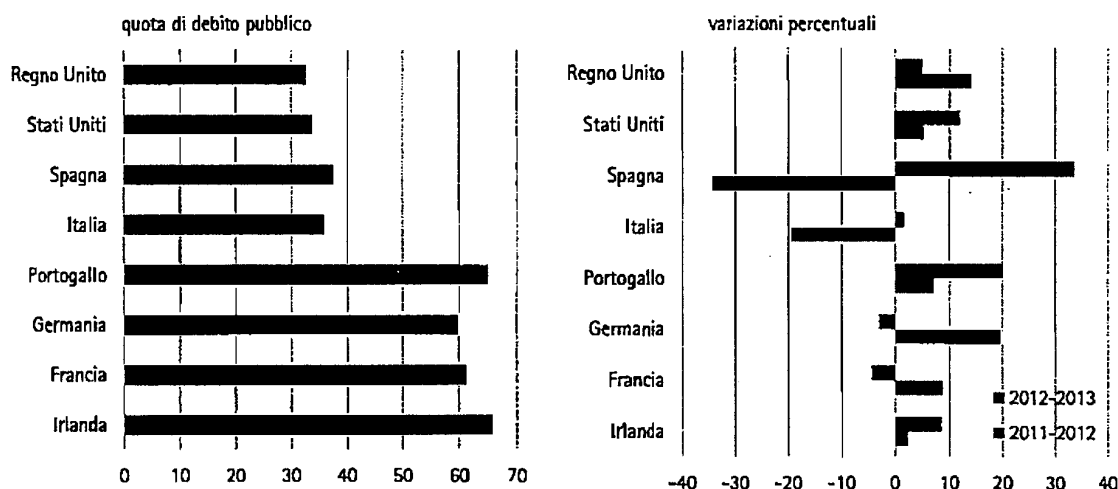
Fonte: elaborazioni su dati Moody's.

In particolare, sin dall'inizio del 2013, il rating implicito nei Cds e nei titoli di Stato sul debito sovrano irlandese è migliorato sensibilmente raggiungendo livelli superiori di quelli di Italia e Spagna, per effetto sia delle buone prospettive di crescita sia delle politiche di risanamento dei conti pubblici che dovrebbero contribuire a riportare il rapporto debito/Pil su un sentiero sostenibile.

Nel 2013, per effetto del miglioramento della percezione del rischio sovrano nell'Area euro, la quota di debito pubblico detenuta da investitori esteri di Italia e Spagna si è stabilizzata, segnando un'inversione di tendenza rispetto al significativo calo sperimentato nella fase più acuta della crisi (Fig. 23).

In particolare, tale quota è aumentata di oltre il 30 per cento per la Spagna, attestandosi al 37 per cento e compensando quasi del tutto la contrazione dell'anno precedente. Per l'Italia la quota di debito pubblico detenuta da non residenti ha mostrato solo un lieve incremento (2 per cento circa), a fronte di un decremento del 4 e del 3 per cento rispettivamente per Francia e Germania.

**Fig. 23 Quota del debito sovrano detenuta da non residenti**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati FMI.

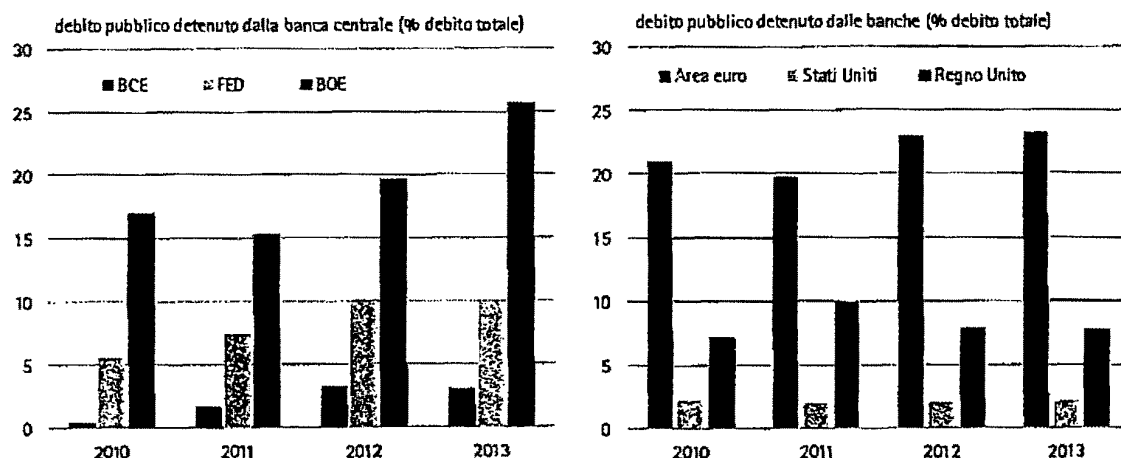
La quota di debito pubblico detenuta, a fine 2013, dalle banche domestiche dei paesi dell'Area euro si attesta attorno al 23 per cento, livello sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente e in aumento di due punti percentuali rispetto al dato del 2010. Viceversa, la quota riferibile alla Banca centrale europea ha continuato a contrarsi, portandosi a poco più del 3 per cento, in seguito alla scadenza di alcuni titoli in portafoglio acquistati nell'ambito del *Securities Market Programme* (SMP).

Le evidenze risultano molto diverse per gli USA e il Regno Unito, dove le banche centrali detengono una quota di titoli pubblici notevolmente superiore rispetto a quella degli istituti di credito domestici.

In particolare, la Fed detiene il 10 per cento circa del debito statunitense a fronte del 2 per cento riferibile alle banche private, mentre per la Bank of England la quota supera il 25 per cento, a fronte dell'8 per cento delle banche private (Fig. 24).

Tale circostanza riflette sia le eterogeneità esistenti nella struttura dei vari sistemi finanziari sia le diverse scelte di politica monetaria delle rispettive banche centrali (Fig. 24).

**Fig. 24** Quota del debito pubblico domestico detenuta dalla banca centrale e dalle banche delle principali economie avanzate (valori percentuali)



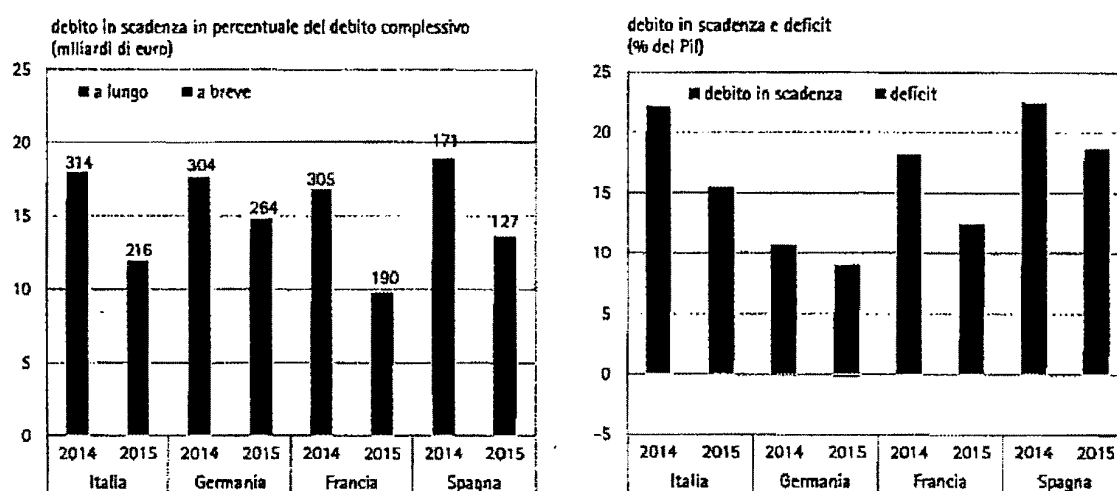
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e base dati di Bruegel sui titoli sovrani sviluppata in Merler e Pisani-Ferry (2012; [www.bruegel.org](http://www.bruegel.org)).

La necessità di rifinanziare quote elevate di debito pubblico rappresenta un importante fattore di vulnerabilità per molti paesi dell'Area euro.

La quota di debito complessivo in scadenza si colloca nel 2014 tra il 17 e il 18 per cento in Italia, Germania, Francia e Spagna. Se riferito al Pil, il fabbisogno di rifinanziamento del debito pubblico italiano è stimabile attorno al 20 per cento nel 2014 e al 13 per cento nel 2015 (il dato non include le emissioni di titoli a breve termine con scadenza non superiore a un anno), mentre la copertura per il deficit previsto negli stessi anni, risulta pari rispettivamente al 2,5 e al 2,3 per cento del Pil.

La Spagna, per la quale il debito in scadenza nel 2014 è pari a circa il 17 per cento del Pil, dovrà trovare copertura anche per il più consistente rapporto deficit/Pil (5,9 e 6,6 per cento nel 2014 e nel 2015). Nello stesso periodo alla Francia sono riferibili esigenze di rifinanziamento del debito esistente e di finanziamento del nuovo debito pari al 18 per cento del Pil (Fig. 25).

**Fig. 25 Rifinanziamento del debito pubblico**  
(valori percentuali)



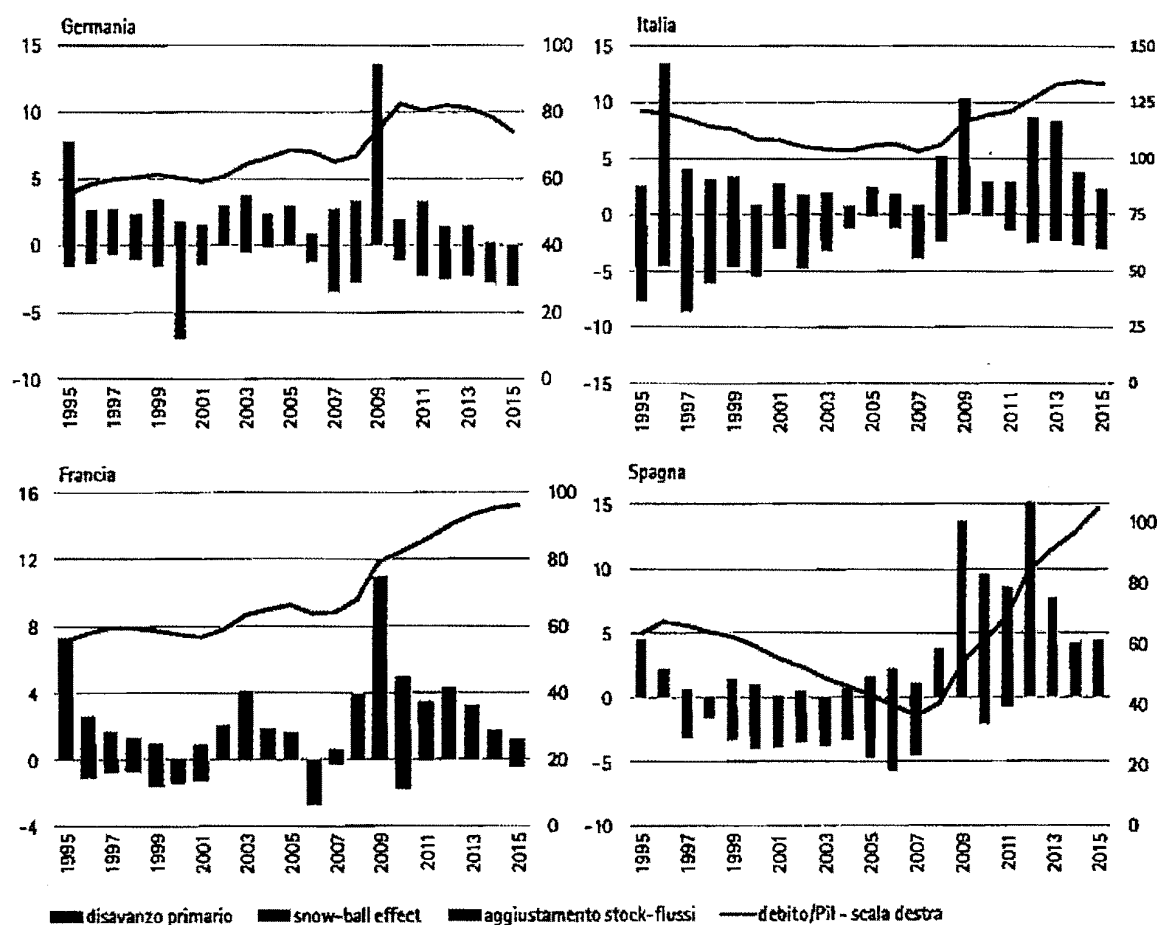
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Eikon e Commissione europea.

L'evoluzione del rapporto debito/Pil e le relative determinanti continuano a mostrare significative eterogeneità tra i principali paesi dell'Area euro. Secondo le previsioni per il 2014, infatti, tale rapporto dovrebbe ridursi solo per la Germania, grazie al contributo degli avanzi primari e dei bassi tassi di interesse. Per l'Italia, viceversa, pur a fronte dei persistenti avanzi primari, registrati dagli inizi degli anni novanta, la dinamica del debito continua a essere penalizzata dal divario tra elevati tassi di interesse e tassi di crescita bassi o negativi.

Per Francia e Spagna i principali fattori che contribuiscono all'aumento del debito pubblico sono rappresentati dai disavanzi primari e dagli aggiustamenti stock-flussi (corrispondenti alla differenza tra variazione del debito e variazione dell'avanzo/disavanzo pubblico determinata da voci straordinarie quali, ad esempio, la ricapitalizzazione del sistema bancario sostenuta dal governo spagnolo nel 2012).

A partire dal 2015, tuttavia, dovrebbe registrarsi un'inversione di tendenza. In particolare il rapporto debito/Pil italiano dovrebbe portarsi su livelli attorno al 130 per cento a condizione che i tassi di crescita dell'economia reale siano coerenti con le previsioni della Commissione europea (rispettivamente 0,7 e 1,2 per cento nel 2014 e nel 2015). Il debito pubblico della Spagna dovrebbe raggiungere il 110 per cento del Pil (sulla base di stime di crescita del Pil pari allo 0,5 nel 2014 e all'1,7 per cento nel 2015), mentre il debito pubblico della Francia dovrebbe superare il 90 per cento (con tassi di crescita previsti dell'economia reale pari allo 0,9 per cento e all'1,7 per cento; Fig. 26).

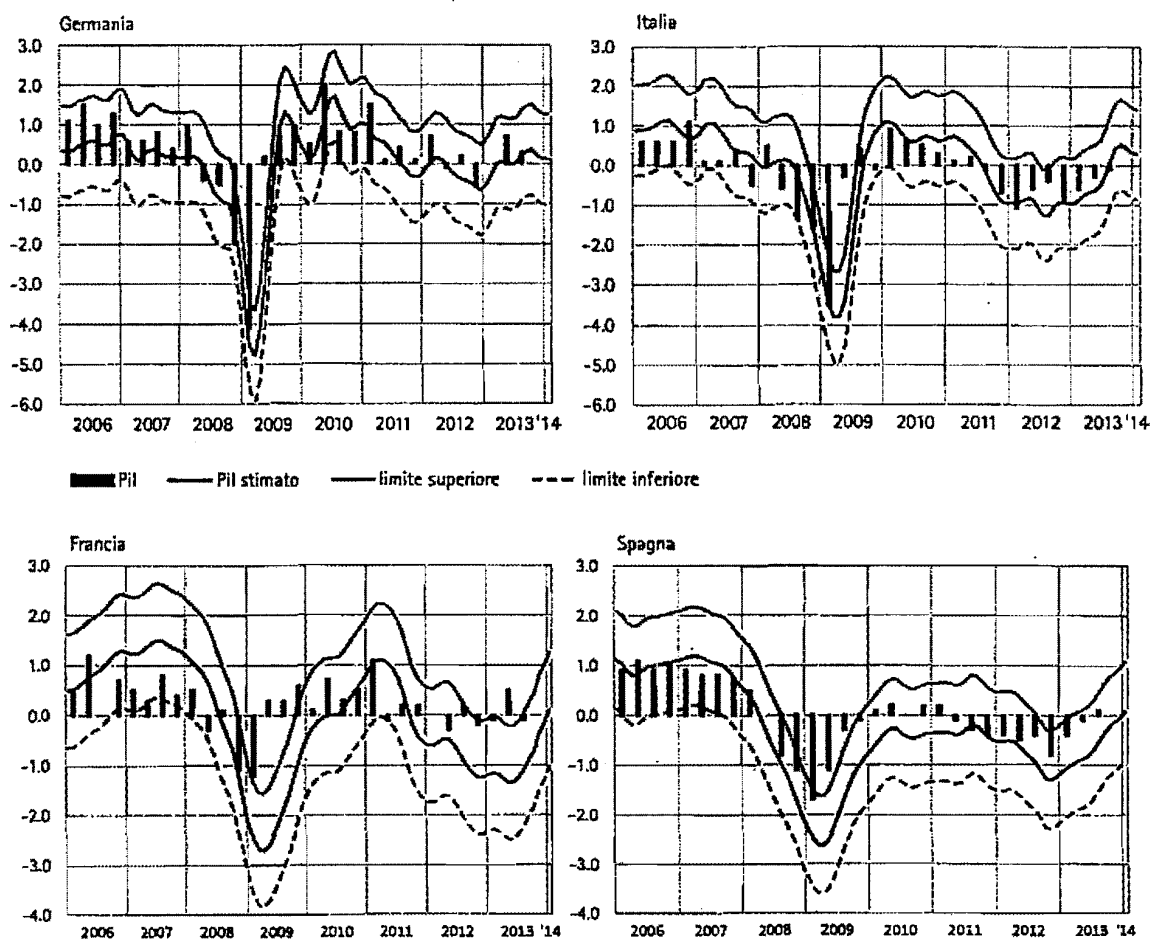
Fig. 26 Determinanti del debito pubblico  
(valori in percentuale del Pil)



Fonte: Commissione europea. I dati riportano le determinanti del rapporto debito/Pil (asse secondario); lo *snowball effect* indica la variazione di debito determinata dalla differenza tra tasso di interesse e tasso di crescita del Pil; l'aggiustamento stock-flussi corrisponde alla differenza tra variazione del debito e variazione dell'avanzo/disavanzo pubblico riferibile a voci straordinarie.

I modesti segnali di ripresa, emersi nell'Area euro a partire dal secondo trimestre 2013, trovano conferma anche nelle previsioni del Pil in tempo reale (cosiddette *nowcasts*) elaborate con riferimento ai principali paesi dell'Area. In particolare, l'Italia, dopo aver registrato il primo segnale di ripresa nell'ultimo trimestre del 2013, dovrebbe crescere dello 0,3 per cento nel primo trimestre del 2014 (Fig. 27).

Fig. 27 Previsioni del Pil in tempo reale



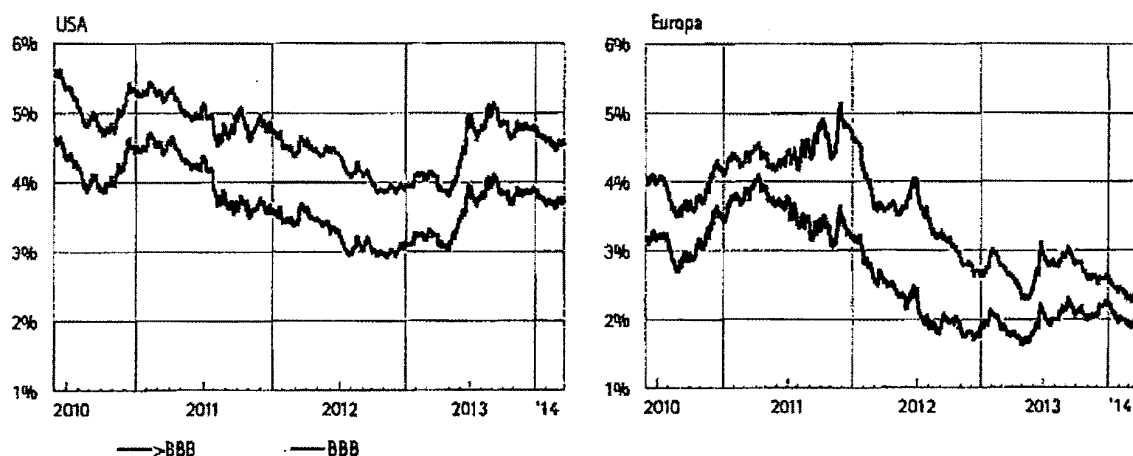
Fonte: La metodologia adottata per elaborare le previsioni è basata su un modello di dimensioni ridotte stato-spazio e utilizza 11 indicatori *soft* e *hard* (stime preliminari e finali del Pil; *hard indicators*: esportazioni, indice della produzione industriale, vendite al dettaglio, tasso di occupazione; *soft indicators*: *economic sentiment indicator*, indice di fiducia dei consumatori, indice di fiducia degli imprenditori, indice di fiducia del settore dell'edilizia; Camacho e Perez-Quiro, 2010). L'estrazione di un fattore comune alle serie storiche macroeconomiche utilizzate è effettuata con il filtro di Kalman. Il modello è stimato separatamente per ogni paese (Francia, Germania, Italia e Spagna) sulla base dei dati di fonte Commissione europea, Istat, Insee, Bundesbank e Ine per il periodo dicembre 2002 – gennaio 2014).

Tali previsioni sono elaborate sulla base delle informazioni contenute sia nei cosiddetti *hard indicators* (esportazioni, produzione industriale, tasso di occupazione e vendite al dettaglio) sia nei cosiddetti *soft indicators* (indici di fiducia dei consumatori, degli imprenditori, del settore dell'edilizia e indice di *economic sentiment* elaborati dalla Commissione europea sulla base di sondaggi).

## 2 Le obbligazioni *corporate* e le cartolarizzazioni

Nel corso del 2013 i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie sono aumentati negli Stati Uniti di circa un punto percentuale per tutte le classi di rating, passando dal 3 al 4 per cento nel caso di titoli con rating superiore a BBB e dal 4 al 5 per cento nel caso di titoli con rating speculativo. Il 2014 è iniziato con un andamento decrescente, che ha segnato un'inversione di tendenza rispetto all'anno precedente. In Europa si è registrata, invece, una maggiore discontinuità, sebbene la riduzione degli *spread* tra obbligazioni con diverse classi di rating evidenzia un miglioramento delle aspettative degli investitori (Fig. 28).

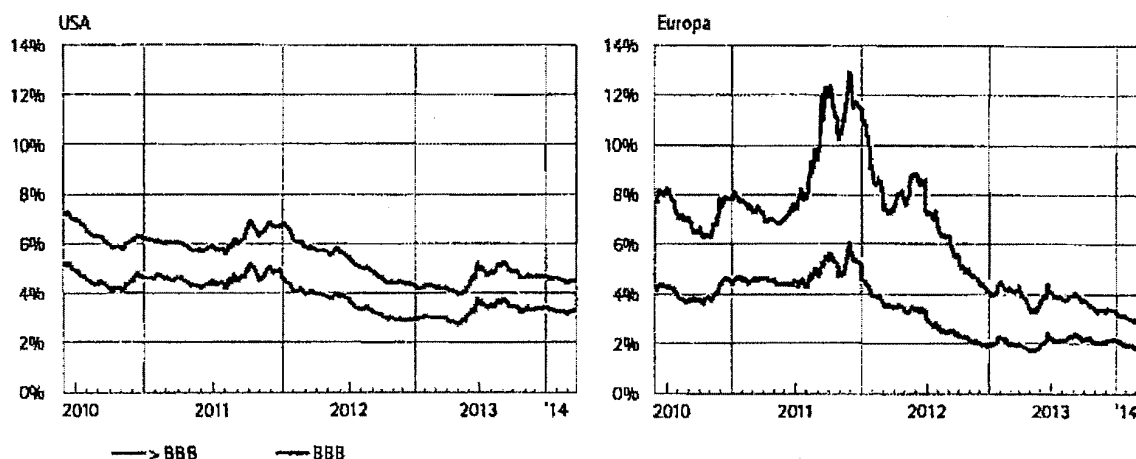
Fig. 28 Rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie (valori percentuali; dati giornalieri; 01/06/2010 – 15/03/2014)



Fonte: Thomson Reuters Eikon. I dati sono riferiti agli indici Markit Iboxx.

Con riferimento alle obbligazioni bancarie, i rendimenti hanno mostrato una sostanziale stabilità sia in Europa sia negli Stati Uniti per tutte le classi di rating. In Europa la contrazione del divario tra i rendimenti dei titoli con rating, rispettivamente, superiore e inferiore a BBB è in linea con gli andamenti menzionati con riferimento alle obbligazioni del settore non finanziario (Fig. 29).

**Fig. 29 Rendimenti delle obbligazioni bancarie**  
(valori percentuali; dati giornalieri; 01/06/2010 – 15/03/2014)



Fonte: Thomson Reuters Eikon. I dati sono riferiti agli indici Markit Iboxx.

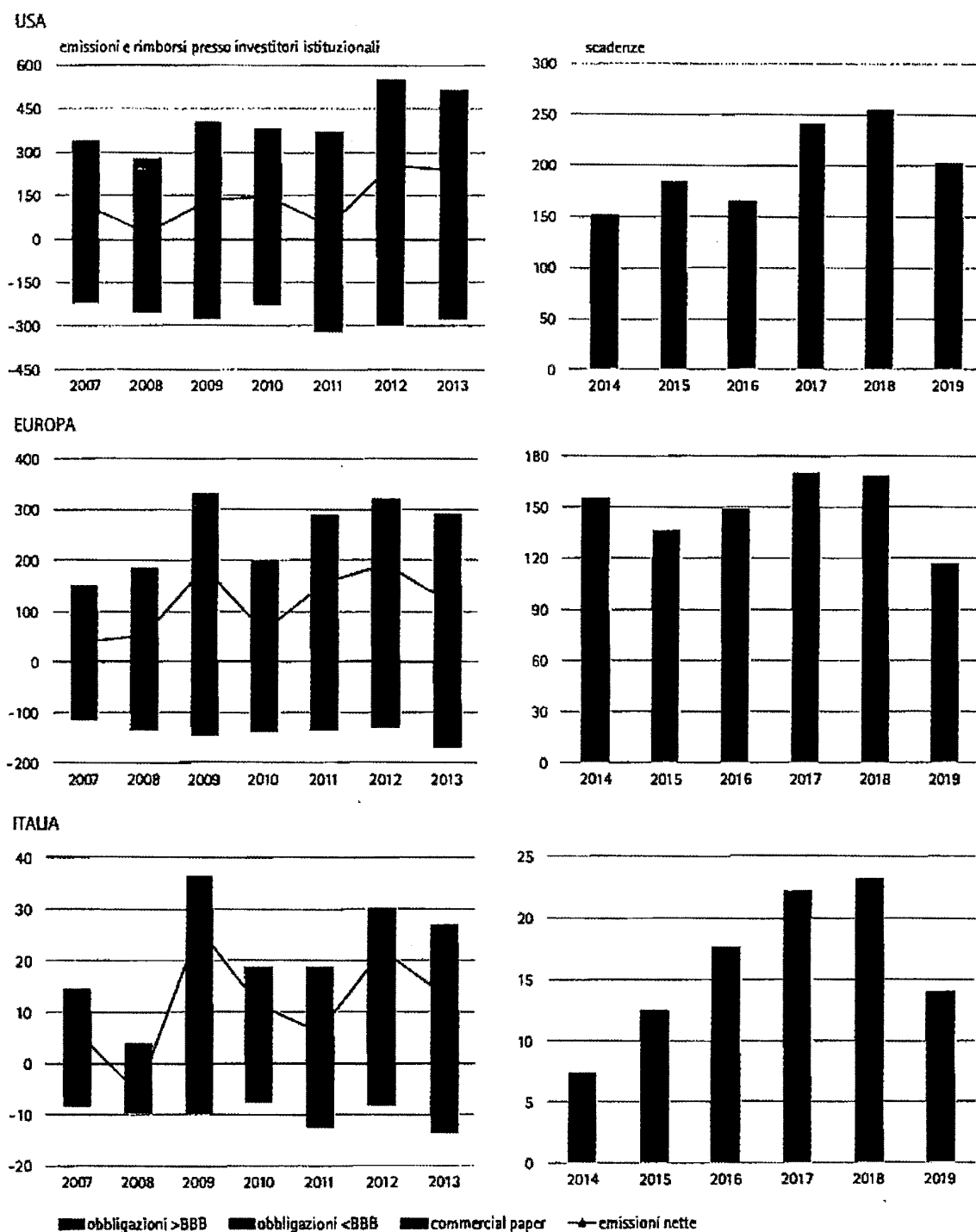
Nel 2013 il mercato obbligazionario primario delle società non finanziarie ha mostrato segnali di rallentamento sia negli Stati Uniti sia in Europa rispetto all'anno precedente (Fig. 30).

Il volume delle emissioni è diminuito del 7 per cento negli USA (passando da 548 a 512 miliardi di euro) e del 9 per cento in Europa (da 321 a 292 miliardi di euro, nonostante l'aumento da 29 a 57 miliardi di euro delle emissioni di titoli con rating speculativo).

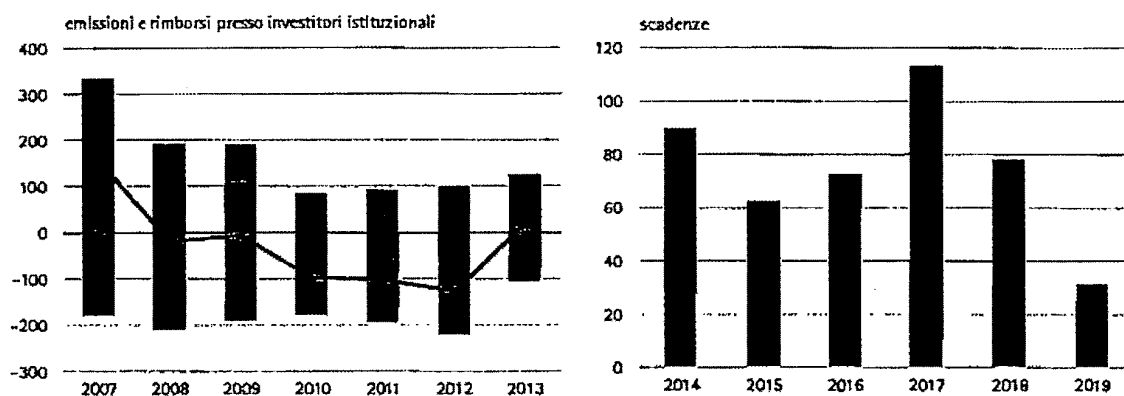
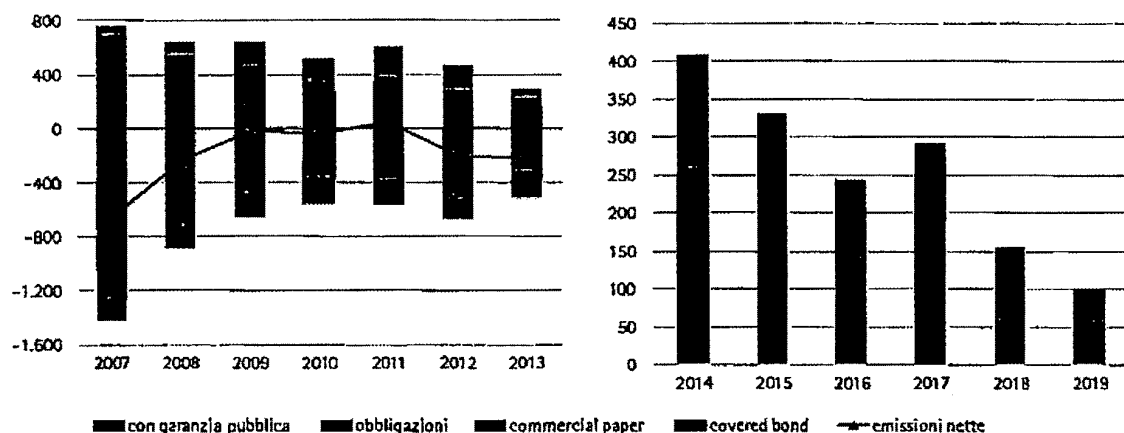
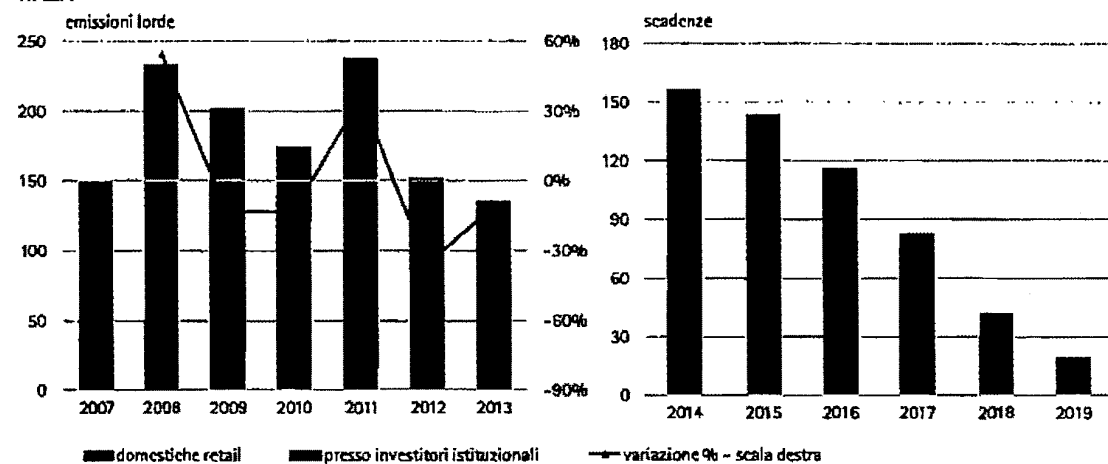
In linea con il dato europeo, anche in Italia si è registrata una contrazione del 10 per cento circa delle emissioni (da 30 a 27 miliardi di euro) che tuttavia non ha riguardato i titoli con rating inferiore a BBB (passati da 4 a 7 miliardi di euro). Nel 2014 il rischio di rifinanziamento della raccolta obbligazionaria dovrebbe essere limitato con un volume di titoli in scadenza pari a 7 miliardi di euro circa (8 per cento del totale emesso).

Nel corso del 2013 la raccolta obbligazionaria delle banche ha fatto registrare una significativa ripresa negli Stati Uniti (+31 per cento, da 96 a 126 miliardi di euro). In Europa, invece, si è registrato un calo del 30 per cento circa delle emissioni, passate da 418 a 291 miliardi di euro (il dato non include i titoli con garanzia pubblica).

In Italia le emissioni lorde degli istituti di credito sono passate da 152 a 135 miliardi di euro (-11 per cento circa); come di consueto oltre l'80 per cento delle obbligazioni è stato collocato presso investitori *retail*. Il fabbisogno di rifinanziamento risulta significativo essendo l'ammontare di obbligazioni in scadenza entro il 2014 pari al 28 per cento del totale delle emissioni (Fig. 31).

**Fig. 30 Emissioni obbligazionarie di società non finanziarie**  
(miliardi di euro)

Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse a partire dal 2007.

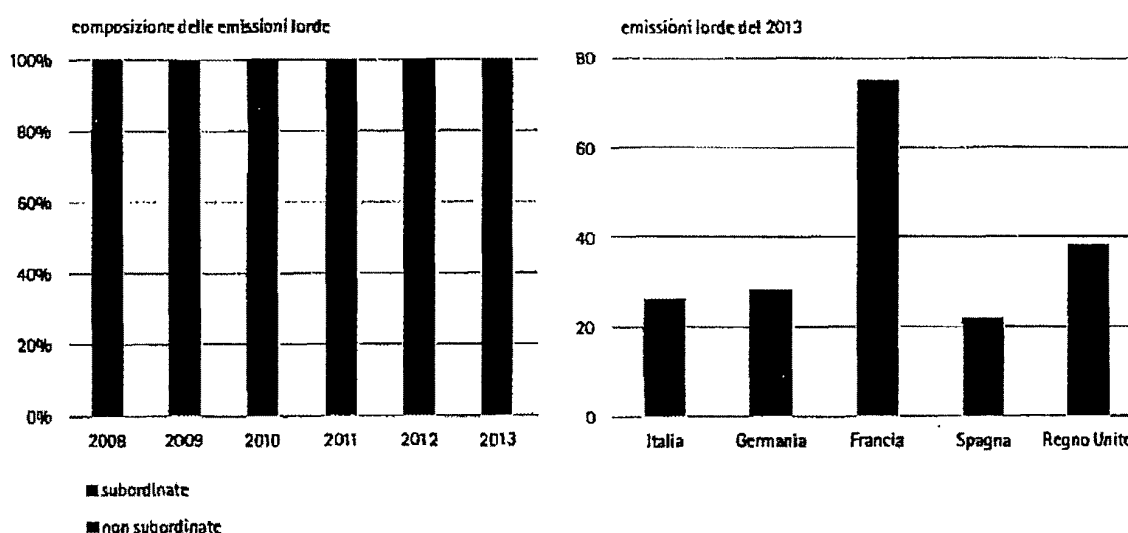
**Fig. 31 Emissioni obbligazionarie di banche**  
(miliardi di euro)**USA****EUROPA****ITALIA**

Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse a partire dal 2007.

Con riferimento alla composizione delle obbligazioni bancarie europee per tipologia di rischio, nel 2013 la quota di titoli subordinati sul totale delle emissioni lorde continua ad attestarsi mediamente su livelli inferiori al 20 per cento. Il dato è, tuttavia, in crescita a partire dal 2011 e, nel confronto tra paesi europei, mostra una certa eterogeneità (Fig. 32).

La quota di titoli subordinati emessi da banche oscilla, nel 2013, tra il 7 per cento in Germania e il 38 nel Regno Unito. Per gli istituti di credito italiani il dato corrisponde al 14 per cento delle emissioni lorde.

**Fig. 32 Incidenza delle obbligazioni bancarie subordinate sul totale per i principali paesi europei**  
(valori percentuali; valori monetari in miliardi di euro)



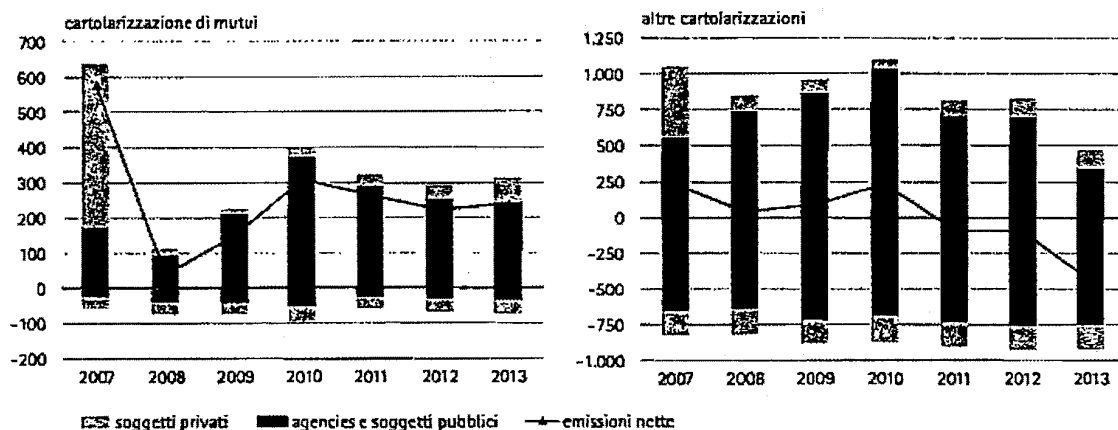
Fonte: Dealogic.

Il mercato delle cartolarizzazioni continua a essere stagnante, sia negli USA sia in Europa (Fig. 33).

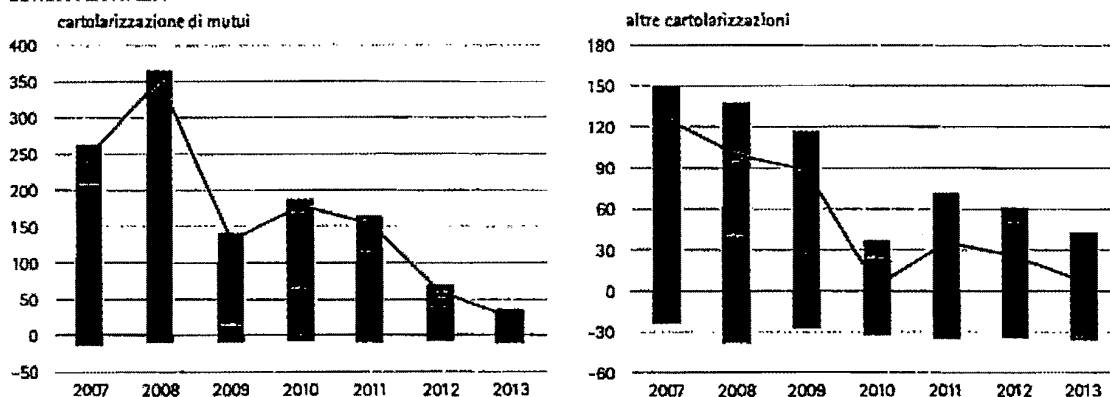
Rispetto all'anno precedente, nel 2013 il volume delle emissioni di titoli cartolarizzati è diminuito nel mercato statunitense del 29 per cento circa (da 1.122 a 797 miliardi di euro), nonostante l'incremento delle emissioni di titoli legati a mutui (da 292 a 315 miliardi di euro, 8 per cento circa). In Europa, la contrazione è stata ancora più significativa, attestandosi al 39 per cento circa (da 131 a 80 miliardi di euro). Il mercato italiano continua a rimanere su volumi molto ridotti con un ammontare complessivo di emissioni pari a 3,7 miliardi di euro circa.

**Fig. 33 Emissioni di cartolarizzazioni**  
(miliardi di euro)

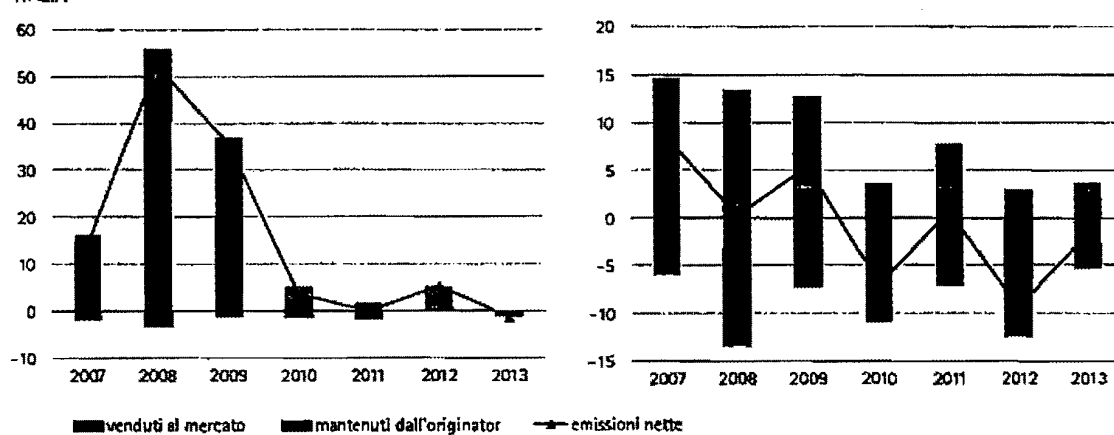
#### USA



#### EUROPA EX ITALIA



#### ITALIA



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic. I dati per l'Europa si riferiscono a titoli garantiti da asset di società con sede legale in Italia, Francia, Germania, Spagna, Olanda e UK o di loro controllate.

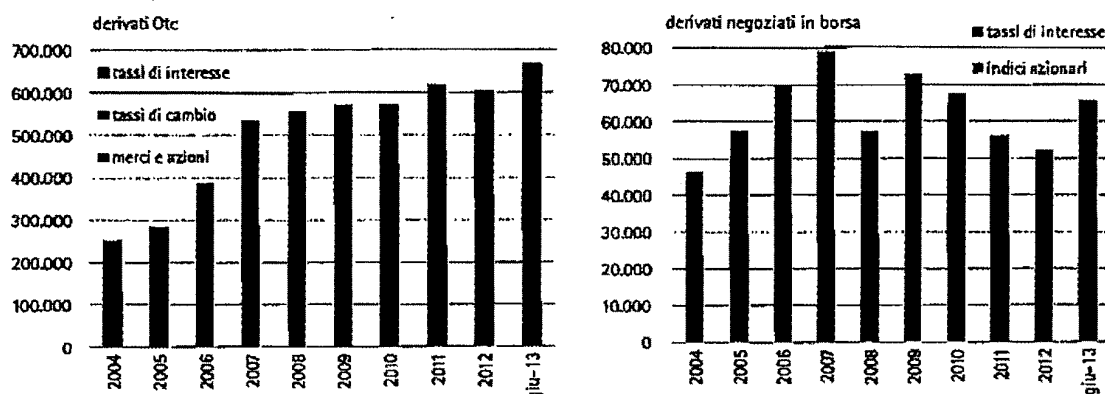
### 3 Gli strumenti finanziari derivati

Il mercato dei derivati *over the counter* (Otc) ha sperimentato una crescita significativa nel primo semestre 2013, per effetto principalmente del positivo contributo riferibile ai derivati su tassi di interesse. Tale dinamica è in linea con l'andamento dei derivati negoziati in borsa (Fig. 34).

Secondo le rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali (Bri) relative alle maggiori economie avanzate, il valore nozionale complessivo dei derivati Otc su strumenti finanziari (tassi di interesse, tassi di cambio, azioni e merci) è aumentato, infatti, del 10 per cento circa (da 607.510 a 668.559 miliardi di dollari USA tra dicembre 2012 e giugno 2013). Tale aumento è stato più marcato per i derivati su tassi di interesse, passati da 489.703 a 561.299 miliardi di dollari USA tra dicembre 2012 e giugno 2013 (+15 per cento), seguiti dai derivati su tassi di cambio (da 67.358 a 73.121 miliardi di dollari; +9 per cento). Viceversa si è ridotto il valore nozionale dei derivati su azioni e merci (da 50.449 a 34.139 miliardi di dollari; -32 per cento).

Con riferimento ai derivati scambiati in borsa (*exchange traded*) il valore nozionale di quelli su tassi di interesse (pari al 94 per cento circa del totale) ha mostrato un incremento significativo (32 per cento circa), mentre l'ammontare dei derivati su cambi e su altri sottostanti è cresciuto del 6 per cento circa (da 3.574 a 3.793 miliardi di dollari USA).

Fig. 34 Valore nozionale lordo degli strumenti finanziari derivati nelle principali economie avanzate (consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

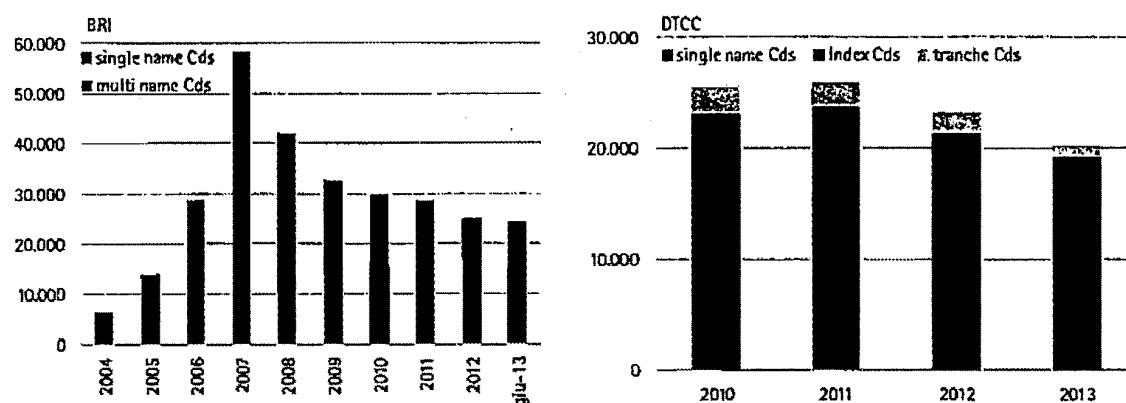
Nel primo semestre 2013 si è lievemente ridotto il valore nozionale lordo dei *credit default swap* (Cds), segnando una contrazione del relativo mercato pari al 3 per cento circa (Fig. 35).

Tra dicembre 2012 e giugno 2013, secondo le rilevazioni della Bri, il dato è passato da 25.000 a 24.000 miliardi di dollari USA (-4 per cento). A giugno 2013 il

peso dei *Cds single name* (ossia riferiti a un unico debitore) era pari al 53 per cento, in calo rispetto al 58 per cento rilevato a dicembre 2012.

Sulla base dei dati della *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC), che riporta informazioni in parte differenti da quelle della Bri, il 95 per cento dei *multinome Cds* (riferiti a più debitori) è rappresentato da *index Cds* (ossia Cds su un paniere di *reference entities*), mentre la quota rimanente è costituita da *tranche* standardizzate di *index Cds*.

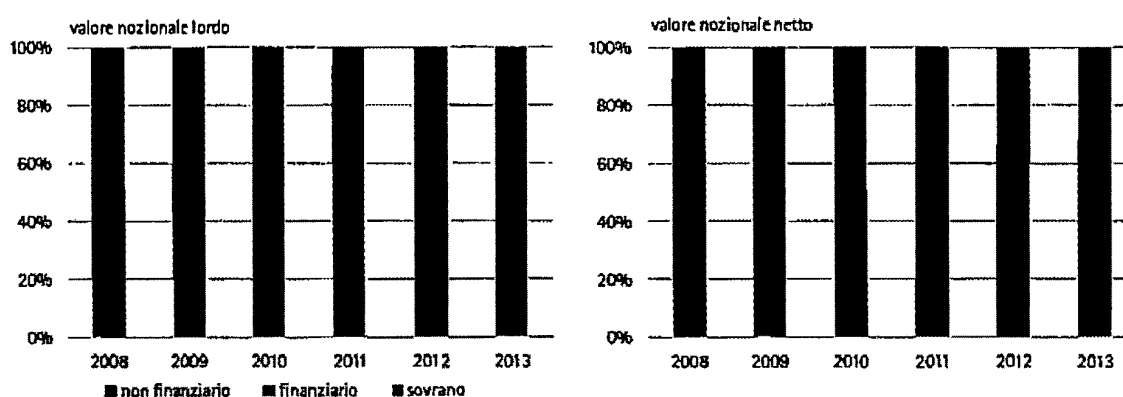
Fig. 35 Valore nozionale lordo dei *credit default swap* (consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)



Fonte: Bri ed elaborazioni Consob su dati DTCC.

A fine 2013 i Cds su emittenti sovrani rappresentavano più del 20 per cento del mercato, in termini sia di valore nozionale lordo sia di valore nozionale netto (Fig. 36).

Fig. 36 Composizione percentuale del valore nozionale dei *credit default swap* per settore di appartenenza della *reference entity*

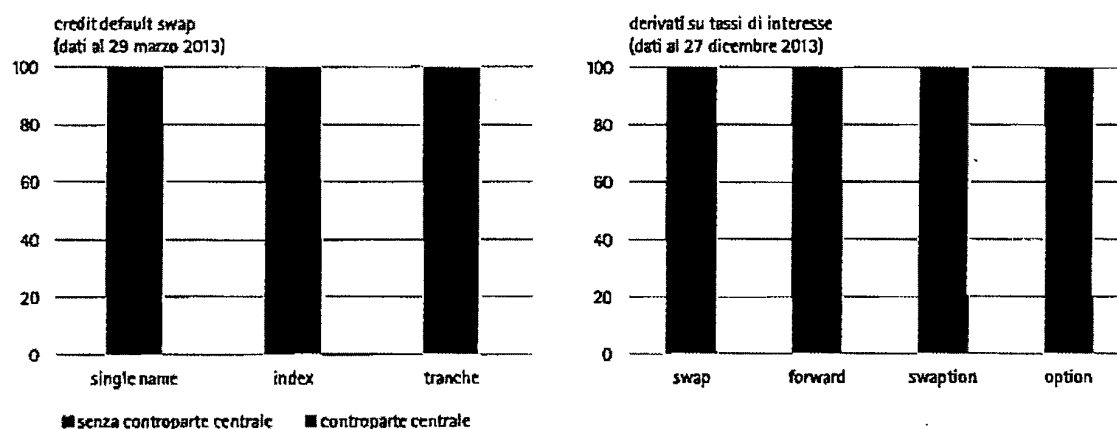


Fonte: elaborazioni su dati DTCC. Si fa riferimento ai Cds *single name* (prime 1.000 *reference entities* per valore nozionale). La composizione percentuale è stata calcolata sulle consistenze di fine periodo.

Nello specifico, in termini di valore nozionale lordo la quota dei Cds sovrani rispetto all'intero mercato è lievemente aumentata (passando dal 23 per cento nel dicembre 2012 al 24 per cento nel dicembre 2013), mentre quella riferita al valore nozionale netto è rimasta invariata al 25 per cento. Nello stesso periodo è aumentata anche la quota dei Cds riferiti a emittenti *corporate* non finanziari (dal 54 al 59 per cento circa in termini di valore nozionale lordo), mentre si è ridotta quella dei Cds riferiti a emittenti *corporate* del settore finanziario (dal 22 al 17 per cento). Dinamiche analoghe sono emerse in termini di valore nozionale netto.

La quota di derivati Otc sottoposti a processo di *clearing* presso controparti centrali (CCP) varia a seconda della tipologia di prodotto. Nell'ambito dei derivati di credito, sono sottoposti a *clearing* presso CCP il 30 per cento del valore nozionale lordo degli *index Cds* e il 17 per cento del valore nozionale lordo dei Cds *single name*. Con riferimento ai derivati Otc su tassi di interesse, circa il 53 per cento del valore nozionale lordo dei derivati *interest swap* viene sottoposto a *clearing* presso CCP (Fig. 37).

Fig. 37 Composizione del valore nozionale lordo dei derivati Otc sulla base della tipologia del processo di *clearing* (valori percentuali)

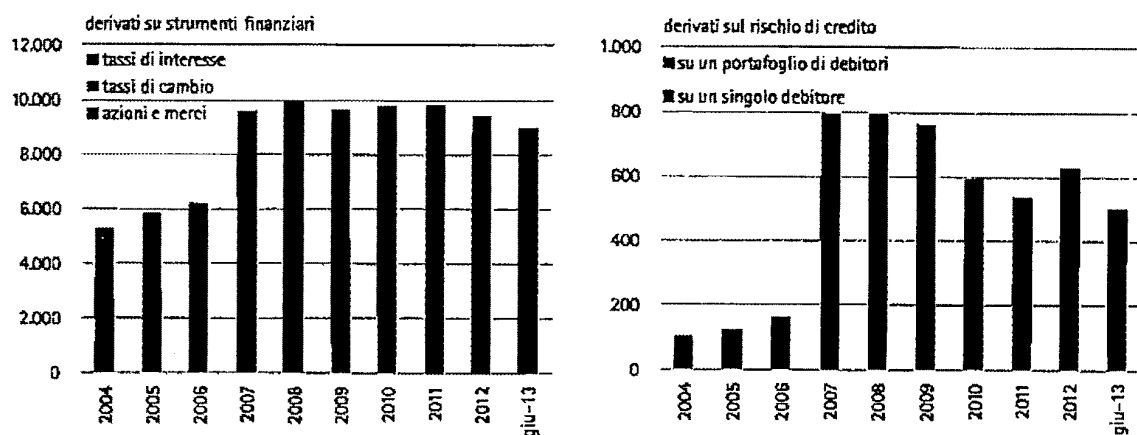


Fonte: elaborazioni su dati DTCC.

In Italia il valore nozionale dei contratti derivati finanziari negoziati *over the counter* si attestava, a giugno 2013, a 9.000 miliardi di dollari USA, in lieve calo rispetto a dicembre 2012. Una riduzione del 20 per cento circa si è rilevata con riferimento al valore nozionale dei derivati sul rischio di credito, il cui ammontare è sceso da 628 a 504 miliardi di dollari (Fig. 38).

La maggiore parte dei contratti derivati su strumenti finanziari negoziati Otc continua ad avere come sottostante tassi d'interesse (87 per cento del valore nozionale complessivo). I derivati sul rischio di credito hanno prevalentemente come sottostante un portafoglio di debitori (61 per cento circa).

**Fig. 38 Valore nozionale lordo degli strumenti finanziari derivati Otc in Italia**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)



Fonte: Banca d'Italia.

### III Le società non finanziarie

#### 1 L'esposizione al ciclo economico e alla congiuntura delle imprese quotate

Le maggiori società quotate non finanziarie dei principali paesi europei si caratterizzano per una esposizione omogenea al ciclo economico, come emerge dalla distribuzione del fatturato e della capitalizzazione tra settori ciclici (tra cui energia, chimica, auto, costruzioni) e difensivi (quali servizi pubblici, salute, farmaceutici e alimentari). Le imprese italiane e spagnole mostrano, tuttavia, dimensioni più contenute rispetto ai principali *competitors* europei (Fig. 39).

Nella prima metà del 2013, la quota del fatturato delle imprese attive in settori ciclici oscilla attorno al 70 per cento, risultando in diminuzione, rispetto al 2007, di circa 4 punti percentuali per le imprese italiane, francesi e tedesche, e di circa 10 punti percentuali per quelle spagnole.

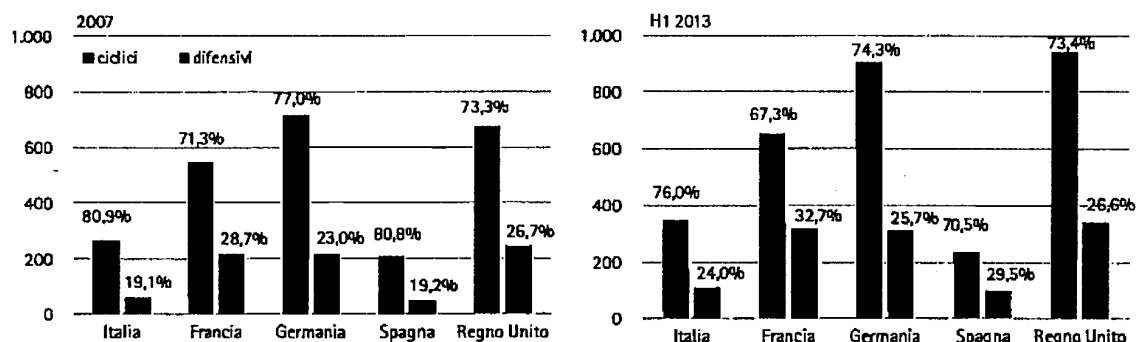
Dal 2007 il fatturato delle principali imprese inglesi, francesi e tedesche ha mostrato le maggiori variazioni in termini assoluti, mentre in termini percentuali hanno registrato un incremento maggiore le imprese italiane (rispettivamente, del 31 e 75 per cento circa nei settori ciclici e difensivi) e quelle spagnole operanti in settori difensivi (+97 per cento circa).

La variazione del fatturato non si è peraltro riflessa in modo omogeneo nell'andamento della capitalizzazione di borsa nello stesso periodo. A fine 2013, il peso della capitalizzazione dei settori ciclici risultava maggiore per le imprese tedesche (88 per cento circa), seguite dalle società italiane, francesi e spagnole (intorno al 70 per cento) e da quelle inglesi (60 per cento circa).

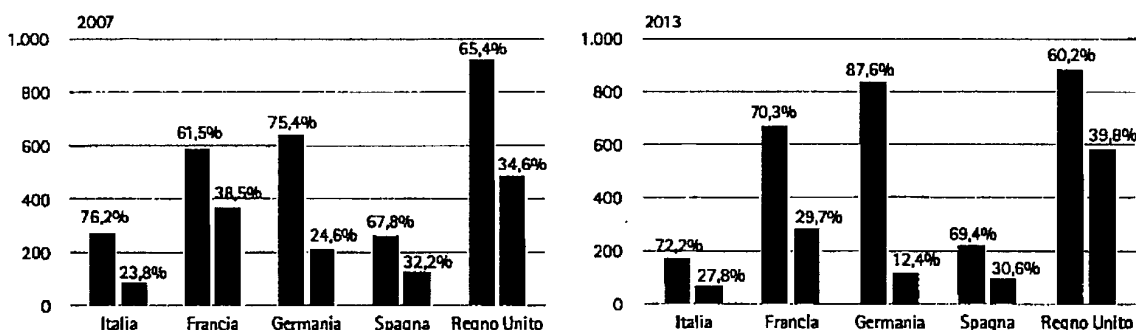
Dal 2007 a fine 2013 le maggiori società tedesche e inglesi hanno complessivamente incrementato il loro valore di mercato (rispettivamente, +12 e +4 per cento circa), trainate le prime dalle *performance* dei comparti ciclici (+31 per cento circa) e le seconde dai settori difensivi (+20 per cento circa). Per le imprese francesi si registra una lieve contrazione complessiva (-0,5 per cento) derivante da un incremento nei settori ciclici (+14 per cento circa) inferiore al calo nei settori difensivi (-23 per cento circa). Infine, le imprese spagnole e italiane hanno registrato una contrazione complessiva, rispettivamente, del 17 e 32 per cento circa.

**Fig. 39 Distribuzione delle maggiori imprese quotate non finanziarie per settori ciclici e difensivi**  
(valori monetari in miliardi di euro e peso percentuale sul campione esaminato)

#### FATTURATO



#### CAPITALIZZAZIONE DI BORSA



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope (fatturato) e Thomson Reuters Datastream (capitalizzazione di borsa) sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a gennaio 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Il dato sul fatturato del primo semestre 2013 è annualizzato. Confronta Note metodologiche. I settori ciclici comprendono: materie prime, energetico, chimico, aerospaziale, automobili e componentistica, prodotti personali e per la casa, media, distribuzione, viaggi e tempo libero, telecomunicazioni, trasporti, costruzioni, macchinari industriali; appartengono a tali settori 23 imprese quotate in Francia, 23 in Germania, 22 in Spagna, 17 nel Regno Unito e 22 in Italia. I settori difensivi comprendono: alimentari (e bevande), tabacco, farmaceutici, salute, servizi pubblici; appartengono a tali settori 7 imprese quotate in Francia, 7 in Germania, 8 in Spagna, 13 nel Regno Unito e 7 in Italia.

Considerando il grado di internazionalizzazione, il contributo delle esportazioni al fatturato per il 2012 delle maggiori società italiane quotate appare sostanzialmente in linea con il dato rilevato per Francia, Germania e Regno Unito (68 per cento circa), mentre risulta sostanzialmente inferiore per la Spagna (56 per cento circa; Fig. 40).

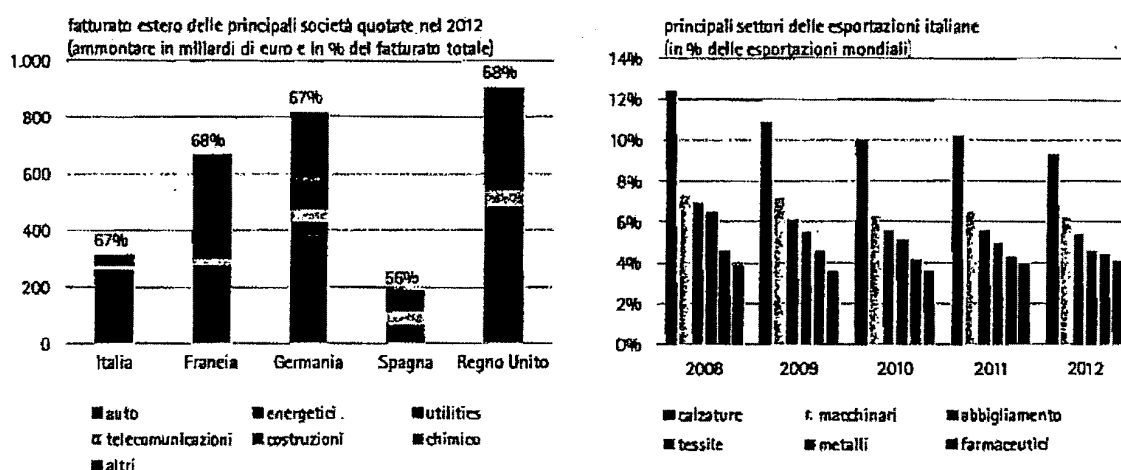
La composizione delle esportazioni mondiali riferibili a tutte le imprese italiane non è peraltro riflessa nella composizione delle esportazioni delle maggiori imprese quotate. Successivamente alla crisi finanziaria del 2008, inoltre, la quota delle esportazioni mondiali riconducibile ai settori nei quali le imprese italiane mostravano una presenza più forte ha evidenziato un significativo declino.

Nel 2012 le maggiori quote del fatturato realizzato all'estero dai principali gruppi quotati sono riferibili al settore auto, energetico e *utilities* (rispettivamente, 25, 20 e 16 per cento circa del fatturato totale).

Per contro, le principali quote italiane delle esportazioni mondiali riguardano il settore calzaturiero (9,3 per cento), macchinari (6,2), abbigliamento (5,4), tessile (4,6), metalli (4,4) e farmaceutico (4,1). La quota di mercato degli altri settori si attesta su livelli inferiori al 4 per cento (tra cui il settore auto con una quota del 2,5).

Rispetto al 2008, la maggiore contrazione delle quote ha riguardato in particolare il settore calzaturiero (-3,1 punti percentuali), tessile (-1,9) e abbigliamento (-1,5).

Fig. 40 Grado di internazionalizzazione delle imprese italiane



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a gennaio 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani (fatturato estero per settori) e su dati Icc-Istat ed Eurostat (quote esportazioni mondiali). Confronta Note metodologiche.

## 2 I ricavi e la redditività delle imprese quotate

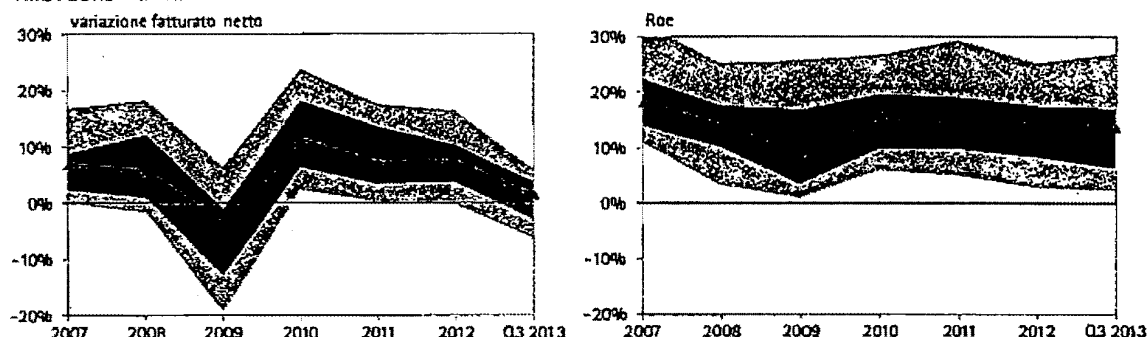
Nel corso del 2013, il fatturato delle principali imprese quotate ha continuato a contrarsi sia nell'Area euro sia, in misura più marcata, in Italia. Nello stesso periodo la redditività ha esibito, invece, una sostanziale stabilità (con valori positivi del Roe per tutto il campione analizzato), mentre è peggiorato il trend per le imprese italiane con *performance* negativa (Fig. 41).

Al 30 settembre 2013 il 60 per cento delle maggiori società italiane registra un peggioramento del fatturato (34 per cento a fine 2012), a fronte del 43 per cento delle imprese europee (10 per cento a fine 2012).

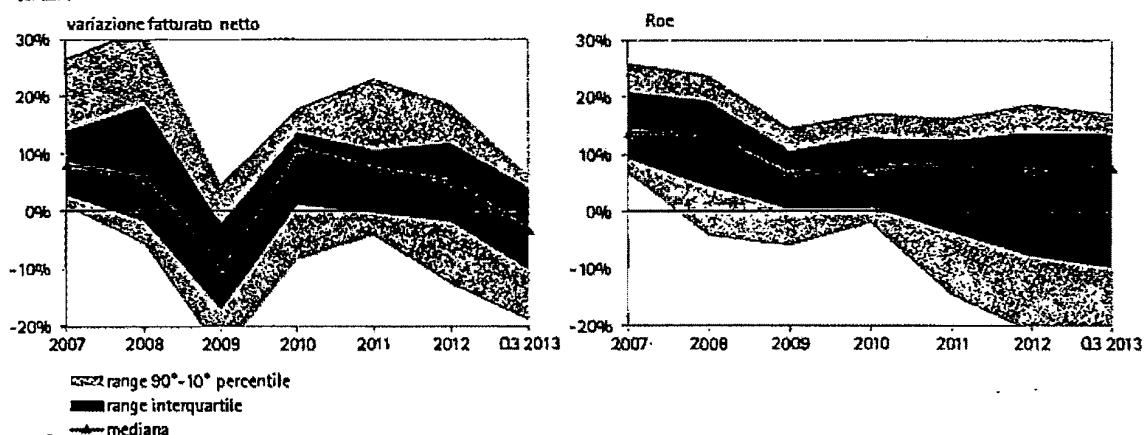
Per quanto riguarda la redditività, in Italia il 40 per cento delle principali società quotate risulta più esposto alla congiuntura, registrando un Roe negativo (il dato si attestava al 35 per cento nel 2012).

Fig. 41 Ricavi e redditività delle principali imprese quotate non finanziarie dell'Area euro

## AREA EURO - EX ITALIA



## ITALIA



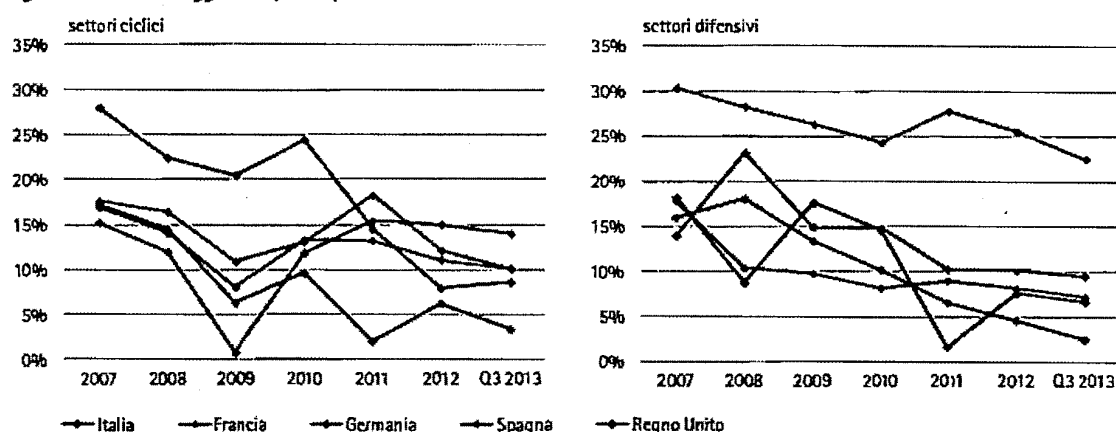
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. La variazione annuale del fatturato è calcolata rispetto al dato restated dell'anno precedente. Per il terzo trimestre 2013 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

L'evidenza disaggregata per i principali paesi europei mostra che, dal 2007 al 2013, la redditività delle maggiori società quotate è diminuita in maniera significativa sia nei settori ciclici sia in quelli difensivi. Le imprese inglesi e tedesche risultano essere le più profittevoli, mentre le società italiane hanno registrato *performance* decisamente inferiori nel periodo considerato (Fig. 42).

Nell'ambito dei settori ciclici, nel 2013, le imprese tedesche hanno registrato la redditività più elevata (con un Roe intorno al 14 per cento e prossimo ai livelli del 2007), mentre l'indicatore è diminuito al 10 per cento circa in Francia, Regno Unito e Spagna. In Italia il Roe è passato dal 17 per cento circa nel 2007 al 3 per cento a settembre 2013.

Con riferimento ai settori difensivi, invece, le società inglesi hanno mostrato risultati nettamente superiori a quelli degli altri paesi in tutto il periodo considerato, con un Roe pari, al 30 settembre 2013, al 23 per cento circa, a fronte di valori compresi fra il 10 per cento in Spagna e il 2 per cento circa in Italia.

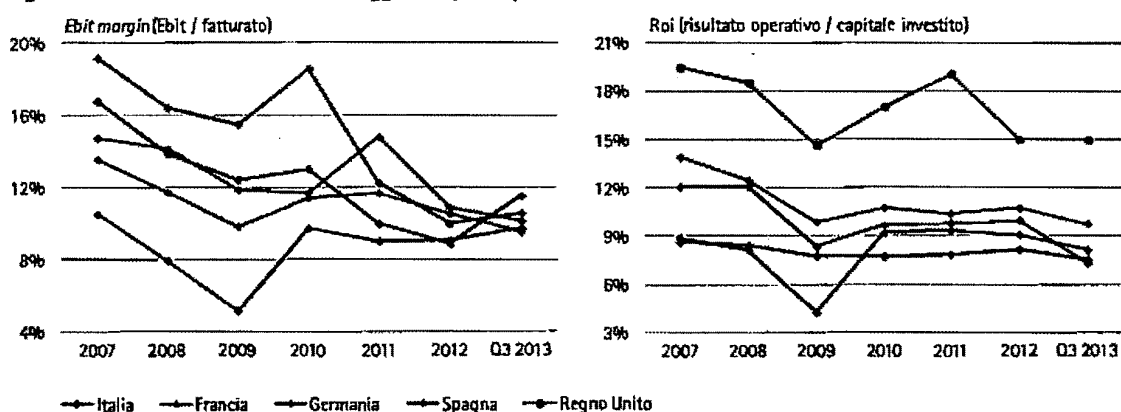
Fig. 42 Roe delle maggiori imprese quotate non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a gennaio 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Per il terzo trimestre 2013 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati.

Nei primi 9 mesi del 2013 il calo della redditività trova peraltro riscontro in quello dell'*Ebit margin* solo per le principali società quotate francesi e inglesi, mentre il margine operativo risulta in lieve crescita per le imprese tedesche e spagnole e, in misura più significativa, italiane (Fig. 43).

Fig. 43 Indicatori di redditività delle maggiori imprese quotate non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a gennaio 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Il capitale investito è dato dalla somma di patrimonio netto e debiti finanziari. Per il terzo trimestre 2013 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

Per le maggiori società quotate italiane il dato è passato, nei primi nove mesi del 2013, dal 9 al 12 per cento circa, per effetto di una contrazione più che proporzionale del fatturato (-26,6 per cento).

Nello stesso periodo, tuttavia, si registra una diminuzione della redditività del capitale investito (Roi) per tutti i paesi esaminati (in misura più marcata per l'Italia, dal 10 al 7,3 per cento circa), ad eccezione del Regno

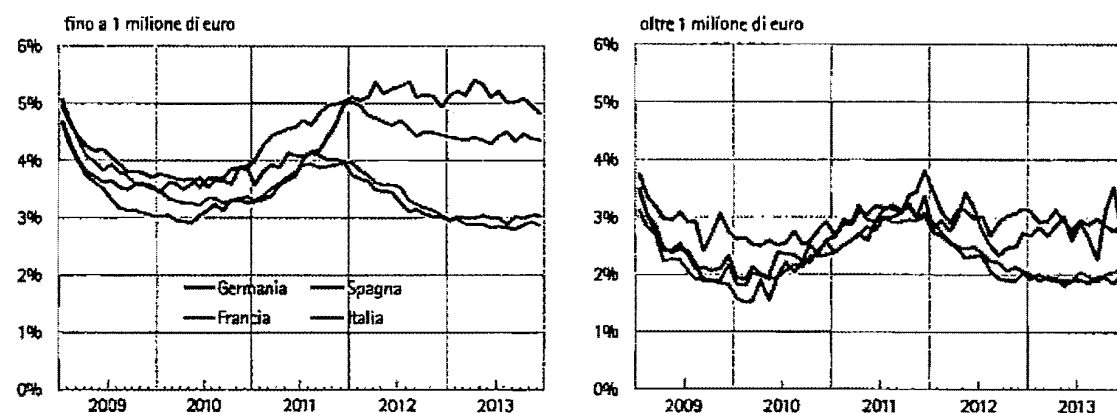
Unito, dove l'indicatore è rimasto invariato e su livelli stabilmente più elevati rispetto alle altre imprese europee.

In particolare, la redditività degli investimenti delle società inglesi si attesta al 15 per cento, a fronte di livelli prossimi al 7 per cento per le imprese italiane e spagnole.

Tra i fattori che influiscono sulla redditività delle imprese non finanziarie dell'Area euro si annovera il divario tra i tassi di interesse bancari, che varia anche in relazione alla dimensione dei prestiti (Fig. 44).

In particolare, a fine 2013 in Italia i tassi di interesse bancari sono superiori di circa 80 punti base rispetto a quelli tedeschi per i finanziamenti di importo più elevato e di circa 130 punti base per i finanziamenti minori. In tale contesto, il ricorso al mercato obbligazionario in alternativa al credito bancario rimane un'opzione accessibile soprattutto alle società maggiori.

Fig. 44 Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro alle società non finanziarie (dati mensili; gennaio 2009 – dicembre 2013)



Fonte: BCE; tasso (in ragione d'anno) applicato ai nuovi finanziamenti.

### 3 La struttura e la sostenibilità del debito delle imprese quotate

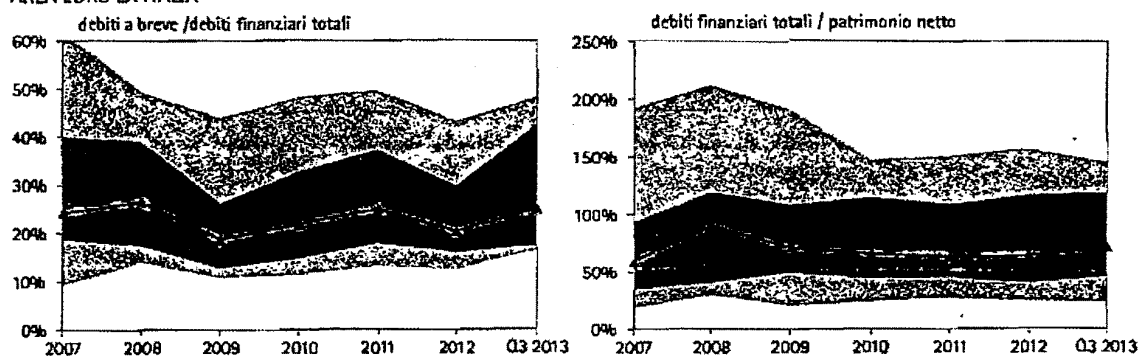
Nei primi nove mesi del 2013 le maggiori imprese quotate italiane presentano una struttura finanziaria complessivamente più debole rispetto ai *competitors* dell'Area euro, con riferimento sia alla struttura del debito sia all'incidenza dell'indebitamento sul patrimonio (Fig. 45).

Il peso dell'indebitamento a breve termine sui debiti finanziari totali mostra dinamiche divergenti per le imprese europee e italiane. Per le prime, infatti, la quota è risultata in crescita (con un valore mediano passato dal 20 al 25 per cento circa) mentre per le seconde si è registrata una riduzione (dal 21 al 18 per cento circa).

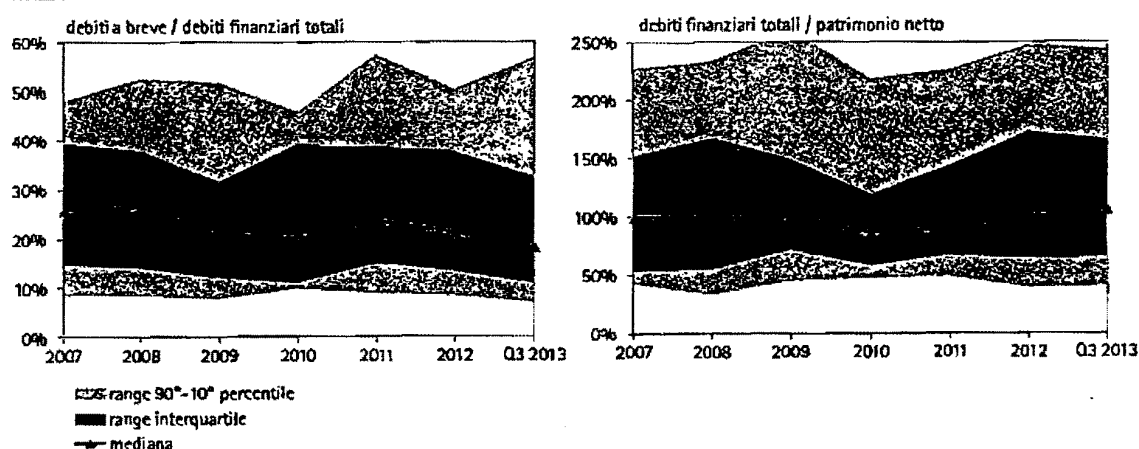
Nei primi nove mesi del 2013 il peso dei debiti finanziari sul patrimonio netto ha, invece, evidenziato un incremento di circa dieci punti percentuali per tutte le imprese, sebbene l'indicatore sia notevolmente più elevato per le società italiane rispetto a quelle dell'Area euro (con valori mediani pari, nel 2013, rispettivamente al 110 e al 70 per cento circa).

Fig. 45 Struttura e sostenibilità del debito delle principali imprese quotate non finanziarie dell'Area euro

#### AREA EURO EX ITALIA



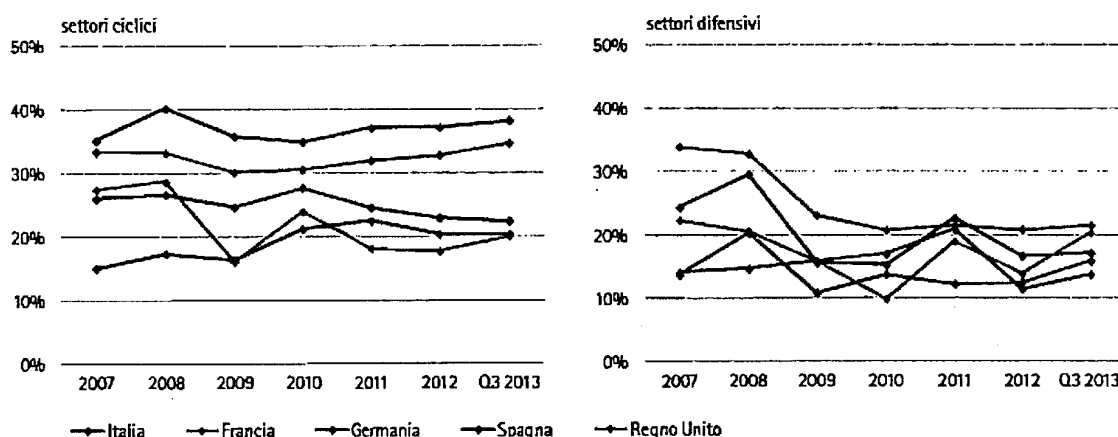
#### ITALIA



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti all'indice S&P 100 per gli USA, al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. Il rapporto debiti finanziari/Ebit è calcolato solo per le imprese con Ebit positivo. Per il terzo trimestre 2013 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

Le maggiori società tedesche e francesi operanti nei settori ciclici mostrano una incidenza più elevata del debito a breve (pari rispettivamente al 38 e 35 per cento circa e lievemente in crescita); seguono le imprese italiane (22 per cento circa, in calo rispetto alla media di lungo periodo) e quelle inglesi e spagnole (20 per cento circa; Fig. 46). Il dato continua ad attestarsi su livelli mediamente inferiori (intorno al 18 per cento circa) per tutte le imprese europee attive nei settori difensivi.

Fig. 46 Incidenza dei debiti a breve sui debiti finanziari totali delle maggiori imprese quotate non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a gennaio 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Per il terzo trimestre 2013 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

In particolare, per le imprese italiane il rapporto medio nel periodo considerato oscilla dal 25 per cento nei settori ciclici al 15 per cento nei settori difensivi.

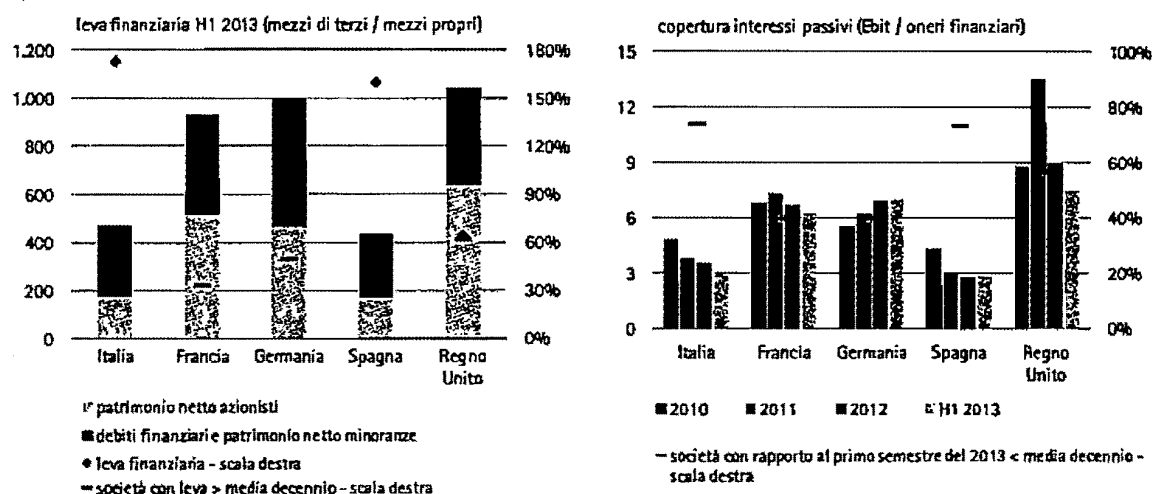
Le maggiori società italiane e spagnole continuano a evidenziare livelli di *leverage* più elevati degli altri *competitors* europei (rispettivamente, 160 e 170 per cento circa a metà 2013). Le società inglesi, in particolare, risultano le più capitalizzate, sebbene il peso delle imprese con una leva finanziaria superiore alla media dell'ultimo decennio sia tra i più elevati in Europa (Fig. 47).

Nel Regno Unito la quota di società che a metà 2013 mostra valori superiori alla media di lungo periodo si attesta attorno al 60 per cento, dato comparabile a quello italiano e pari a circa il doppio del valore riferibile alla Francia, mentre Spagna e Germania presentano valori intermedi.

Le imprese italiane e spagnole mostrano una maggiore vulnerabilità anche rispetto al grado di copertura degli interessi passivi, che rimane sensibilmente inferiore a quello degli altri paesi.

In particolare, al primo semestre 2013 il rapporto tra Ebit e oneri finanziari è pari a 3,1 e 2,9 rispettivamente in Italia e Spagna, a fronte di valori oscillanti attorno a 6 in Francia e a 7 in Germania e Regno Unito. Ad eccezione della Spagna e della Germania, l'indicatore è calato in tutti i paesi considerati, registrando la riduzione più marcata per le imprese inglesi (per le quali a fine 2012 si attestava a 9).

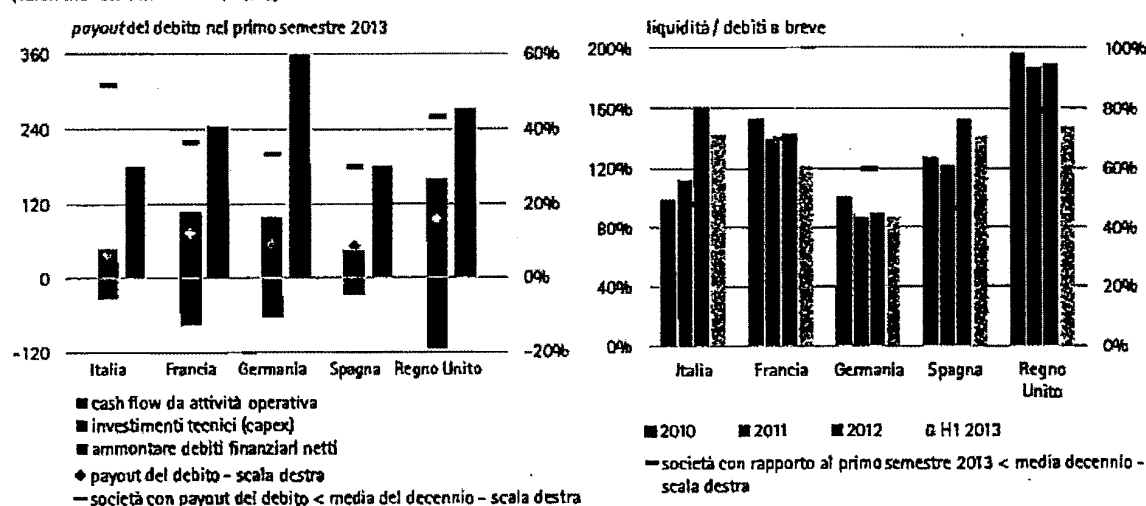
**Fig. 47 Copertura degli interessi passivi e leva finanziaria delle maggiori imprese quotate non finanziarie**  
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a gennaio 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Per il primo semestre 2013 sono rappresentati dati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

Nella prima metà del 2013, il rapporto fra *cash flow* operativo e debiti finanziari netti (*payout* del debito) è diminuito in misura significativa per le maggiori imprese europee, con l'eccezione di quelle tedesche. Il valore più basso si registra per le società italiane (6,5 per cento circa), mentre i livelli più alti sono espressi dalle imprese inglesi (16 per cento circa), in linea con la più elevata dotazione di mezzi propri (Fig. 48).

**Fig. 48 Payout del debito e copertura dei debiti a breve delle maggiori imprese quotate non finanziarie**  
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a gennaio 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Per il primo semestre 2013 sono rappresentati dati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

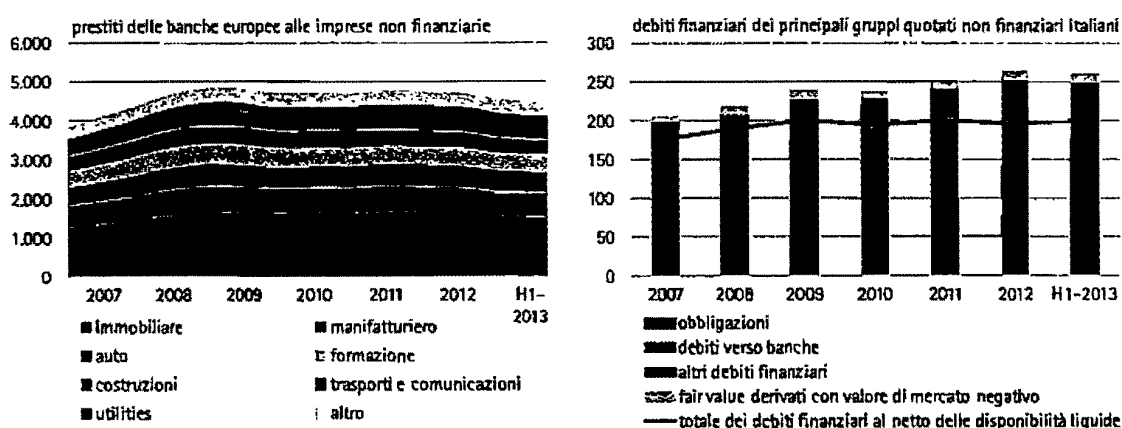
Oltre metà delle maggiori società italiane nel 2013 ha registrato un *payout* del debito inferiore alla media del decennio. Nello stesso periodo, le principali società francesi, spagnole e tedesche che presentano valori dell'indicatore inferiori alla media non hanno superato il 40 per cento del totale.

Nello stesso periodo gli indici di liquidità delle maggiori società quotate sono peggiorati, allineandosi intorno al 145 per cento in Italia, Spagna e Regno Unito, 121 per cento in Francia e 87 per cento in Germania. In particolare, l'indicatore di liquidità è diminuito maggiormente per le imprese del Regno Unito, seguite da quelle di Francia, Italia, Spagna e Germania (rispettivamente di 42, 21, 18, 12 e 2 punti percentuali circa).

Per quanto riguarda il ricorso al mercato del credito, al settore immobiliare è riferibile il 34 per cento circa dei prestiti bancari complessivamente erogati in ambito europeo tra il 2007 e il primo semestre 2013, con una lieve flessione rispetto al 2012 (2 per cento circa), peraltro in linea con quella registrata dagli altri principali settori industriali (Fig. 49).

Considerando le fonti di finanziamento per i maggiori gruppi quotati non finanziari italiani, dal 2007 la contrazione dei finanziamenti bancari (-11 per cento) è stata compensata da un aumento delle emissioni obbligazionarie (71 per cento). Tuttavia, nel primo semestre 2013, si è registrata una contrazione delle emissioni obbligazionarie superiore al calo dell'indebitamento bancario (rispettivamente, pari a -4,3 e -1,2 punti percentuali).

Fig. 49 Prestiti delle banche europee e composizione delle passività finanziarie dei principali gruppi quotati non finanziari italiani  
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: ECB per i prestiti delle banche europee ed elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche. La ripartizione dei prestiti bancari per settore NACE delle imprese non finanziarie è stimata.

Dopo i minimi registrati nel 2010, la dinamica dei flussi finanziari delle imprese italiane nel 2012 ha evidenziato una moderata espansione, in particolare per quanto riguarda le disponibilità e i debiti finanziari (Riquadro 2).

## Riquadro 2

### I flussi finanziari delle imprese italiane

L'analisi dei rendiconti delle società non finanziarie italiane mostra segnali di ripresa nel 2012. I flussi di cassa relativi al campione di grandi e medie società selezionato da Mediobanca (che comprende anche le società quotate) sono aumentati di circa 10 miliardi di euro rispetto al 2011, mentre quelli dei soli grandi gruppi quotati di circa 9 miliardi.

Entrambi i raggruppamenti di imprese hanno presentato, nel periodo considerato, dinamiche simili nell'ambito dell'approvvigionamento delle risorse finanziarie.

In particolare, anche nel 2012 l'autofinanziamento (ovvero le risorse generate dalla gestione reddituale) si conferma il principale canale di finanziamento per la copertura dei fabbisogni delle imprese italiane, sebbene si registri una contrazione rispetto al 2011 (dall'85 al 77 per cento circa delle risorse totali per il campione più ampio e dal 94 al 78 per cento per le principali società quotate).

Alla contrazione della quota dell'autofinanziamento ha fatto riscontro l'aumento dei debiti finanziari, che, nel caso del campione più ampio, si sono attestati al 23 per cento del totale delle fonti (22 per cento per le principali imprese quotate).

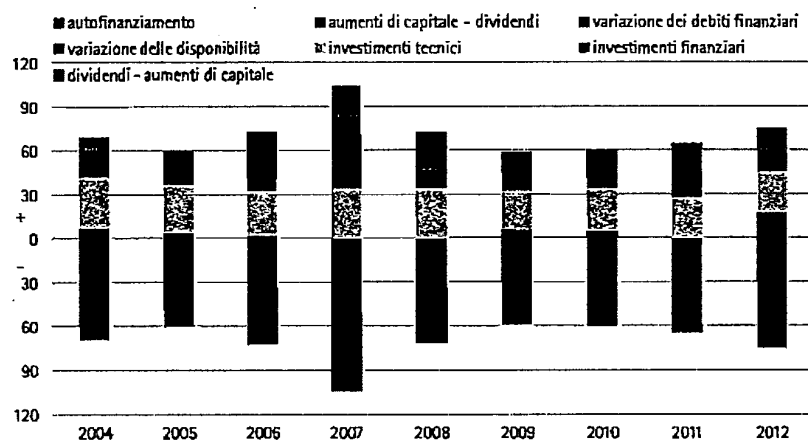
Sul fronte degli impieghi totali del 2012, le risorse generate vengono assorbite principalmente dagli investimenti tecnici, il cui controvalore risulta sostanzialmente stabile nel tempo, sebbene esso sia più consistente per le maggiori società quotate (36 miliardi di euro) rispetto alle principali grandi e medie imprese italiane (27 miliardi).

Nel 2012 si è registrato un sensibile incremento delle disponibilità, che sostanzialmente riflette l'incremento dell'indebitamento. In particolare, rispetto al 2011, esse sono raddoppiate per le imprese quotate (da 8 a 16 miliardi di euro), mentre, considerando tutte le grandi e medie imprese italiane, sono aumentate complessivamente di circa 20 miliardi di euro, passando da un flusso negativo di 3 miliardi nel 2011 a +17 miliardi nel 2012.

Gli investimenti finanziari delle grandi e medie imprese italiane si sono nuovamente contratti nel 2012, con flussi in diminuzione a 15,6 miliardi di euro (da 19,2 nel 2011), mentre le società quotate hanno registrato flussi in aumento a 8,7 miliardi di euro (7,2 nel 2011).

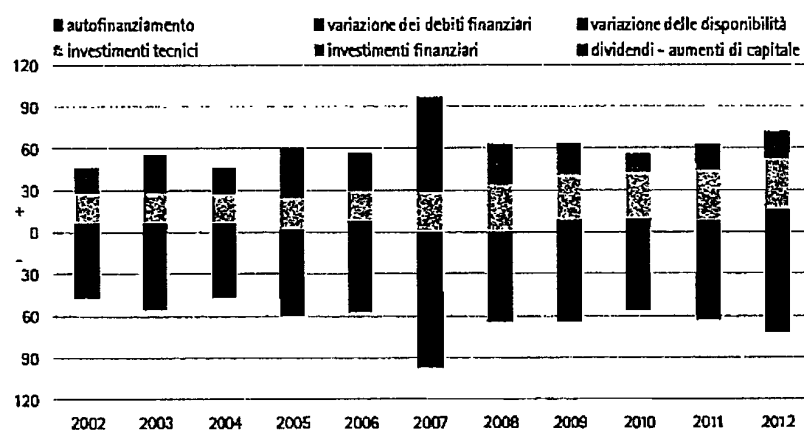
L'erogazione di dividendi, infine, continua a rappresentare una quota importante dell'utilizzo delle risorse totali (nel 2012 pari al 15 e al 20 per cento circa rispettivamente per i grandi gruppi quotati e per le grandi e medie imprese italiane). Tuttavia, nel corso del 2012, il flusso relativo (al netto degli aumenti di capitale) si è ridotto in misura significativa (rispettivamente dell'8 e del 23 per cento circa, attestandosi a 11 e 14,6 miliardi di euro).

**Impieghi (+) e fonti (-) di risorse finanziarie per le imprese non finanziarie italiane**  
(miliardi di euro)



Fonte: Mediobanca, 'Dati cumulativi di 2.035 società italiane', edizione 2013. Il campione comprende tutte le società industriali e terziarie di grande dimensione (con oltre 500 dipendenti) e oltre un quinto di quelle di media dimensione. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

**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 relativi ai principali gruppi quotati italiani. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. Confronta Note metodologiche.

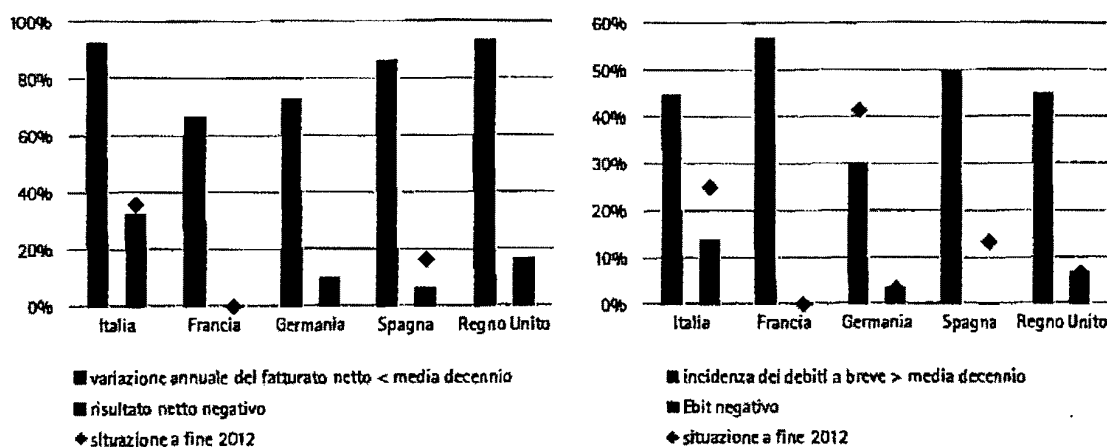
#### 4 I fattori di vulnerabilità delle imprese quotate

Le maggiori imprese quotate italiane, pur avendo registrato qualche lieve segnale di miglioramento, mostrano ancora profili di fragilità finanziaria superiori rispetto a quelli dell'Area euro, sia in termini di redditività sia di sostenibilità del debito (Fig. 50).

Con riferimento alla redditività del primo semestre 2013, circa un terzo del campione italiano evidenzia un risultato netto negativo e circa il 14 per cento un Ebit negativo. Per Regno Unito, Germania e Spagna la quota di società in perdita risulta pari rispettivamente al 17, 10 e 7 per cento.

Le imprese francesi e tedesche, inoltre, risultano più solide in termini di stabilità del fatturato rispetto alla media decennale, sebbene le prime presentino un'incidenza dei debiti a breve termine significativamente più elevata.

Fig. 50 Peso delle maggiori imprese quotate non finanziarie con bassa redditività ed elevato indebitamento a breve (numero di società in percentuale del campione esaminato al primo semestre 2013)

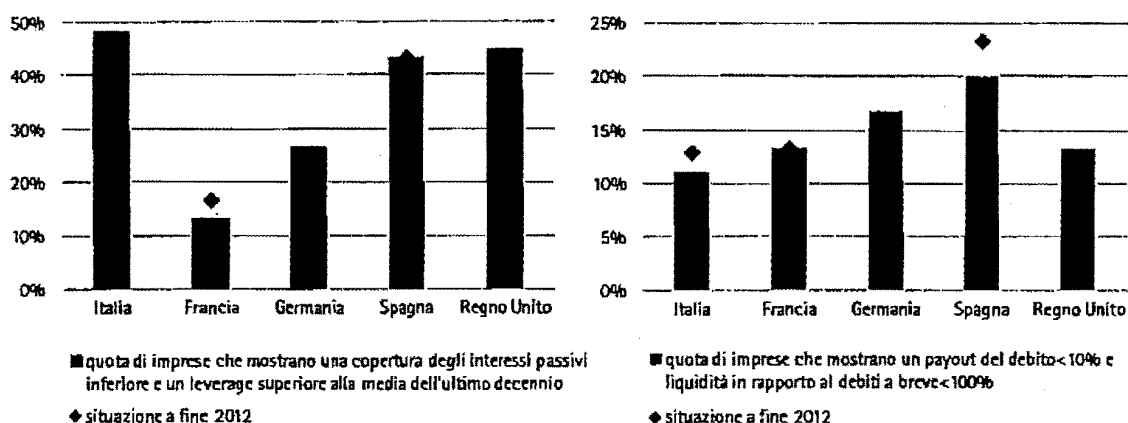


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a gennaio 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Dati annualizzati.

Nel primo semestre 2013 la quota delle maggiori imprese più vulnerabili in termini di minore copertura degli interessi passivi e maggiore *leverage* rispetto alla media del decennio è cresciuta soprattutto nel Regno Unito (+15 punti percentuali), mentre Germania e Italia hanno registrato un incremento più modesto (rispettivamente +3 e +2 punti percentuali; Fig. 51).

La quota di società italiane e spagnole che mostrano un basso livello di *payout* del debito e liquidità netta si è ridotta (-2 e -3 per cento circa), a fronte di un dato invariato per la Francia e in lieve crescita per Germania e Regno Unito (+3 e +7 per cento circa).

**Fig. 51 Vulnerabilità finanziaria delle maggiori imprese quotate non finanziarie**  
(numero di società in percentuale del campione esaminato al primo semestre 2013)



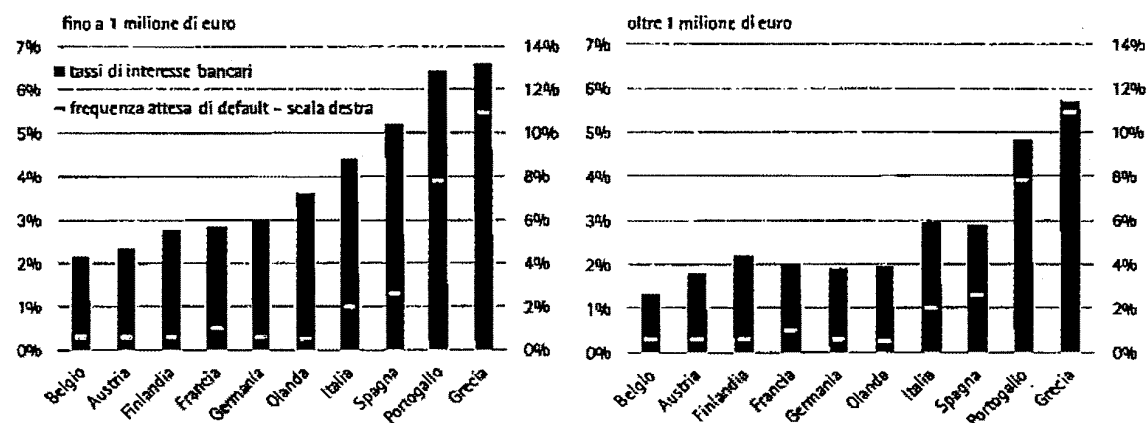
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a gennaio 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Dati annualizzati.

Sempre in riferimento alla struttura finanziaria, come evidenziato precedentemente, anche l'elevato costo del credito bancario amplifica le vulnerabilità delle imprese, in particolare nei paesi periferici.

La frequenza attesa di *default* (Edf) delle società non finanziarie europee rimane positivamente correlata a condizioni di credito restrittive (Fig. 52).

In particolare, a metà 2013 l'Edf risulta mediamente pari allo 0,7 per cento per i paesi core, al 2,6 per cento per la Spagna, al 2 per l'Italia e significativamente più alta per Portogallo (7,8 per cento) e Grecia (10,9 per cento).

**Fig. 52 Tassi di interesse bancari e frequenza attesa di *default* delle principali imprese quotate non finanziarie**  
(dati a luglio 2013)



Fonte: elaborazioni IMF su dati Bloomberg, BCE e Moody's Credit Edge.

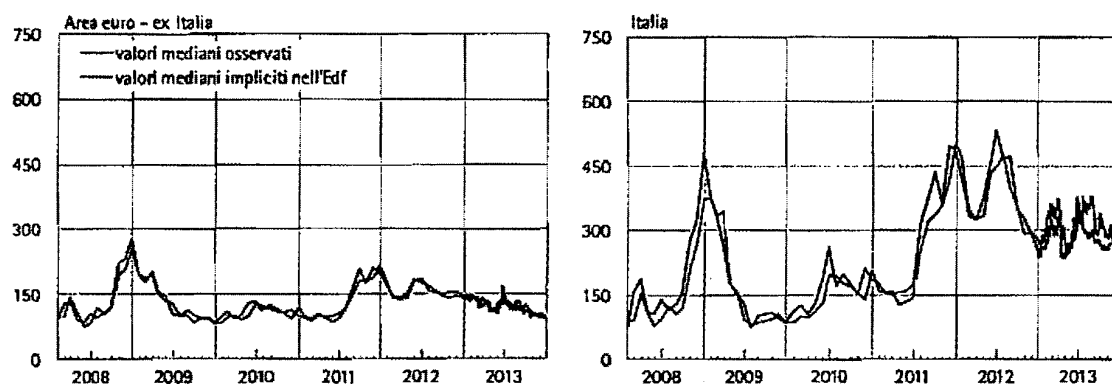
Anche per quanto riguarda i tassi di interesse, si rileva un significativo divario tra paesi core e periferici. A luglio 2013, il tasso bancario applicato alle imprese medio-piccole in Grecia e Portogallo eccedeva di circa 370 punti base quello medio delle imprese dei paesi core, mentre il differenziale per le imprese più grandi resta invariato per la Grecia e si riduce a circa 290 punti base per il Portogallo.

La maggiore vulnerabilità delle principali imprese quotate italiane rispetto ai *competitors* europei si riflette anche nell'andamento delle quotazioni dei Cds sul relativo debito (Fig. 53).

A fine 2013 le quotazioni dei Cds delle società italiane restano significativamente più elevate di quelle relative alle maggiori imprese dell'Area euro (attestandosi, rispettivamente, a 240 e 100 punti base circa).

Il disallineamento rilevato nel corso del 2013 fra le quotazioni osservate dei Cds italiani e i valori impliciti calcolati sulla base di modelli teorici risulta peraltro essersi ridotto a livelli trascurabili a fine anno.

Fig. 53 Quotazioni dei Cds a 5 anni effettive e implicite nella frequenza attesa di *default* (Edf) per le principali società quotate non finanziarie (valori in punti base; dati giornalieri; 31/01/2008 – 31/12/2013)



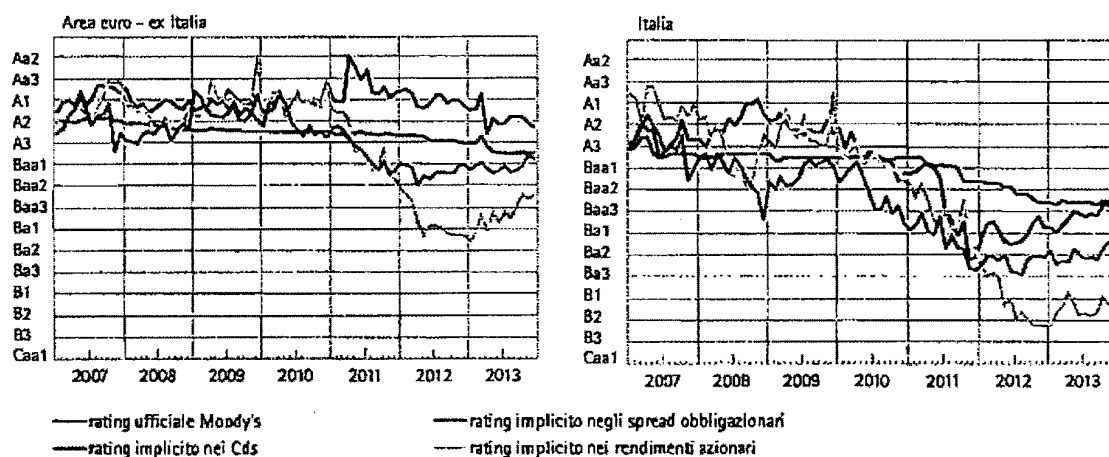
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e KMV Credit Edge. I dati si riferiscono a un campione di 68 società quotate dell'Area euro incluse negli indici dei Cds corporate Thomson Reuters per le quali si dispone di dati sulla frequenza attesa di *default* e di 7 società quotate italiane (Cir, Fiat, Edison, Enel, Eni, Finmeccanica, Telecom Italia).

Nel corso del 2013 i valori dei rating impliciti negli *spread* delle obbligazioni delle principali società non finanziarie italiane sono progressivamente migliorati fino a riallinearsi a fine anno ai rating ufficiali rilasciati da Moody's (in media, Baa2-Baa3). Per contro, nell'Area euro i rating impliciti in tali *spread* sono rimasti costantemente superiori a quelli ufficiali (in media, Baa1-A3), ad eccezione di una momentanea convergenza nella prima metà dell'anno (Fig. 54).

Tuttavia, nel corso dell'anno è rimasto significativo per l'Italia il divario fra rating ufficiale e giudizi impliciti nell'andamento dei corsi azionari e nelle quotazioni dei Cds.

In particolare, a fine 2013 il rating medio implicito nei corsi azionari delle imprese italiane è risultato inferiore di 4-5 *notch* a quello per l'Area euro (rispettivamente, B1 e Baa2-Baa3), mentre quello medio implicito nelle quotazioni dei Cds è inferiore di circa 4 livelli (Ba2 per l'Italia e Baa1 per l'Area euro).

**Fig. 54 Rating impliciti nei prezzi degli strumenti finanziari delle principali imprese quotate non finanziarie**  
(dati mensili; gennaio 2007 - gennaio 2014)



Fonte: elaborazioni su dati Moody's Implied Rating. Dati medi relativi alle imprese *corporate* appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e le società non finanziarie italiane incluse nel Ftse Mib. Il benchmark per gli *spread* obbligazionari è il relativo titolo governativo.

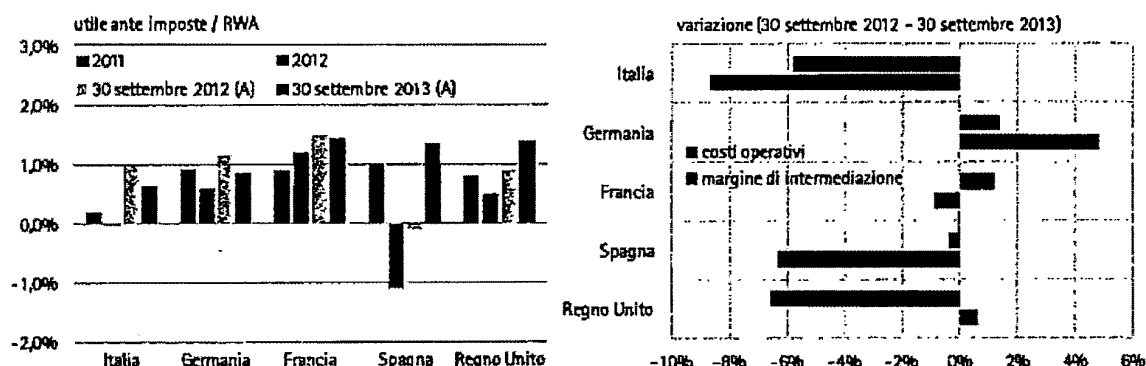
## IV Le banche e le assicurazioni

### 1 La redditività delle banche quotate

Nei primi nove mesi del 2013 la redditività delle principali banche quotate, misurata rispetto agli attivi ponderati per il rischio (RWA), è stata connotata da andamenti eterogenei tra i principali paesi europei. Nel Regno Unito si è osservato un miglioramento, mentre le performance reddituali sono risultate stabili in Francia e in calo in Italia e Germania (Fig. 55).

In particolare al 30 settembre 2013 le banche italiane hanno sperimentato una contrazione del margine di intermediazione di oltre 8 punti percentuali rispetto ai primi nove mesi del 2012, mentre per quelle spagnole il calo è stato pari a circa il 6 per cento. Nello stesso periodo gli istituti italiani hanno compresso in maniera significativa i costi operativi (-6 per cento circa).

Fig. 55 Evoluzione della redditività delle principali banche quotate europee

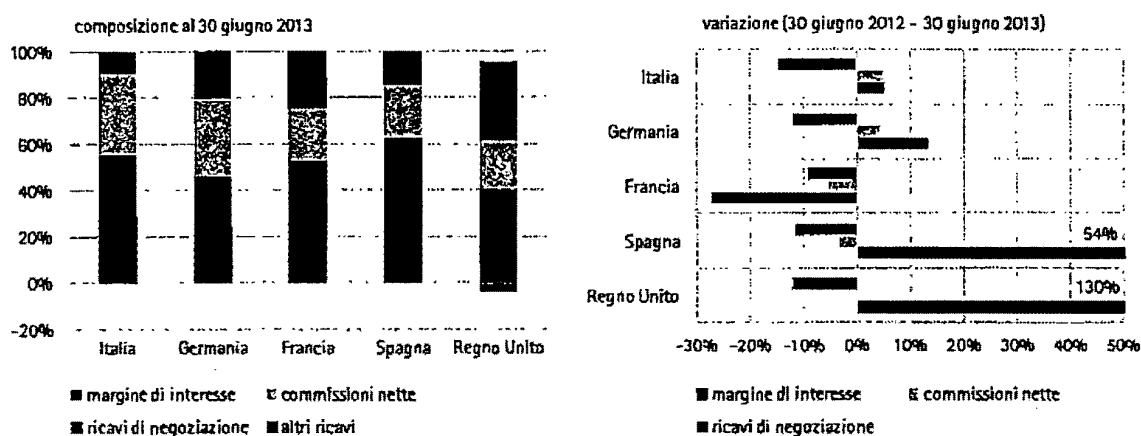


Fonte: elaborazioni sui bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee. Confronta Note metodologiche. L'utile ante imposte è al lordo delle rettifiche sull'avviamento. I dati al 30 settembre sono annualizzati e parzialmente stimati.

La contrazione dei margini reddituali degli istituti italiani e spagnoli è dipeso in gran parte dai livelli estremamente contenuti dei tassi di interesse a breve termine. Per queste banche, infatti, il contributo del margine di interesse al totale dei ricavi è maggiore rispetto a quanto rilevato per i principali competitors europei a causa del modello di business più tradizionale.

In particolare, a metà 2013, l'incidenza del margine di interesse sul totale dei ricavi risultava prossima o superiore al 60 per cento per le banche italiane e spagnole, a fronte di valori inferiori al 50 e al 40 per cento per gli istituti tedeschi e inglesi (Fig. 56).

Fig. 56 Evoluzione della composizione dei ricavi delle principali banche quotate europee



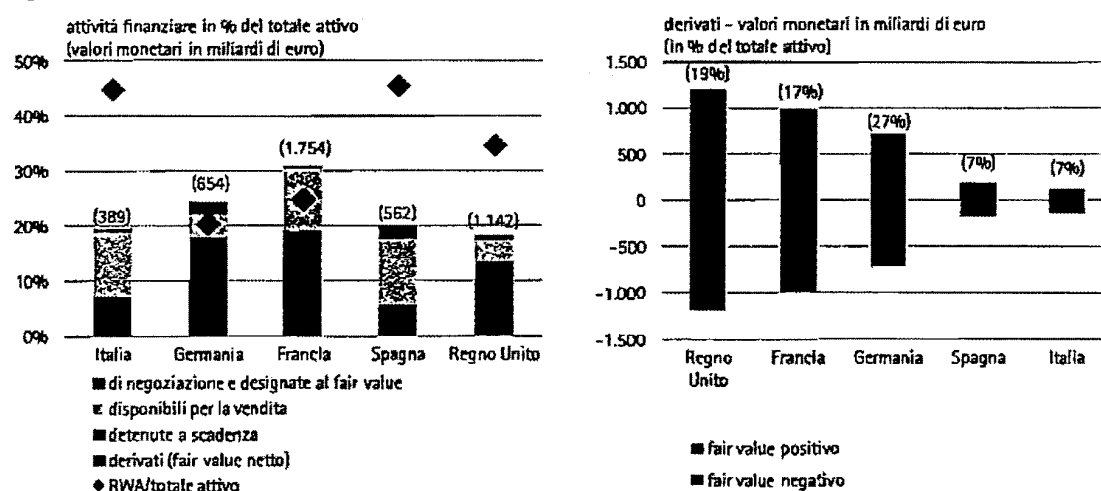
Fonte: elaborazioni sui bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee. Confronta Note metodologiche.

## 2 L'adeguatezza patrimoniale e la qualità dell'attivo delle banche quotate

Le differenze nei modelli di *business* delle banche dei principali paesi europei si riflettono anche nella struttura dell'attivo. I principali istituti italiani e spagnoli si caratterizzano, infatti, per un minor investimento in attività finanziarie e una più bassa operatività in derivati, rispetto alle banche delle maggiori economie europee (Fig. 57).

Al 30 giugno 2013, le attività finanziarie e il *fair value* netto dei derivati rappresentavano circa il 20 per cento dell'attivo per le principali banche italiane e spagnole, a fronte di valori pari al 25 e 30 per cento per i maggiori istituti tedeschi e francesi. Anche l'operatività in derivati risultava estremamente contenuta in Italia e Spagna, con un *fair value* positivo dei derivati pari al 7 per cento del totale attivo (significativamente inferiore ai livelli osservati per gli altri paesi, oscillanti tra il 27 per cento riferibile alla Germania e il 17 relativo alla Francia). Tali differenze si riflettono nella dispersione nei valori dell'attivo ponderato per il rischio (RWA) rispetto al totale attivo, che si attestavano, a metà 2013, rispettivamente a circa il 45 per cento per le banche italiane e spagnole e tra il 20 e il 25 per cento per le maggiori banche tedesche e francesi.

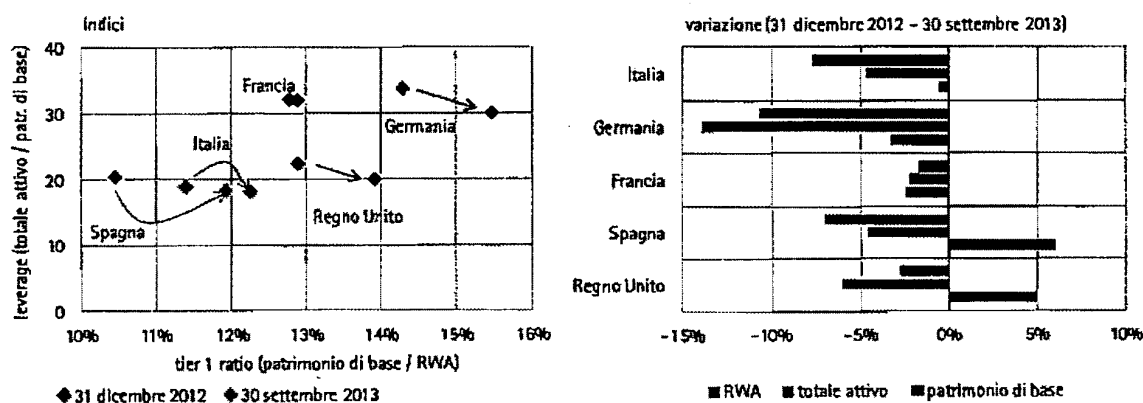
Fig. 57 Attività finanziarie e strumenti derivati detenuti dalle principali banche quotate europee a metà 2012



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati delle principali banche europee. Confronta Note metodologiche.

L'adeguatezza patrimoniale è migliorata per tutte le principali banche europee nei primi nove mesi del 2013. In Italia, Germania e Spagna l'incremento dei coefficienti patrimoniali è dipeso dalla significativa riduzione dell'RWA. Per gli istituti italiani e spagnoli, inoltre, il calo dell'RWA è stato superiore a quello del totale attivo registrato nello stesso periodo, segnalando, oltre al processo di *deleveraging* ancora in atto, anche una ricomposizione dell'attivo verso investimenti caratterizzati da un minor assorbimento patrimoniale e l'utilizzo di metodologie più sofisticate per la determinazione dell'RWA. In Spagna l'incremento del *tier 1 ratio* è dipeso anche da un aumento del patrimonio di base, in gran parte realizzato con il sostegno pubblico (Fig. 58).

Fig. 58 Variazione della patrimonializzazione e del leverage per le principali banche quotate europee nei primi nove mesi del 2012



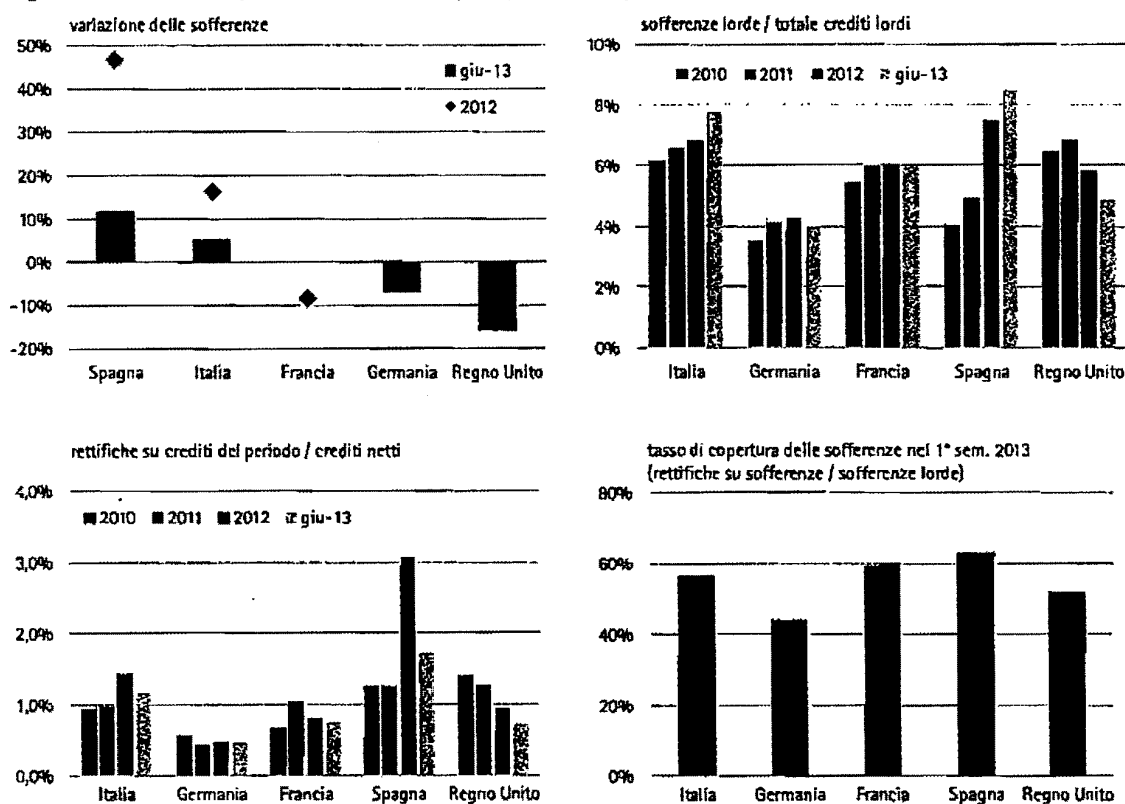
Fonte: elaborazioni su bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee. Confronta Note metodologiche.

### 3 La qualità del credito

Nella prima metà del 2013 in Italia e Spagna è proseguito l'incremento delle sofferenze sebbene a un ritmo più moderato rispetto all'anno precedente. L'incidenza delle sofferenze sul totale dei crediti lordi si è mantenuta a livelli elevati (Fig. 59).

Nei primi sei mesi del 2013 l'ammontare di sofferenze è aumentato del 10 per cento in Spagna e del 5 per cento in Italia, mentre si è ridotto in Germania e Regno Unito. Le banche italiane e spagnole hanno continuato a esibire un peso maggiore delle sofferenze sul totale dei crediti lordi, con valori rispettivamente prossimi e superiori all'8 per cento. Il costo del credito (rapporto tra rettifiche su crediti del periodo e crediti netti) è risultato in calo in Italia, Spagna e Regno Unito, mentre il tasso di copertura delle sofferenze (rapporto tra rettifiche complessive su sofferenze e sofferenze lorde) continua ad attestarsi su livelli elevati per le banche italiane, spagnole e francesi. La mancanza di omogeneità sia nel trattamento dei crediti deteriorati sia nella loro rappresentazione in bilancio rende, tuttavia, estremamente complessa una comparazione internazionale.

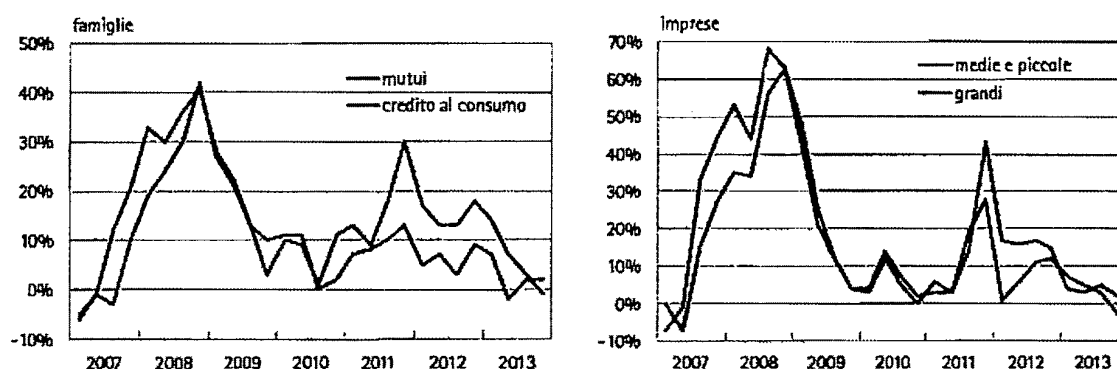
Fig. 59 Evoluzione della qualità del credito delle principali banche quotate europee



Fonte: elaborazioni sui bilanci e relazioni semestrali consolidate delle principali banche europee. Dati annualizzati e parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

Con riferimento agli standard di concessione del credito bancario nell'Area euro, gli ultimi dati del *Bank Lending Survey* della BCE mostrano un allentamento delle condizioni di accesso al credito sia per le famiglie sia per le imprese nella seconda metà del 2013 (Fig. 60).

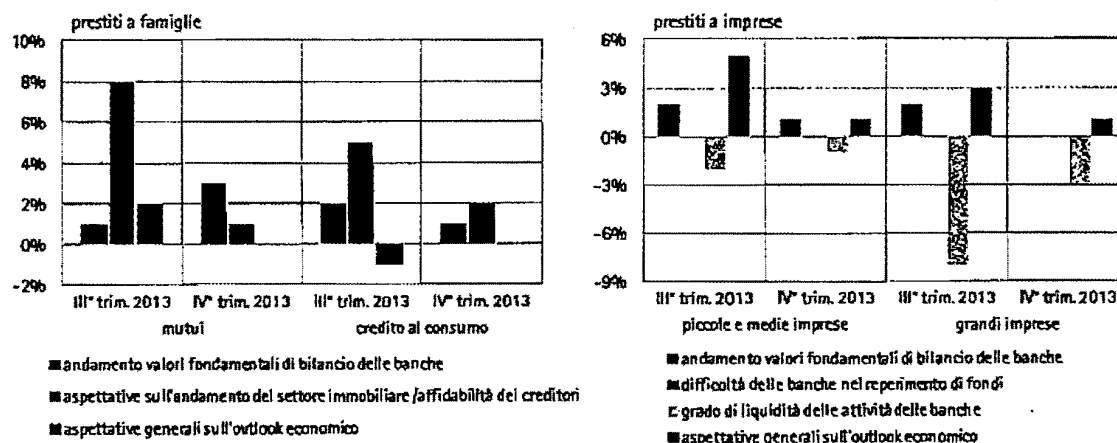
**Fig. 60** Indicatori di restrizione degli standard di concessione del credito nell'Area euro (dati trimestrali)



Fonte: BCE. Quota percentuale delle banche che hanno segnalato un irrigidimento nei criteri per la concessione dei prestiti al netto della quota percentuale delle banche che hanno segnalato un allentamento.

Quanto ai fattori che hanno inciso sull'irrigidimento delle condizioni di concessione di prestiti da parte delle banche, nella seconda metà dell'anno gli istituti di credito hanno indicato come maggiormente rilevanti per i crediti alle famiglie le incertezze relative all'andamento del mercato immobiliare o all'affidabilità dei creditori, mentre la valutazione negativa dell'*outlook* economico generale è stata segnalata con minor frequenza sia per i prestiti alle imprese sia per quelli alle famiglie (Fig. 61).

**Fig. 61** Incidenza dei fattori che contribuiscono alla restrizione delle condizioni di accesso al credito nell'Area euro

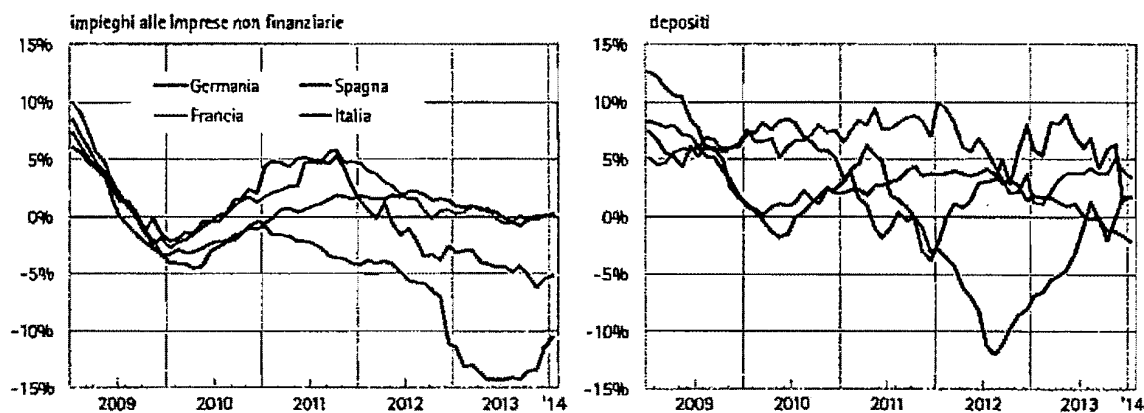


Fonte: elaborazioni su dati BCE (*Bank Lending Survey*). I valori percentuali si riferiscono alla quota di banche che ritengono rilevante il corrispondente fattore di restrizione delle condizioni di accesso al credito.

La dinamica degli impieghi bancari verso società non finanziarie mostra una netta divaricazione tra paesi *core* e non *core*, che segnala la progressiva riduzione del grado di integrazione finanziaria all'interno dell'Area euro registrata a partire dalla crisi del debito sovrano (si veda anche il successivo paragrafo 4). Tale andamento è in linea con quanto osservato nella dinamica dei tassi di interesse bancari applicati per i crediti verso le imprese non finanziarie (si veda il precedente Capitolo III *'Le società non finanziarie'*).

La contrazione degli impieghi verso le imprese industriali è apparsa notevolmente marcata in Spagna, dove, a gennaio 2014 è risultata superiore al 10 per cento (5 per cento in Italia). In Francia e Germania, invece, gli impieghi verso il settore non finanziario sono rimasti sostanzialmente stabili per tutto il 2013, facendo registrare tassi di crescita prossimi allo zero. Permangono le difficoltà di accesso delle banche spagnole alla raccolta tramite depositi che, a gennaio 2014 registrava una contrazione su base annua del 2 per cento circa. L'Italia si connota per un andamento discontinuo, con un tasso di crescita in calo rispetto all'anno precedente (Fig. 62).

Fig. 62 Tasso di crescita degli impieghi alle imprese non finanziarie e dei depositi bancari (valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili; gennaio 2009 – gennaio 2014)



Fonte: Bce.

#### 4 La frammentazione finanziaria

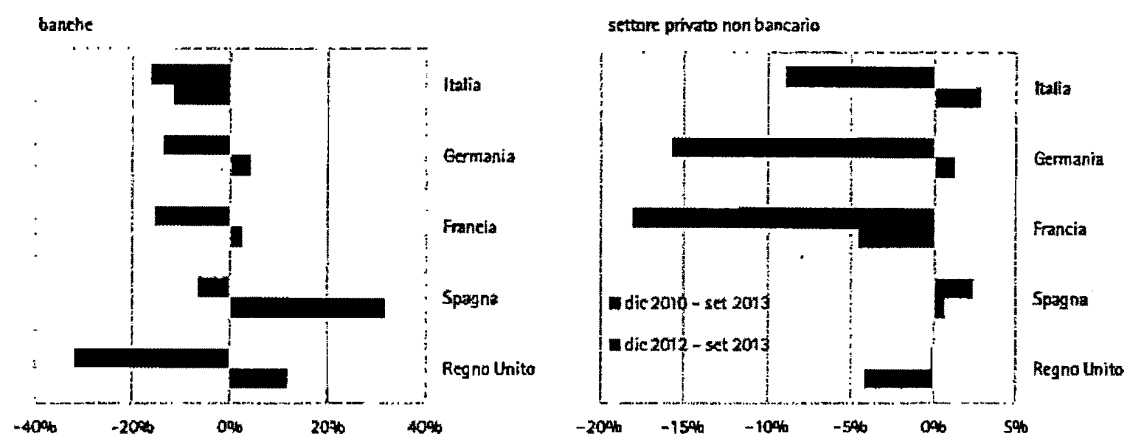
L'aumento della frammentazione finanziaria in Europa emerge dalla dinamica delle esposizioni estere delle banche europee, che negli ultimi anni si sono connotate per una progressiva diminuzione. Rispetto al 2010, infatti, gli enti creditizi europei hanno significativamente ridotto sia le esposizioni verso il settore bancario di altri paesi dell'Unione sia quelle verso il settore privato non bancario (Fig. 63).

Dalla fine del 2010 al 30 settembre 2013 la contrazione si attesta a più del 30 per cento per gli istituti inglesi e a livelli prossimi o superiori al 15 per cento per Italia, Germania e Francia. Con riferimento al settore privato non bancario, la riduzione delle esposizioni estere delle banche è stata complessivamente meno marcata, oscillando tra il 9 per cento circa in Italia e il 15 per cento in Francia e Germania.

Nei primi nove mesi del 2013 la tendenza alla riduzione delle esposizioni *cross-border* da parte delle banche europee sembra, tuttavia, essersi attenuata e, in alcuni casi, invertita.

In particolare i crediti esteri degli enti creditizi verso il settore bancario di altri paesi dell'Unione Europea sono significativamente aumentati in Spagna e Regno Unito (rispettivamente di oltre il 30 e il 10 per cento). Lievi inversioni di tendenza si osservano, anche, nella variazione delle esposizioni estere delle banche italiane, tedesche e francesi.

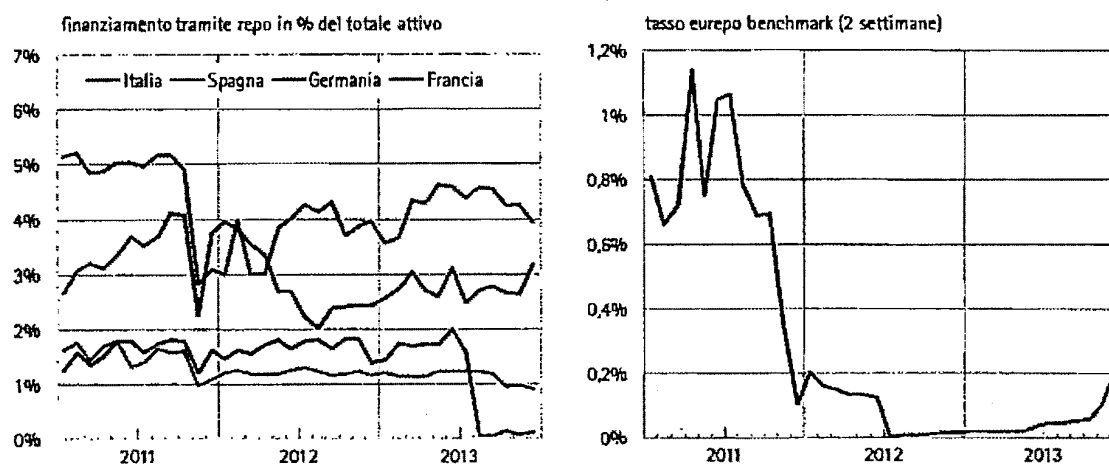
**Fig. 63** Grado di integrazione finanziaria all'interno dell'Unione Europea  
(variazione percentuale delle esposizioni estere verso banche e settore privato non bancario)



Fonte: elaborazioni su dati della Banca dei Regolamenti Internazionali. Confronta Note metodologiche.

La divaricazione tra paesi *core* e non *core* emerge anche sotto il profilo del *funding*. Le banche italiane e spagnole si confermano più dipendenti da forme di raccolta orientate al breve periodo, quali il finanziamento tramite operazioni collateralizzate di *repurchase agreement* (*repo*) sul mercato interbancario (Fig. 64).

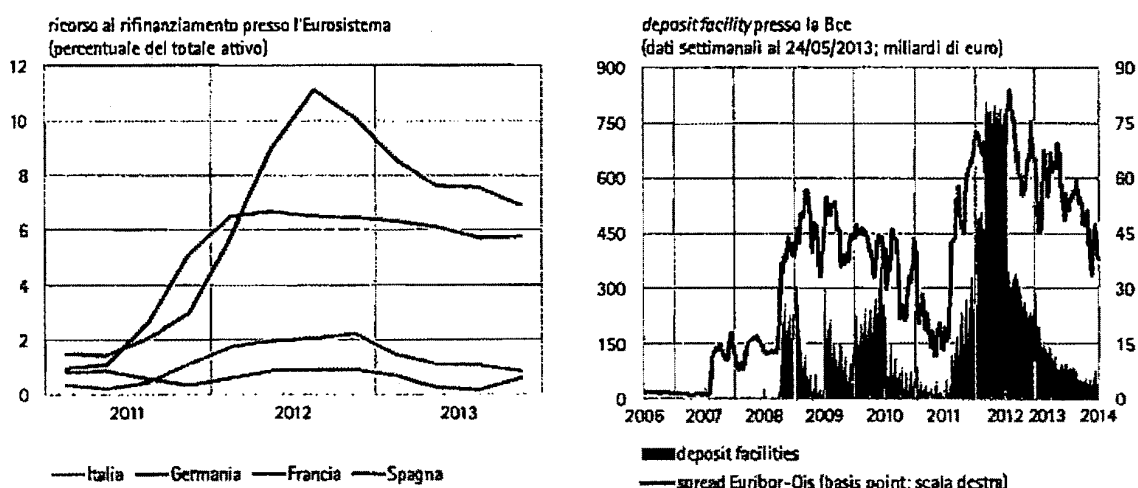
In particolare a fine 2013, per gli istituti italiani e spagnoli le operazioni di *repo* corrispondono, rispettivamente, al 4 e al 3 per cento del totale attivo, a fronte di valori prossimi o inferiori all'uno per cento per le banche tedesche e francesi. Nell'ultimo biennio tale fonte di raccolta, sebbene instabile, ha beneficiato di tassi estremamente contenuti e prossimi allo zero.

Fig. 64 Ricorso al finanziamento tramite *repo* delle banche dei principali paesi europei

Fonte: elaborazioni su dati BCE e Federazione Bancaria Europea.

A partire dal 2011, inoltre, gli istituti italiani e spagnoli ricorrono al rifinanziamento presso la Banca centrale in maniera più consistente rispetto a quelli di Francia e Germania (Fig. 65).

Nel corso del 2013 il rifinanziamento presso la BCE si è ridotto sensibilmente per le banche spagnole, collocandosi a fine anno al 7 per cento circa del totale attivo (10 per cento a fine 2012). Le banche italiane, invece, hanno mantenuto sostanzialmente invariato il ricorso all'Eurosistema attorno a livelli prossimi al 6 per cento del totale attivo.

Fig. 65 Ricorso al finanziamento presso l'Eurosistema delle banche dei principali paesi europei e *deposit facility* presso la BCE

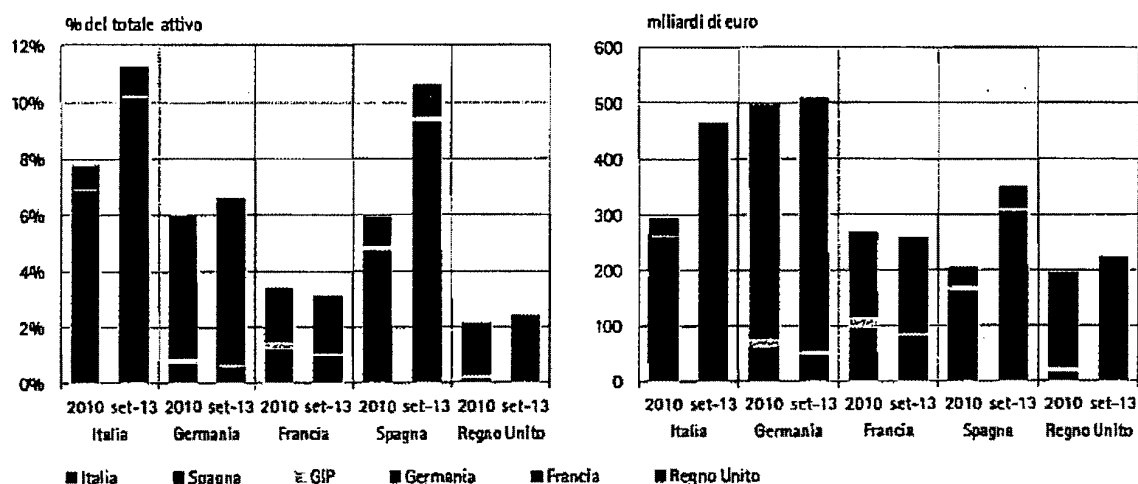
Fonte: BCE e banche centrali nazionali. Lo spread Euribor-Ois è calcolato rispetto al livello dell'Euribor.

## 5 L'esposizione al rischio sovrano

L'esposizione verso il debito sovrano resta una delle principali fonti di fragilità per le banche europee, soprattutto con riferimento ai paesi caratterizzati da più ampi squilibri nei conti pubblici. In particolare gli investimenti degli istituti di credito in titoli di Stato domestici (tra i principali canali di trasmissione del rischio sovrano alle banche) si sono accentuati nel corso della crisi. Dal 2010, infatti, l'esposizione delle banche italiane e spagnole verso i titoli del debito pubblico domestico ha registrato un notevole incremento, portandosi, alla fine del terzo trimestre 2013, rispettivamente, al 10 per cento (+3 punti percentuali) e al 9 per cento (+4 punti percentuali) del totale attivo (Fig. 66).

In termini assoluti, a fine settembre 2013 l'ammontare di titoli pubblici domestici detenuti dalle banche italiane e spagnole superava, rispettivamente, i 400 e i 300 miliardi di euro. Per le banche tedesche l'esposizione verso il debito sovrano domestico risultava superiore ai 400 miliardi di euro, pari a circa il 6 per cento dell'attivo, mentre valori estremamente più contenuti si rilevavano per le banche francesi e inglesi, sia in termini assoluti sia rispetto al totale attivo.

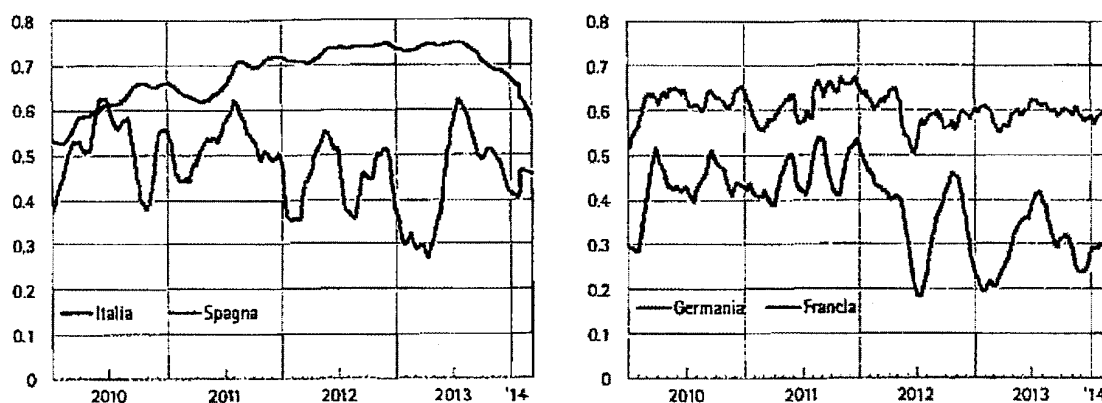
Fig. 66 Esposizione al debito sovrano delle banche dei principali paesi europei



Fonte: elaborazioni su dati della Banca dei Regolamenti Internazionali e Bruegel database on sovereign bond holdings. Confronta Note metodologiche.

La progressiva stabilizzazione dei mercati secondari dei titoli governativi, sperimentata a partire dalla seconda metà del 2013 dai paesi periferici dell'Area euro, ha tuttavia determinato una riduzione del rischio di contagio come emerge dall'andamento della correlazione dinamica tra le quotazioni dei Cds sul debito sovrano e quelle dei Cds dei maggiori istituti di credito. Tale indicatore si è nettamente ridotto in Italia, attestandosi su livelli in linea con quelli stimati per la Francia e superiori a quelli registrati per Spagna e Germania (Fig. 67).

**Fig. 67 Correlazione dinamica tra rischio sovrano e bancario**  
(dati giornalieri; media mobile a sei mesi; 01/01/2010 – 14/03/2014)

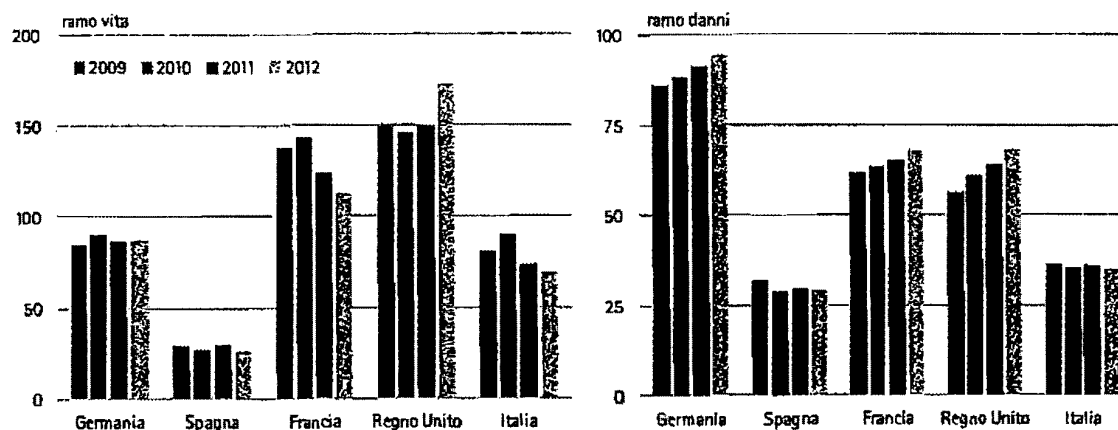


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream. La correlazione dinamica tra le quotazioni dei Cds su debito *senior* delle banche è stata stimata applicando il modello di Engle (2002).

## 6 Le assicurazioni

Nel 2012 la raccolta di premi assicurativi nel ramo vita si è lievemente ridotta in Italia, Francia e Spagna, mentre è rimasta stabile in Germania ed è cresciuta nel Regno Unito. Nel ramo danni, invece, si è registrato un aumento, ovvero una sostanziale stabilità (Italia e Spagna) dei premi raccolti (Fig. 68).

**Fig. 68 Raccolta premi nei principali paesi europei**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



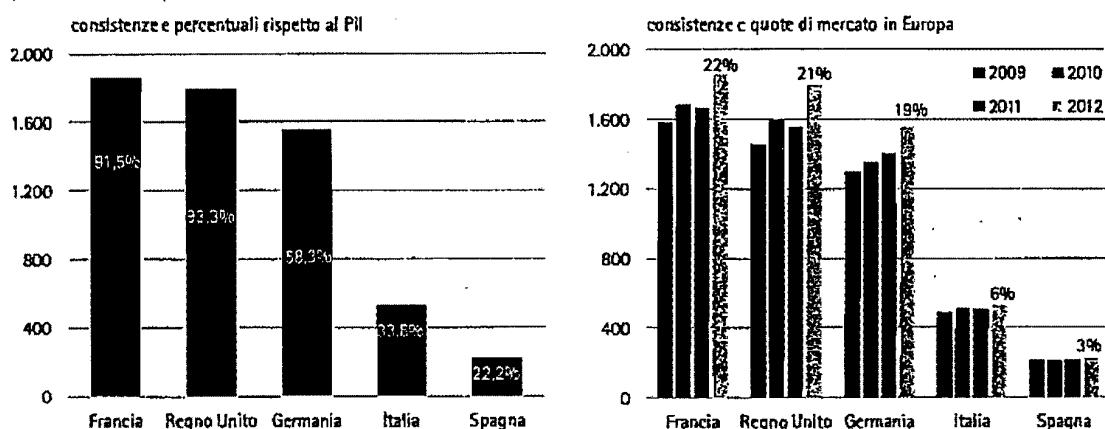
Fonte: elaborazioni su dati Insurance Europe.

Il settore assicurativo italiano e quello spagnolo continuano a caratterizzarsi per dimensioni notevolmente più contenute rispetto a quelle rilevate negli altri maggiori paesi europei.

Il valore complessivo del portafoglio di investimenti delle compagnie assicurative europee è cresciuto di circa il 10 per cento nel 2012 rispetto al 2011, attestandosi a livelli superiori a 8.360 miliardi di euro (Fig. 69).

Le assicurazioni francesi, inglesi e tedesche mostrano gli investimenti più elevati sia in termini assoluti sia in termini di incidenza rispetto al Pil (pari, rispettivamente, a circa il 92, 93 e 58 per cento) e la relativa quota di mercato supera, complessivamente, il 60 per cento. In Italia e Spagna, invece, il peso del portafoglio di investimenti sul Pil appare molto più contenuto, attestandosi a fine 2012, rispettivamente, al 34 e al 22 per cento circa, mentre le relative quote di mercato oscillano, rispettivamente, tra il 6 e il 3 per cento del mercato europeo.

**Fig. 69 Investimenti delle compagnie assicurative dei principali paesi europei**  
(consistenze di fine periodo; valori monetari in miliardi di euro)



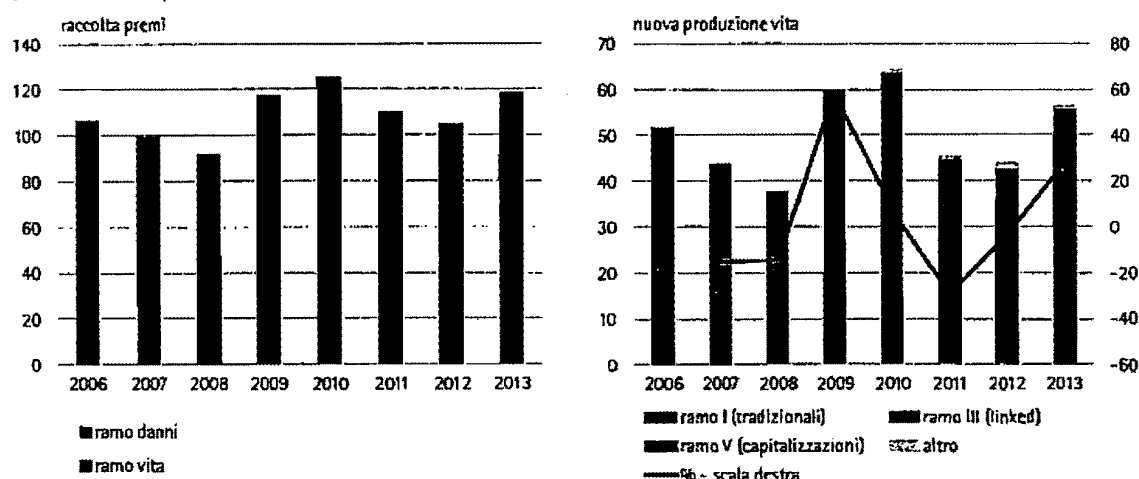
Fonte: elaborazioni su dati Insurance Europe.

Con riferimento al settore assicurativo italiano, nel 2013 la raccolta di premi nel ramo vita è cresciuta, mentre quella del ramo danni è rimasta stabile (Fig. 70).

Nel complesso la raccolta delle assicurazioni italiane ha raggiunto 120 miliardi di euro circa, di cui 85 riferibili al ramo vita e 34 al ramo danni (con un tasso di crescita del 13 per cento circa rispetto al 2012). Tale dinamica è riconducibile al significativo incremento della raccolta nel ramo vita (+22 per cento circa) che ha più che compensato la flessione nel ramo danni (-5 per cento circa), conseguente anche alla riduzione delle tariffe sulla responsabilità civile auto connessa al calo dei sinistri.

I nuovi premi assicurativi raccolti nel ramo vita sono cresciuti, nel 2013, sia nel ramo I (assicurazioni sulla durata della vita umana) sia nel ramo V (operazioni di capitalizzazione), rispettivamente del 35 e del 29 per cento e, in misura più moderata, nel ramo III (assicurazioni sulla vita connesse a fondi d'investimento e indici, +15 per cento circa).

**Fig. 70 Andamento della raccolta premi delle assicurazioni italiane**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



Nel corso del 2012 le assicurazioni italiane hanno sperimentato una ripresa della redditività rispetto all'anno precedente, più marcata nel ramo vita rispetto al ramo danni (Fig. 71).

Nello specifico a fine 2012 il Roe medio è risultato pari al 15 per cento circa nel ramo vita (-9 per cento nel 2011) e al 3 per cento nel ramo danni (-5 per cento nel 2011), principalmente in conseguenza del miglioramento della gestione finanziaria.

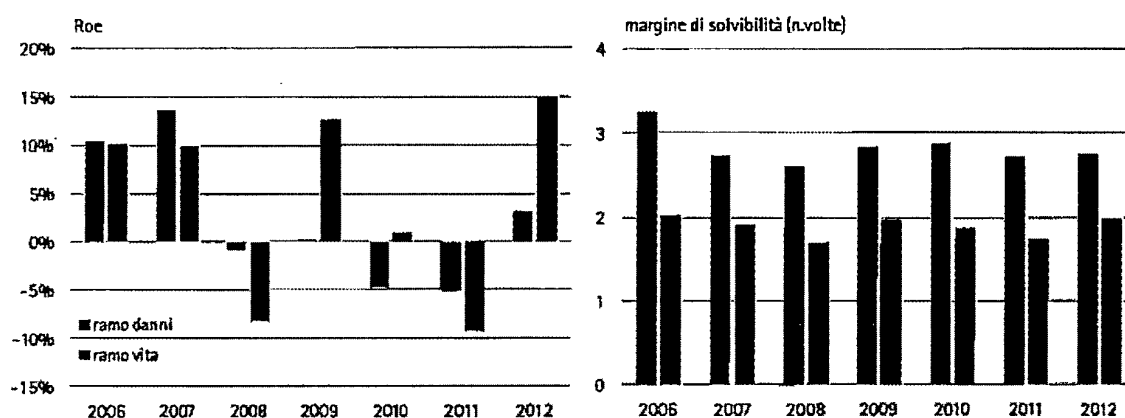
Il settore assicurativo italiano si è connotato, inoltre, per un miglioramento dei margini di solvibilità, più significativo nel ramo vita.

Nuovi fabbisogni di capitale potrebbero emergere, tuttavia, a fronte dell'evoluzione del quadro regolamentare europeo che, nell'ambito del nuovo regime di vigilanza prudenziale per le assicurazioni (*Solvency II*), introduce il sistema di valutazione a *fair value* delle voci di bilancio, e che dovrebbe entrare in vigore il 1° gennaio 2016.

In particolare il principio del *fair value* nella valutazione delle poste in bilancio espone le compagnie assicurative alla volatilità dei mercati e alle conseguenti oscillazioni dei fabbisogni patrimoniali necessari a mantenere adeguati margini di solvibilità. Anche l'EIOPA ha recentemente evidenziato i possibili effetti

negativi derivanti dall'applicazione del *fair value*, incluso l'incentivo, soprattutto in condizioni di turbolenza dei mercati, a modificare la composizione del portafoglio in modo da ridurre l'incidenza degli strumenti (quali azioni e obbligazioni) assoggettati a tale principio valutativo.

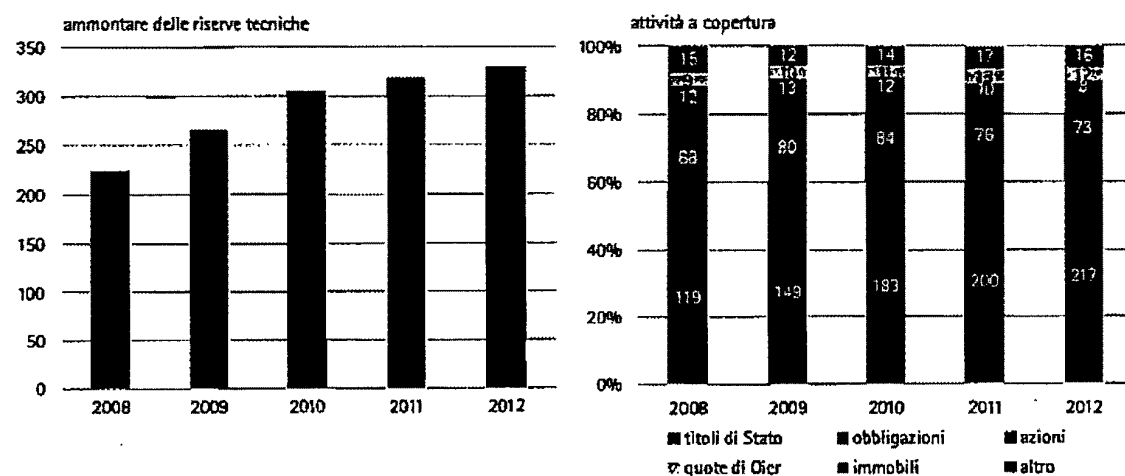
Fig. 71 Indici di redditività e solvibilità delle assicurazioni italiane



Fonte: elaborazioni su dati Ivass.

A fine 2012 le riserve tecniche del ramo vita, ossia gli impegni assunti dalle imprese di assicurazione nei confronti degli assicurati (al lordo delle riserve a carico dei riassicuratori) risultavano pari a 340 miliardi di euro, in crescita del 3 per cento rispetto al 2011. I titoli di Stato rappresentavano la quota preponderante delle attività poste a copertura delle riserve tecniche (Fig. 72).

Fig. 72 Riserve tecniche e investimenti nel ramo vita (consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



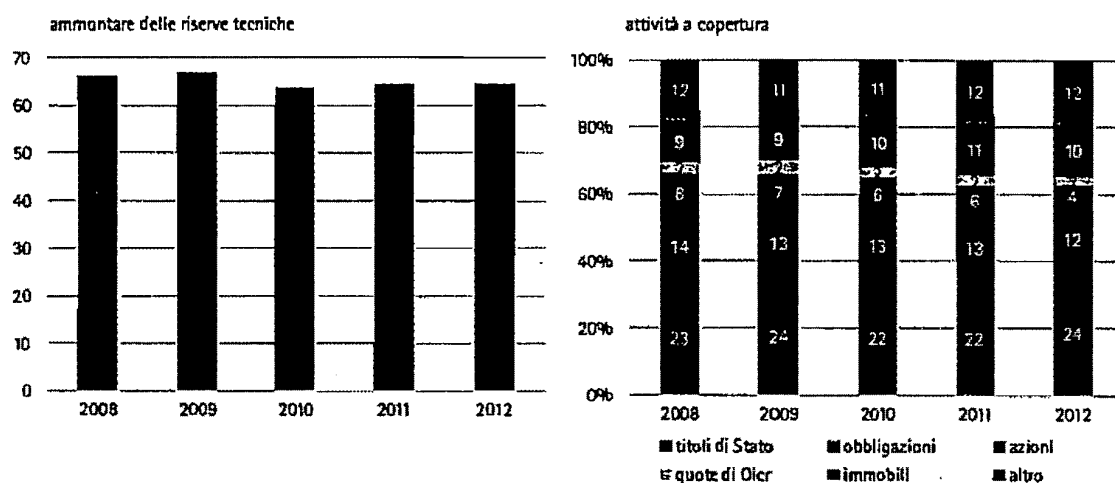
Fonte: elaborazioni su dati Ivass.

L'ammontare di titoli di Stato nel portafoglio delle assicurazioni italiane operanti nel ramo vita risultava pari, a fine 2012, a 217 miliardi di euro (oltre il 65 per cento del totale). La restante parte delle attività a copertura delle riserve tecniche era rappresentata prevalentemente da titoli obbligazionari, complessivamente pari a 73 miliardi di euro (22 per cento del totale) in calo rispetto agli anni precedenti. Una quota residuale risultava investita in titoli azionari e quote di Oicr (rispettivamente 8 e 12 miliardi) e nel settore immobiliare (5 miliardi).

Con riferimento al ramo danni, l'ammontare complessivo delle riserve tecniche si attestava, a fine 2012, a circa 65 miliardi di euro, sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente.

Le attività a copertura di tali riserve erano costituite per il 40 per cento circa da titoli di Stato, per il 18 per cento circa da obbligazioni e per il 16 per cento circa da immobili, partecipazioni in società immobiliari e quote di fondi comuni immobiliari. Gli investimenti in azioni e quote di Oicr risultavano complessivamente pari al 9 per cento del totale (Fig. 73).

**Fig. 73 Riserve tecniche e investimenti nel ramo danni**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



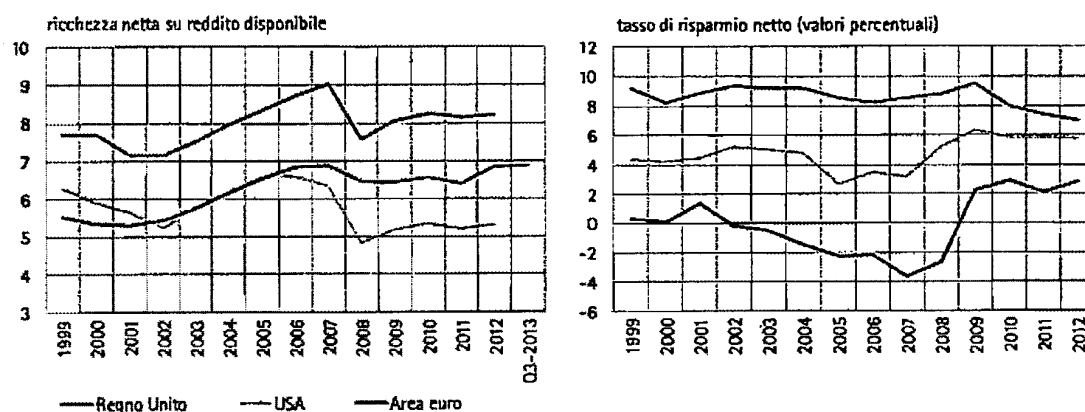
## V Le famiglie e il risparmio gestito

### 1 La ricchezza delle famiglie nei principali paesi avanzati

Nel 2012 la ricchezza netta delle famiglie, pari alla somma delle attività reali e finanziarie al netto delle passività finanziarie, si è attestata nell'Area euro a circa sette volte il reddito disponibile lordo, portandosi sui massimi raggiunti nel 2007 (8 e 5 volte rispettivamente nel Regno Unito e negli Stati Uniti). Tale dato è riconducibile principalmente all'andamento positivo dei corsi azionari (che nel periodo considerato sono cresciuti del 13 per cento circa), e ai relativi effetti sul valore delle attività finanziarie, piuttosto che alla dinamica del tasso di risparmio delle famiglie, in calo dal 2009 (Fig. 74). Nonostante tale calo, a fine 2012 il tasso di risparmio nell'Area euro permane su livelli superiori a quelli riferibili alle maggiori economie avanzate.

Nel Regno Unito il tasso di risparmio netto si è portato, dopo la crisi *subprime*, su livelli superiori a quelli di lungo periodo, avvicinandosi ai valori registrati nell'Area euro. Negli Stati Uniti, invece, il dato rimane sostanzialmente stabile dal 2008.

Fig. 74 Ricchezza netta e tasso di risparmio netto delle famiglie nelle principali economie avanzate (dati annuali)

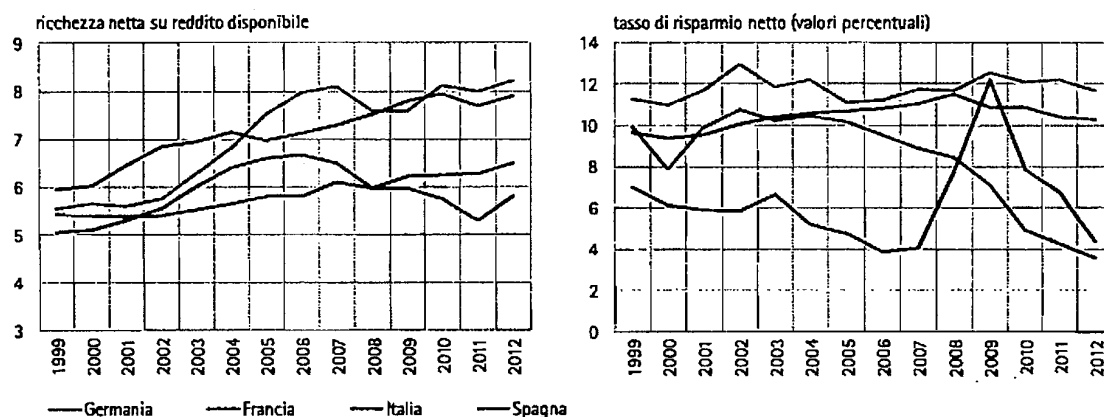


Fonte: elaborazioni su dati BCE e Commissione europea. La ricchezza netta è data dalla somma delle attività reali e finanziarie al netto delle passività finanziarie. Il tasso di risparmio è dato dal rapporto tra risparmio netto e reddito disponibile netto. Il settore istituzionale delle famiglie include le società senza scopo di lucro.

L'evoluzione della ricchezza e del tasso di risparmio netto nei principali paesi dell'Area euro continua a essere eterogenea (Fig. 75).

Nel 2012 la Spagna ha registrato il ritmo di crescita più sostenuto della ricchezza delle famiglie, recuperando parzialmente gli effetti della crisi *subprime* e del debito sovrano e riportandosi, così, sui livelli del 2008 (quando la ricchezza netta era pari a 6 volte il reddito disponibile). L'Italia continua ad essere in linea con la Francia, con una ricchezza netta pari a 8 volte il reddito disponibile; le famiglie italiane sperimentano, tuttavia, una persistente contrazione del tasso di risparmio netto che raggiunge il proprio minimo storico, attestandosi su livelli prossimi a quelli registrati nel Regno Unito.

Fig. 75 Ricchezza netta e tasso di risparmio netto delle famiglie in alcuni paesi dell'Area euro (dati annuali)



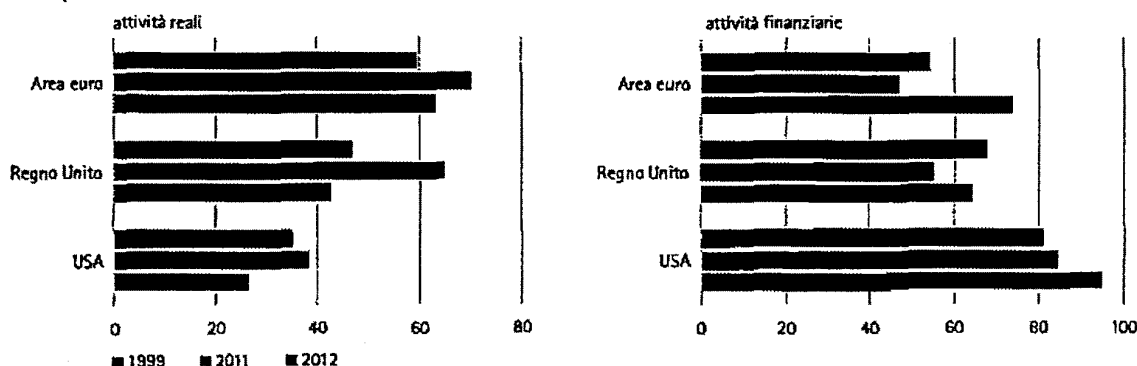
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Banco de Espana e Commissione europea. La ricchezza netta è data dalla somma delle attività reali e finanziarie al netto delle passività finanziarie. Il tasso di risparmio è dato dal rapporto tra risparmio netto e reddito disponibile netto. Il settore istituzionale delle famiglie include le società senza scopo di lucro.

A fine 2012 la composizione della ricchezza in termini di attività reali e finanziarie conferma le differenze strutturali esistenti tra le principali economie avanzate.

Nell'Area euro le attività reali si attestano a poco più del 60 per cento della ricchezza lorda delle famiglie, in diminuzione di circa 10 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Il dato registra una contrazione più significativa nel Regno Unito, dove il peso delle attività reali sulla ricchezza lorda si è ridotto da valori superiori al 60 per cento nel 2011 al 42 per cento circa nel 2012, e negli Stati Uniti, passati da poco meno del 40 al 25 per cento circa (Fig. 76)

Il peso delle attività finanziarie sulla ricchezza delle famiglie continua a risultare più elevato negli Stati Uniti (97 per cento a fine 2012, in crescita rispetto all'anno precedente) rispetto al Regno Unito e all'Area euro. Quest'ultima, tuttavia, nel 2012 ha registrato un aumento di oltre 25 punti percentuali dell'incidenza delle attività finanziarie sulla ricchezza rispetto al 2011 (quando si attestava a poco più del 40 per cento), riducendo in maniera significativa il divario con gli Stati Uniti.

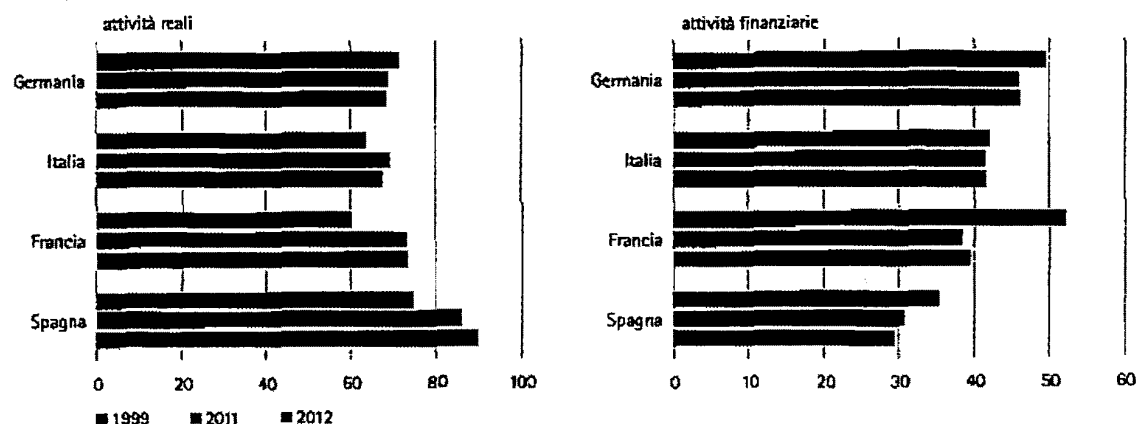
**Fig. 76 Composizione della ricchezza nelle principali economie avanzate**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

Con riferimento ai principali paesi dell'Area euro, a fine 2012 la distribuzione della ricchezza lorda delle famiglie tra attività reali e finanziarie non mostra significative variazioni rispetto all'anno precedente (Fig. 77).

**Fig. 77 Composizione della ricchezza netta in alcuni paesi dell'Area euro**  
(valori percentuali)



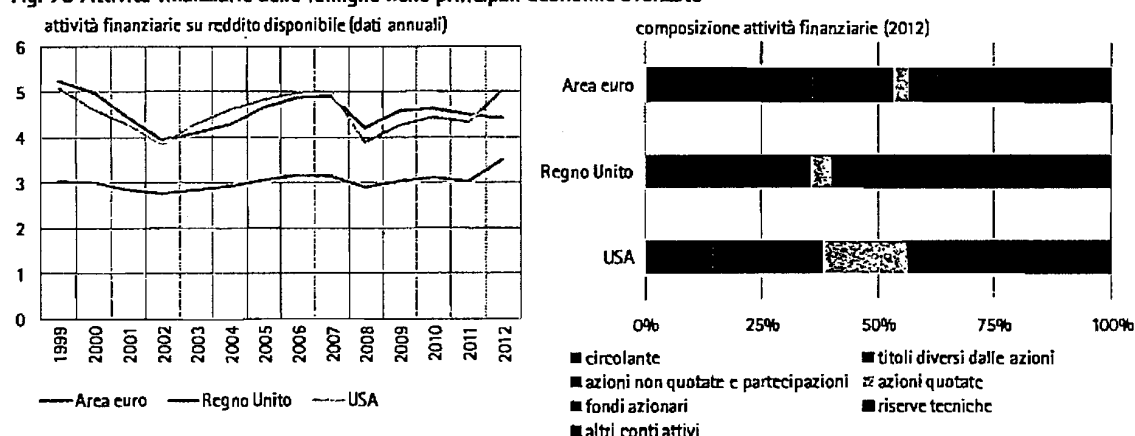
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Banco de Espana, Eurostat, OCSE. I dati relativi alla Francia si riferiscono al 2010 (ultima rilevazione disponibile).

La ricchezza finanziaria rispetto al reddito disponibile è cresciuta, nel corso del 2012, negli USA e nell'Area euro (dove ha raggiunto rispettivamente livelli pari a 5 e 3,5), mentre è lievemente diminuita nel Regno Unito. La composizione delle attività finanziarie a fine 2012 riflette la minore propensione delle famiglie europee a detenere ricchezza in azioni quotate e fondi azionari rispetto alle famiglie statunitensi (Fig. 78).

In particolare, il dato si attestava al 10 per cento circa (di cui il 6,4 per cento riferibile ai fondi azionari) per l'Area euro, al 6,5 per cento (di cui il 2,2 per cento rappresentato da fondi azionari) per il Regno Unito e al 29,3 per cento (di cui

l'11,5 riferibile ai fondi azionari) per gli Stati Uniti. Nel Regno Unito risultavano particolarmente diffusi fondi pensione e polizze assicurative, come si evince dal dato relativo alle riserve tecniche di assicurazione (55 per cento circa). A differenza degli Stati Uniti, nell'Area euro e nel Regno Unito una quota preponderante della ricchezza continua a essere detenuta in circolante (rispettivamente 36 e 29 per cento).

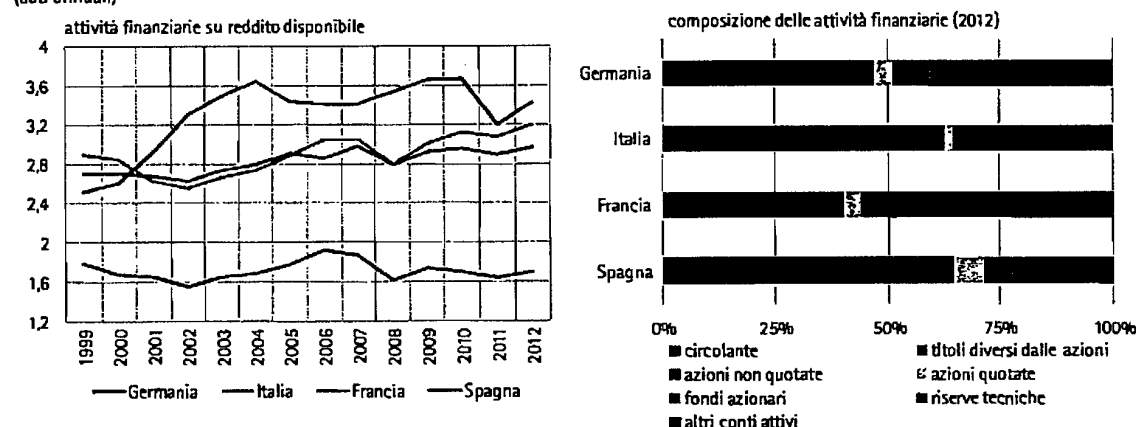
**Fig. 78 Attività finanziarie delle famiglie nelle principali economie avanzate**



Fonte: BCE, Eurostat, OCSE. Le attività finanziarie includono le categorie circolante (biglietti, monete e depositi), titoli diversi dalle azioni (obbligazioni, buoni del tesoro, certificati di deposito e strumenti finanziari derivati), azioni (quotate, non quotate e partecipazioni), i fondi azionari, le riserve tecniche di assicurazione (alle quali corrispondono passività finanziarie per le imprese di assicurazione e per i fondi pensione), altri conti attivi (crediti commerciali, anticipazioni di pagamento, crediti e debiti derivanti da sfasamenti temporali nel pagamento di imposte, contributi, retribuzioni).

Nel 2012 il rapporto tra attività finanziarie e reddito disponibile delle famiglie è tornato a crescere in tutti i principali paesi europei. La composizione del portafoglio continua a mostrare un'elevata eterogeneità tra i maggiori paesi dell'Area euro (Fig. 79).

**Fig. 79 Attività finanziarie in alcuni paesi dell'Area euro (dati annuali)**



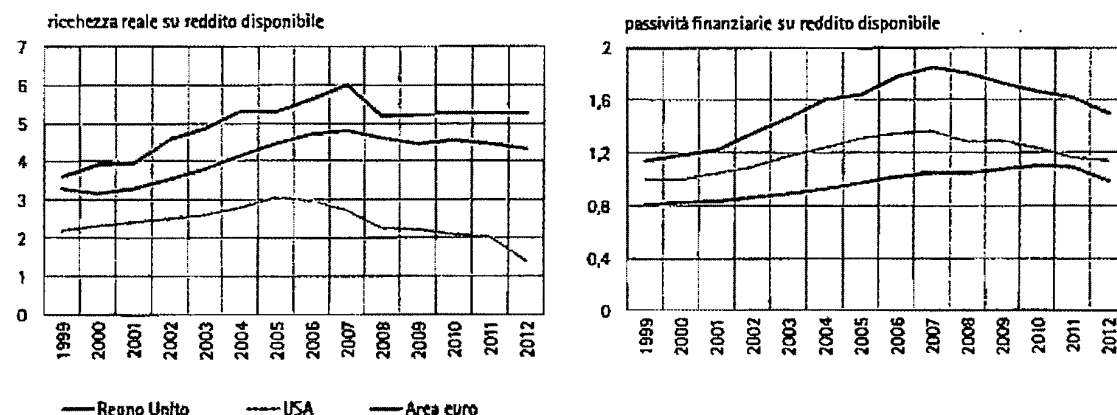
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Eurostat e OCSE. Le attività finanziarie includono le categorie 'circolante' (biglietti, monete e depositi), 'titoli diversi dalle azioni' (obbligazioni, buoni del tesoro, certificati di deposito e strumenti finanziari derivati), 'azioni' (quotate, non quotate e partecipazioni), i 'fondi azionari', le 'riserve tecniche di assicurazione' (alle quali corrispondono passività finanziarie per le imprese di assicurazione e per i fondi pensione), 'altre attività finanziarie' (crediti commerciali, anticipazioni di pagamento, crediti e debiti derivanti da sfasamenti temporali nel pagamento di imposte, contributi, retribuzioni). Il settore istituzionale delle famiglie include le società senza scopo di lucro.

In Italia, il rapporto tra attività finanziarie detenute dalle famiglie e reddito disponibile risulta storicamente più elevato rispetto agli altri paesi europei (3,4 nel 2012 rispetto a 3,2 dell'anno precedente). Quanto alla composizione del portafoglio, gli investimenti diretti e indiretti (ossia tramite fondi) in azioni quotate e non quotate rappresentavano il 20 per cento circa delle attività finanziarie delle famiglie italiane e francesi, a fronte di valori del 14 e 26 per cento riferibili, rispettivamente, alle famiglie tedesche e spagnole. Con riguardo alle altre classi di attività, le famiglie francesi e tedesche detenevano la quota più elevata di polizze assicurative e fondi pensione, come emerge dal dato relativo alle riserve tecniche (37 per cento circa), mentre le famiglie italiane si caratterizzavano per una maggiore quota di ricchezza finanziaria investita in obbligazioni e certificati di deposito (poco meno del 20 per cento, a fronte di valori pari o inferiori al 5 per le famiglie degli altri maggiori paesi europei). Il peso del circolante risultava molto elevato in Spagna e Germania.

Nel corso del 2012, negli USA il peso della ricchezza reale sul reddito disponibile ha registrato il calo più significativo dopo il 2008, portandosi a valori di poco superiori al 100 per cento (Fig. 80). Viceversa il rapporto è rimasto sostanzialmente invariato nel Regno Unito e nell'Area euro.

Nello stesso periodo l'indebitamento delle famiglie è calato nelle tre aree considerate, sebbene in misura meno marcata negli Stati Uniti.

**Fig. 80 Ricchezza reale e passività finanziarie**  
(dati annuali)

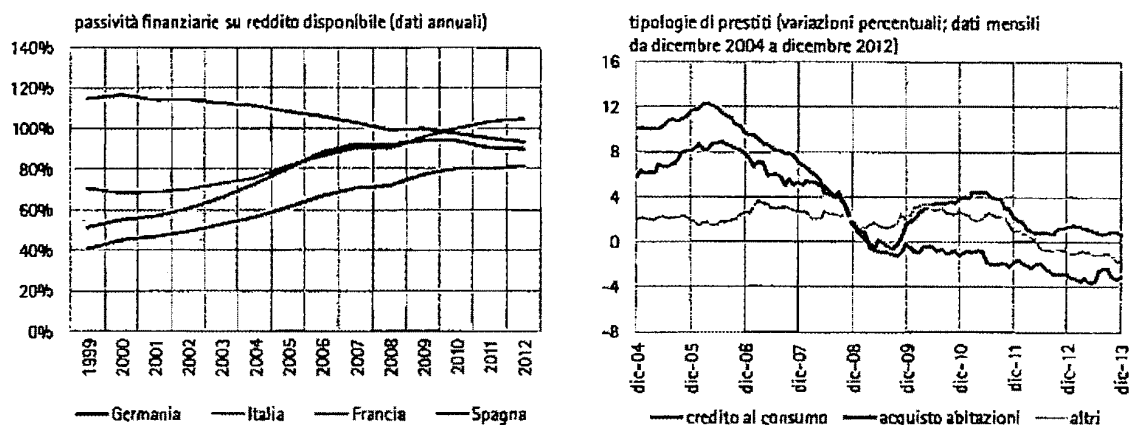


Fonte: BCE e OCSE.

Le passività finanziarie delle famiglie italiane mostrano una certa stabilità, dopo il costante incremento registrato nell'ultimo decennio (Fig. 81).

Per effetto di tale incremento, il rapporto tra debiti e reddito disponibile è passato, in Italia, dal 40 per cento nel 1999 all'80 per cento a fine 2012, attestandosi su livelli inferiori a quelli osservati nei maggiori paesi dell'Area euro di circa dieci punti percentuali. Nell'Area euro il tasso di crescita dei crediti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è mantenuto positivo per tutto il 2013, sebbene a livelli molto bassi rispetto a quelli registrati nel periodo precedente alla crisi finanziaria. Il credito al consumo, invece, ha continuato a ridursi.

Fig. 81 Passività finanziarie e tipologie di prestiti nell'Area euro

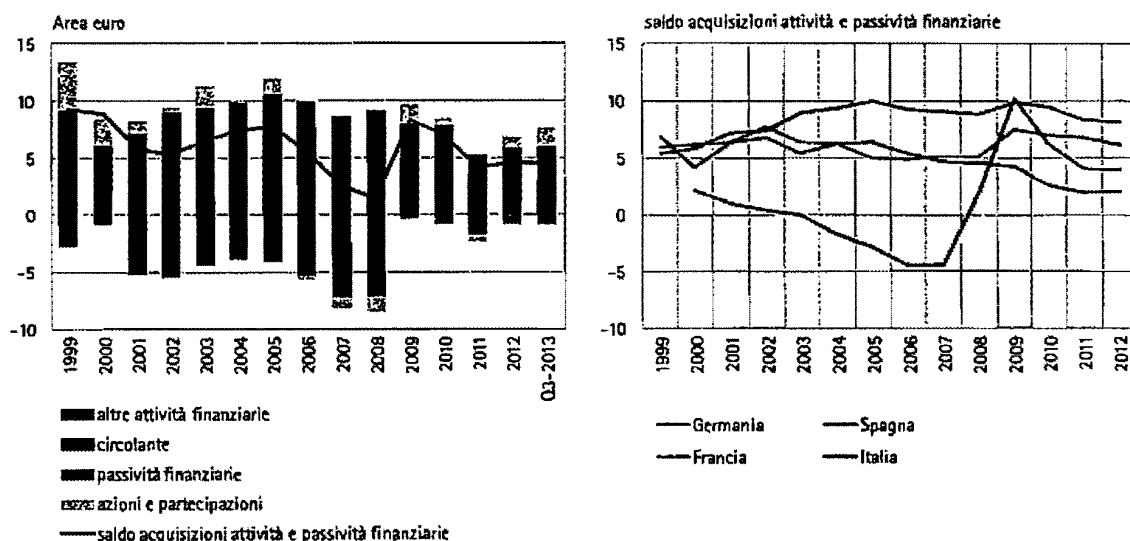


Fonte: elaborazioni su dati BCE, Banca d'Italia, Eurostat, OCSE.

Nel corso del 2013 i flussi di investimento delle famiglie nell'Area euro hanno mostrato un netto incremento degli acquisti di azioni (quotate e non), dopo la contrazione sperimentata negli anni successivi alla crisi *subprime* e alla crisi del debito sovrano in Europa. Il saldo tra attività e passività finanziarie si è mantenuto positivo in tutti i principali paesi dell'Area euro, pur risultando inferiore in Italia e Spagna rispetto a Germania e Francia (Fig. 82).

A fine 2012 in Italia i flussi di investimento netti si attestavano al 2 per cento circa del reddito disponibile delle famiglie. Il dato (sostanzialmente stabile rispetto al 2011) rappresenta il livello minimo a partire dal 1999.

Fig. 82 Flussi di attività e passività finanziarie nell'Area euro (dati annuali in percentuale sul reddito disponibile)

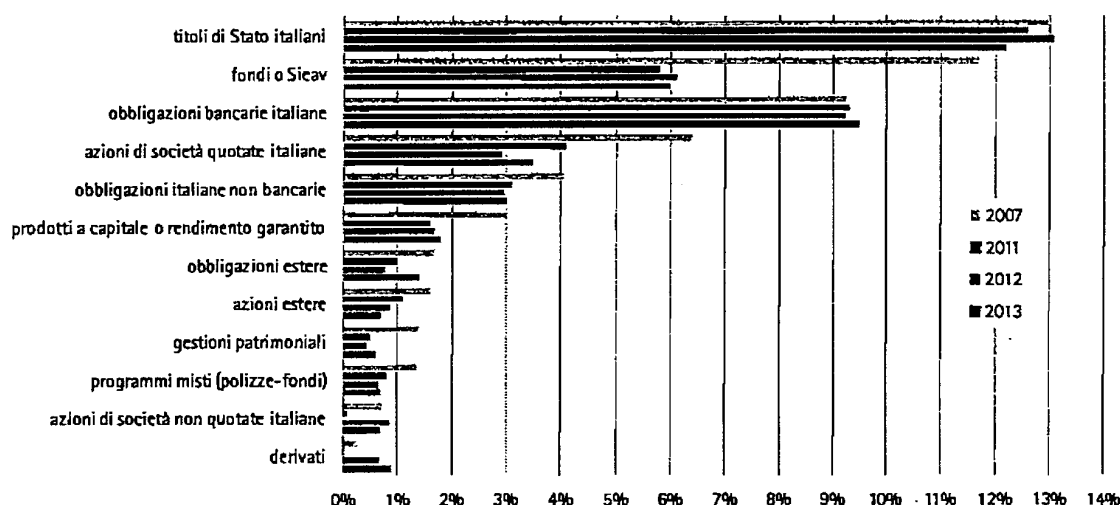


Fonte: Eurostat.

## 2 Le scelte di portafoglio delle famiglie e il servizio di consulenza in Italia

Nel 2013 la partecipazione dei risparmiatori italiani ai mercati finanziari, espressa dalla percentuale di famiglie che investono in strumenti finanziari rischiosi (azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita), è lievemente aumentata rispetto al 2012 passando dal 24,7 al 26,3 per cento circa. Tale dato continua a essere significativamente inferiore al valore del 2007, quando si attestava a circa il 38 per cento, per effetto delle crisi che si sono susseguite negli ultimi anni (Fig. 83).

**Fig. 83 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.

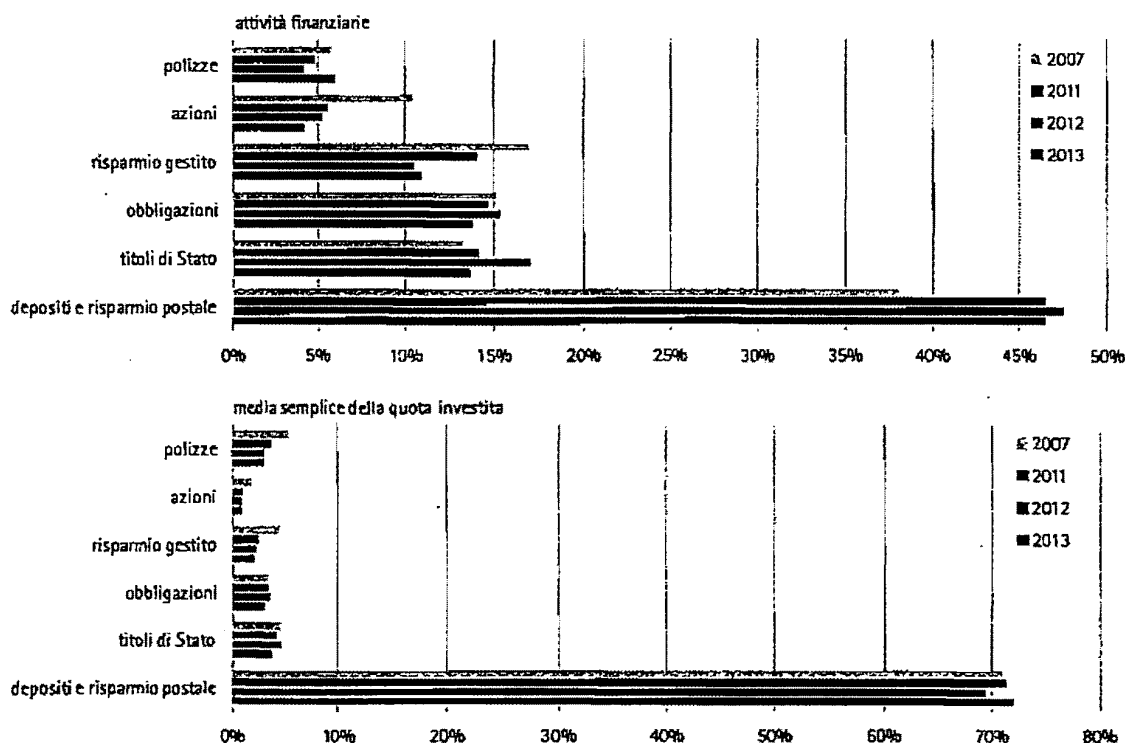
L'investimento in titoli di Stato italiani continua a registrare il maggior tasso di partecipazione (poco più del 12 per cento), pur risultando a fine 2013 in calo di quasi un punto percentuale rispetto all'anno precedente. Sono sostanzialmente stabili, invece, i dati relativi alla quota di famiglie che detengono, rispettivamente, obbligazioni bancarie (9,5 per cento a fine 2013) e fondi comuni o Sicav (6 per cento). È lievemente aumentata la percentuale di investitori in azioni quotate italiane (dal 2,9 per cento a fine 2012 al 3,5 per cento) e in obbligazioni estere (1,4 per cento corrispondente a +0,6 punti percentuali).

L'evidenza sulla composizione del portafoglio delle famiglie è in linea con quella relativa alla partecipazione ai mercati finanziari (Fig. 84).

La quota delle attività finanziarie investite in titoli di Stato si è contratta, infatti, di circa 4 punti percentuali (passando dal 17,1 per cento del dicembre 2012 al 13,7 per cento del dicembre 2013); nello stesso periodo l'investimento in prodotti del

risparmio gestito ha mostrato un lieve aumento portandosi all'11 per cento (+0,4 punti percentuali), mentre quello in obbligazioni (italiane ed estere) si è contratto dal 15,4 al 13,8 per cento. Anche il dato relativo alle azioni ha subito una flessione, passando dal 5,3 al 4,2 per cento delle attività finanziarie in portafoglio (Fig. 84). L'investimento in depositi e risparmio postale, infine, rimane stabile attorno al 47 per cento e nettamente superiore al dato relativo al 2007, quando si attestava al 38 per cento circa.

Fig. 84 Composizione del portafoglio delle famiglie italiane



Fonte: stime su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. 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. La ricchezza finanziaria non include il circolante.

Il ricorso al servizio di consulenza da parte degli investitori *retail* rimane poco diffuso. A fine 2013, la quota di famiglie che ricevono proposte di investimento personalizzate dal proprio consulente finanziario, sebbene in aumento rispetto all'anno precedente, continua a essere inferiore al dato rilevato prima del *default* Lehman (Fig. 85). Quasi la metà di queste famiglie, inoltre, non sa distinguere le modalità con le quali riceve il servizio. Tale dato risulta coerente con il basso livello di *financial literacy* che, come noto, caratterizza l'investitore italiano medio (Riquadro 3).

### Riquadro 3

#### *La financial literacy in Italia. Evidenze dall'indagine su «L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane»*

Nel 2013, la Consob ha commissionato a GfK Eurisko un'indagine tesa a rilevare, presso un campione di oltre mille soggetti, informazioni specifiche in merito a: livello di conoscenze in ambito finanziario, atteggiamenti comportamentali più diffusi nella fase della scelta di investimento e situazione finanziaria, in termini di stabilità e prospettive del reddito, indebitamento e adesione a forme di previdenza complementare.

Il campione cui è stata rivolta l'intervista è stato costruito in modo tale da risultare rappresentativo di circa 20,5 milioni di famiglie italiane, per territorio, sesso, età, istruzione, professione e reddito. Dei 1.020 intervistati, 787 sono uomini e 233 donne, residenti per quasi il 49 per cento al nord, per il 21 per cento circa al centro e per il restante 30 per cento al sud e sulle isole; 335 hanno un livello di istruzione corrispondente alla licenza media inferiore, 525 hanno proseguito gli studi, ma senza conseguire la laurea, 160 si sono laureati o hanno conseguito titoli *post-lauream*.

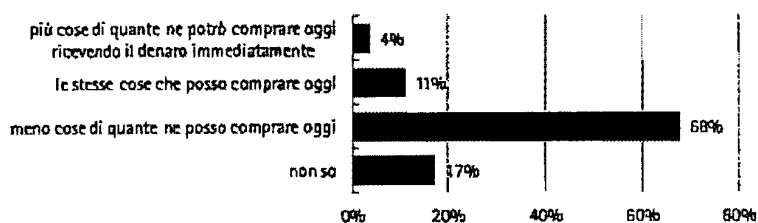
Con particolare riferimento alle conoscenze in ambito finanziario, è stata accertata anzitutto la conoscenza e la comprensione di nozioni fondamentali, quali il concetto di inflazione, il principio di diversificazione del rischio e la relazione tra rischio e rendimento.

Il 68 per cento degli intervistati ha dimostrato di conoscere i concetti di potere d'acquisto della moneta e di riduzione nel tempo del valore delle somme detenute; il restante 30 per cento che riferisce di non conoscere la risposta o che indica risposte errate rappresenta tuttavia una quota tutt'altro che trascurabile.

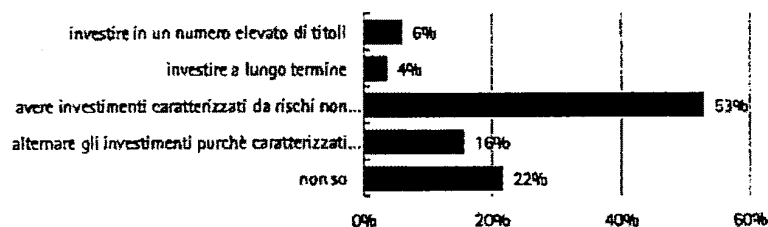
La percentuale di soggetti che rispondono correttamente si riduce in corrispondenza della domanda in merito alla diversificazione del rischio: solo il 53 per cento degli intervistati ha indicato l'alternativa di risposta corretta, la quota restante si è divisa principalmente tra un significativo 22 per cento di "non so" e un 26 per cento di risposte errate. Percentuali analoghe si rilevano con riferimento alla conoscenza della relazione tra il rischio e il rendimento di un prodotto finanziario.

La distribuzione dei soggetti per livello di conoscenza e genere mostra che la percentuale di uomini che risponde correttamente è mediamente più elevata di dieci punti rispetto alle donne. Il livello di istruzione appare correlato positivamente con la capacità di rispondere correttamente a tutte le domande: in corrispondenza della fascia di istruzione più elevata, la percentuale di soggetti che risponde correttamente alla domanda sulla diversificazione del rischio, in particolare, è di circa 35 punti più alta. Anche la distribuzione per area geografica sembra rilevante: i soggetti residenti nelle regioni meridionali e insulari che rispondono correttamente a ciascuna delle tre domande sono in media il 10 per cento in meno di quelli residenti al centro e al nord Italia.

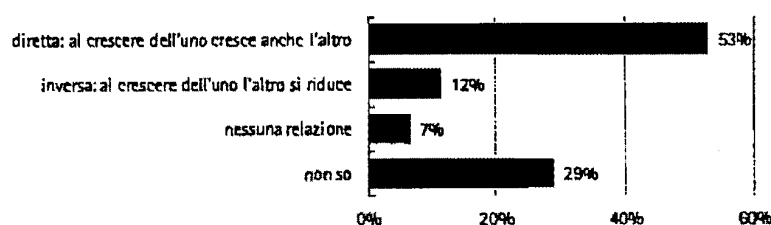
**D1. Immagini di vincere 1.000 euro alla lotteria; prima di poter ricevere tale somma, dovrà però attendere un anno (in questo anno i 1.000 euro non saranno investiti). Nell'ipotesi in cui il tasso d'inflazione sia pari al 2%, tra un anno Lei potrà comprare:**



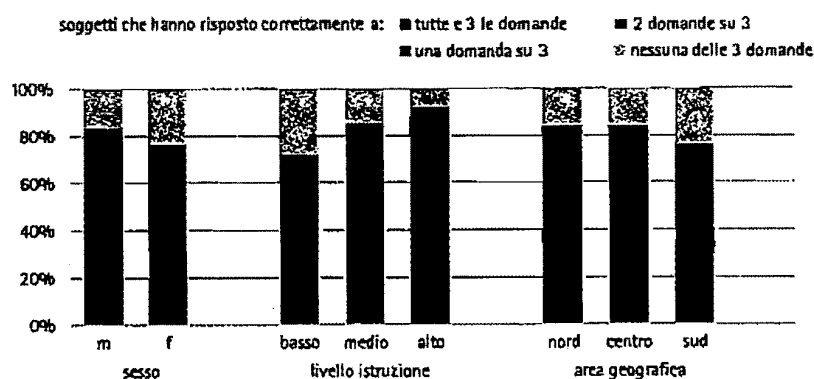
**D2. Che cosa pensa che significhi diversificare gli investimenti?**



**D3. Sa indicare che relazione c'è tra il rendimento e il rischio di un prodotto finanziario?**



**Percentuale di soggetti che hanno risposto correttamente alle domande in merito a inflazione, diversificazione del rischio e relazione tra rischio e rendimento**

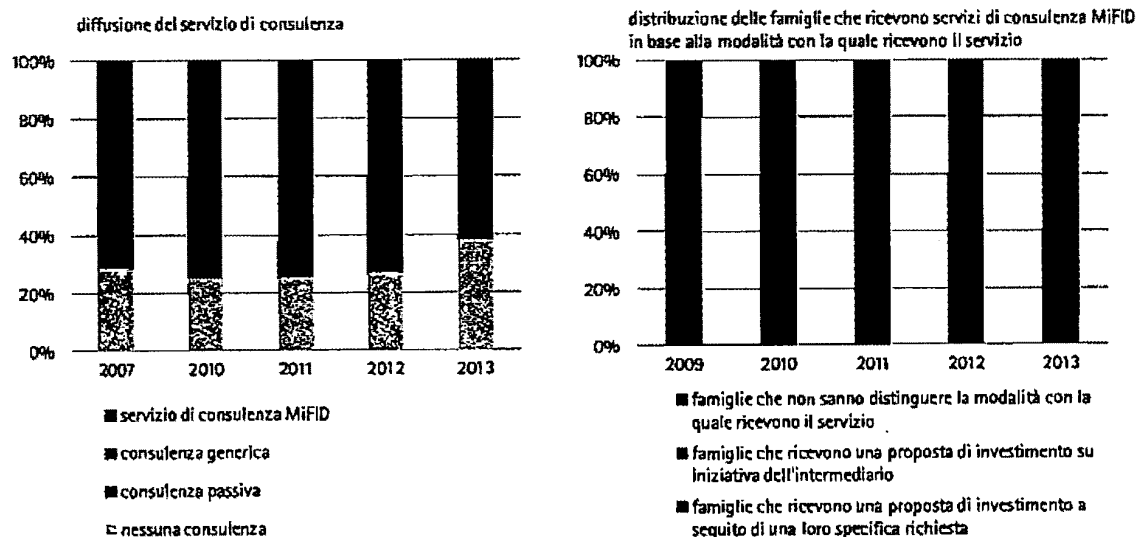


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio su L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane.

La percentuale di famiglie che ricevevano proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario (cosiddetta 'consulenza MiFID') si è portata, a dicembre 2013, attorno all'8 per cento (7 per cento a fine 2012). Risulta in flessione, invece, la quota di investitori *retail* che ricevono proposte che non si riferiscono a uno specifico strumento finanziario ('consulenza generica'), ovvero dichiarano di avere un consulente di fiducia dal quale, tuttavia, non ricevono proposte di investimento ('consulenza passiva'). Nel primo caso si è registrato un calo di circa 4 punti percentuali (dal 17 per cento nel 2012 al 13,4 per cento nel 2013), mentre nel secondo caso la riduzione è stata più marcata (-10 punti percentuali), portando il dato al 41 per cento circa. Infine, è cresciuta in maniera significativa la percentuale di famiglie che dichiarano di decidere senza alcun supporto da parte degli intermediari finanziari ('nessuna consulenza'), raggiungendo il 38 per cento circa (+11 punti percentuali rispetto al 2012).

Tra coloro che si avvalgono dei servizi di consulenza MiFID, risultano in calo sia la percentuale di investitori che sostiene di aver ricevuto una proposta di investimento a seguito di una sua specifica richiesta (dall'8 al 7 per cento) sia la quota di famiglie che è stata coinvolta dall'intermediario (dal 54 al 49 per cento). È in deciso aumento, invece, il peso di chi non ricorda oppure non risponde (dal 38 al 45 per cento).

Fig. 85 Caratteristiche del servizio di consulenza finanziaria alle famiglie in Italia



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. Il gruppo 'consulenza passiva' include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti del quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo 'consulenza generica' include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo 'servizio di consulenza MiFID' include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario. Sul grafico di destra sono riportate quote percentuali sul totale delle famiglie che ricevono il servizio di consulenza MiFID.

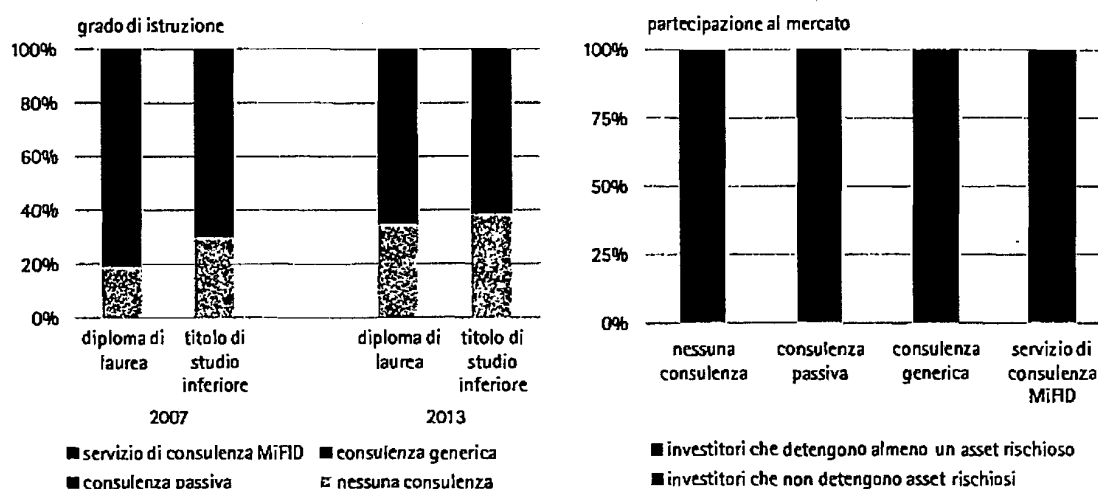
La propensione a investire con il supporto di un intermediario è correlata positivamente con il livello di istruzione, sebbene la quota di

investitori con diploma di laurea che hanno scelto di non avvalersi della consulenza sia aumentata, rispetto al 2007, portandosi su valori comparabili a quelli registrati per altre categorie di investitori (Fig. 86).

La distribuzione degli investitori *retail* per tipologia di consulenza e grado di istruzione mostra che la percentuale delle famiglie che usufruiscono del servizio di consulenza MiFID è maggiore per il campione dei soggetti laureati (20 per cento circa a dicembre 2013, a fronte del 15 per cento circa nel 2007), rispetto al campione dei soggetti con titolo di studio inferiore (stabile attorno al 6 per cento).

Anche per il 2013 trova conferma la relazione positiva tra diversificazione delle attività finanziarie detenute e ricorso al servizio di consulenza MiFID. Il portafoglio di coloro che si rivolgono a un consulente per le proprie scelte di investimento include almeno un prodotto finanziario rischioso in circa il 75 per cento dei casi (rispetto a circa il 7 per cento rilevato per famiglie che decidono in autonomia).

Fig. 86 Servizio di consulenza per livello di istruzione e partecipazione al mercato finanziario



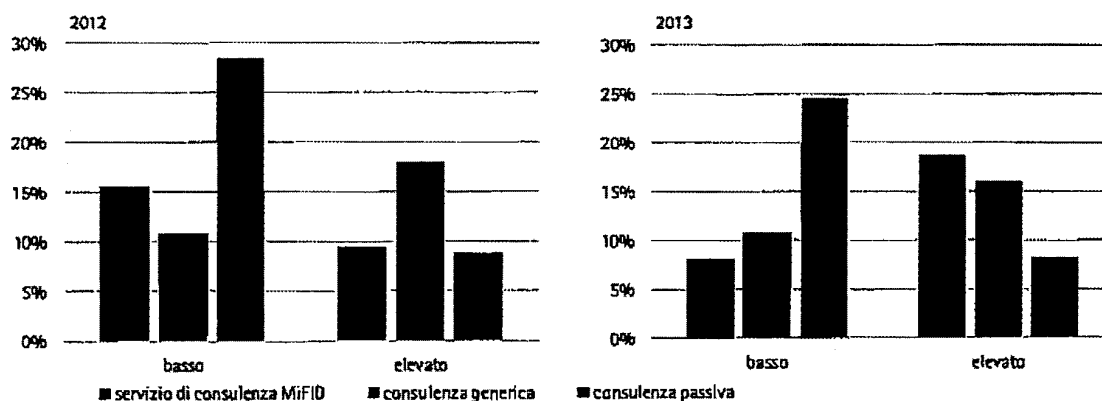
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. Il gruppo 'consulenza passiva' include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti del quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo 'consulenza generica' include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo 'servizio di consulenza MiFID' include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario. Per prodotti o strumenti finanziari rischiosi si intendono azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita.

A fine 2013, infine, si rileva un aumento del livello di soddisfazione per i consigli ricevuti dal consulente, in decisa inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti (Fig. 87).

In particolare, la percentuale di investitori che dichiarano un basso livello di soddisfazione per il servizio di consulenza MiFID ha registrato una flessione di circa 8 punti percentuali (dal 15,7 all'8 per cento circa), equivalente all'incremento della

quota di famiglie che esprimono, invece, un livello di soddisfazione elevato (da poco meno del 10 per cento al 19 per cento circa).

**Fig. 87 Grado di soddisfazione delle famiglie italiane per il servizio di consulenza finanziaria**  
(percentuali sul totale delle famiglie raggruppate per tipologia di servizio di consulenza ricevuto)



Fonte: nostre elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. Si assume che una famiglia abbia un elevato livello di soddisfazione rispetto ai servizi di consulenza ricevuti quando alla domanda *'Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti'* la risposta è *'Molto'*. Si assume che una famiglia abbia un basso livello di soddisfazione rispetto ai servizi di consulenza ricevuti quando alla domanda *'Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti'* la risposta è *'Poco o nulla'*. Il gruppo *'consulenza passiva'* include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti dal quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo *'consulenza generica'* include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo *'servizio di consulenza MiFID'* include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario.

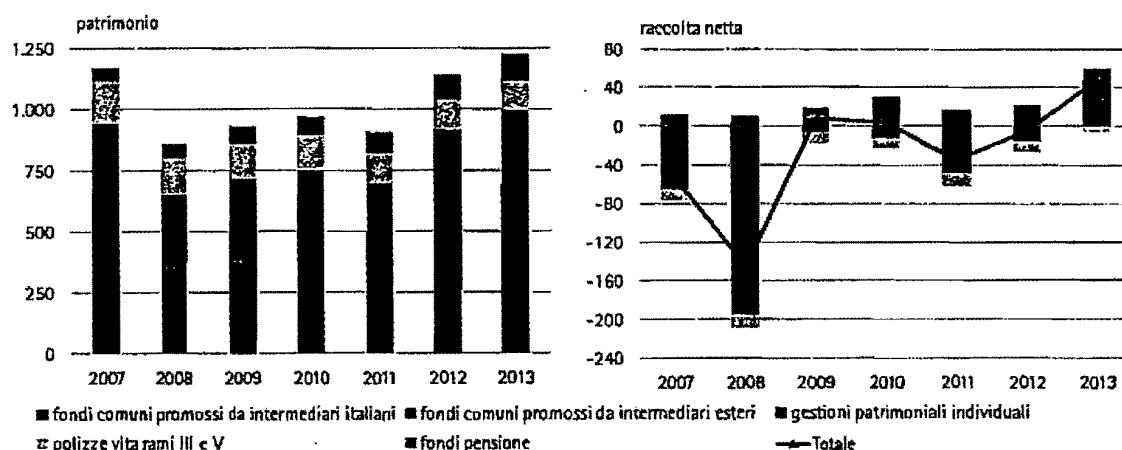
### 3 I prodotti del risparmio gestito

Nel 2013 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia ha continuato ad aumentare, passando da 1.140 miliardi di euro a fine 2012 a 1.225 miliardi (+7 per cento circa). Tale andamento è riconducibile in parte alla dinamica della raccolta netta che è risultata positiva e pari a 48 miliardi di euro circa (Fig. 88).

In particolare, i fondi comuni promossi da intermediari esteri hanno registrato l'incremento di patrimonio più significativo (+30 per cento), seguiti dai fondi comuni italiani (+13 per cento) e dai fondi pensione (+8 per cento), mentre il dato è rimasto sostanzialmente stabile per le gestioni individuali e le polizze vita rami III e V.

Per quanto riguarda l'andamento della raccolta, i prodotti che hanno registrato il maggior afflusso di risorse sono rappresentati dai fondi comuni italiani (+27 miliardi di euro) ed esteri (+20 miliardi), seguiti dai fondi pensione (+12 miliardi). Le polizze vita dei rami III e V hanno sperimentato, invece, un deflusso di capitali pari a 5 miliardi.

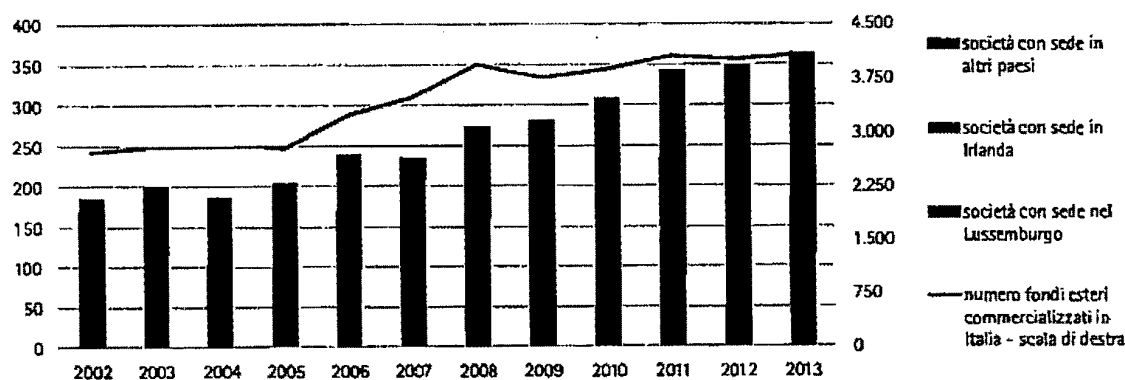
Fig. 88 Patrimonio e raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia



Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. Dati di fine periodo. I dati sui fondi comuni distribuiti in Italia comprendono i fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. I dati relativi alle gestioni patrimoniali individuali sono al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al 'lavoro diretto italiano' (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia).

Il numero di fondi esteri commercializzati in Italia è aumentato nel 2013 passando da 4.009 unità nel 2012 a 4.074, per effetto dell'incremento del numero di società con sede in Lussemburgo e Irlanda (Fig. 89).

Fig. 89 Numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia e numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi per sede legale



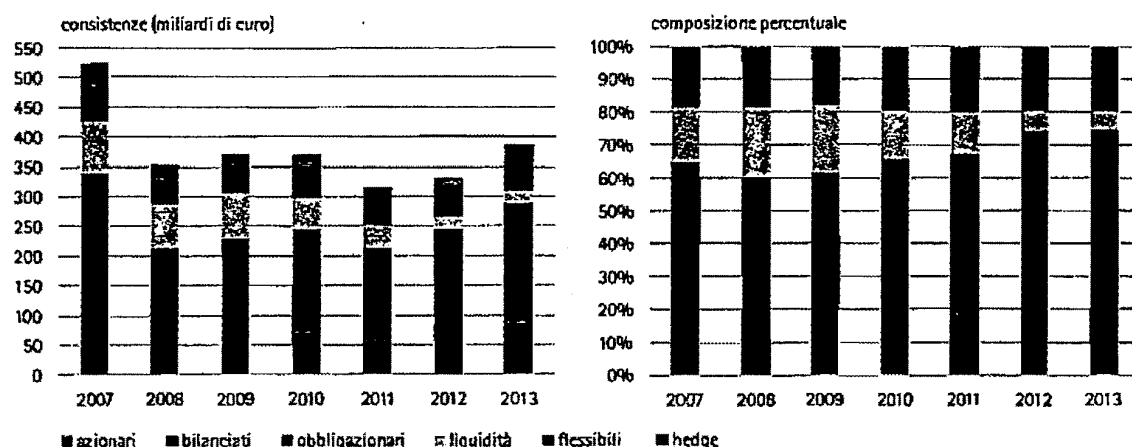
Fonte: prospetti informativi.

Nel 2013 si è osservato un significativo incremento del patrimonio dei fondi comuni distribuiti in Italia (Fig. 90).

Tale dinamica è ascrivibile, principalmente, all'aumento del patrimonio dei fondi azionari (+60 per cento circa). Anche il patrimonio dei fondi bilanciati e flessibili è cresciuto (rispettivamente del 19 e del 26 per cento circa), a fronte della

sostanziale stabilità dei fondi obbligazionari e di liquidità e del calo del patrimonio riferibile agli *hedge funds* (-27 per cento circa).

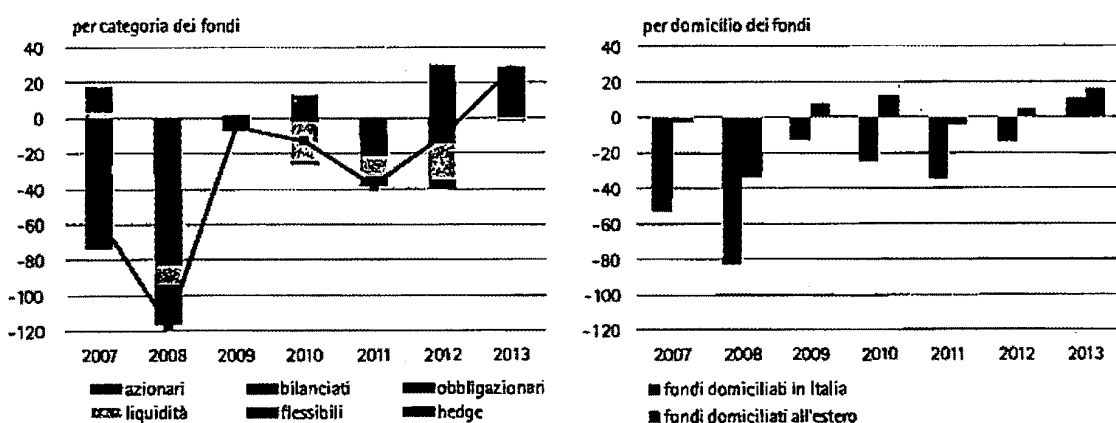
Fig. 90 Patrimonio netto dei fondi comuni collocati in Italia



Fonte: Assogestioni. I dati si riferiscono ai fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, 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.

Nell'ambito dei fondi comuni collocati in Italia, la raccolta netta dei fondi domiciliati all'estero ha evidenziato un incremento; invertendo la tendenza degli anni precedenti, anche i fondi domiciliati in Italia hanno registrato nel 2013 una dinamica analoga (Fig. 91).

Fig. 91 Raccolta netta dei fondi comuni collocati in Italia (miliardi di euro)

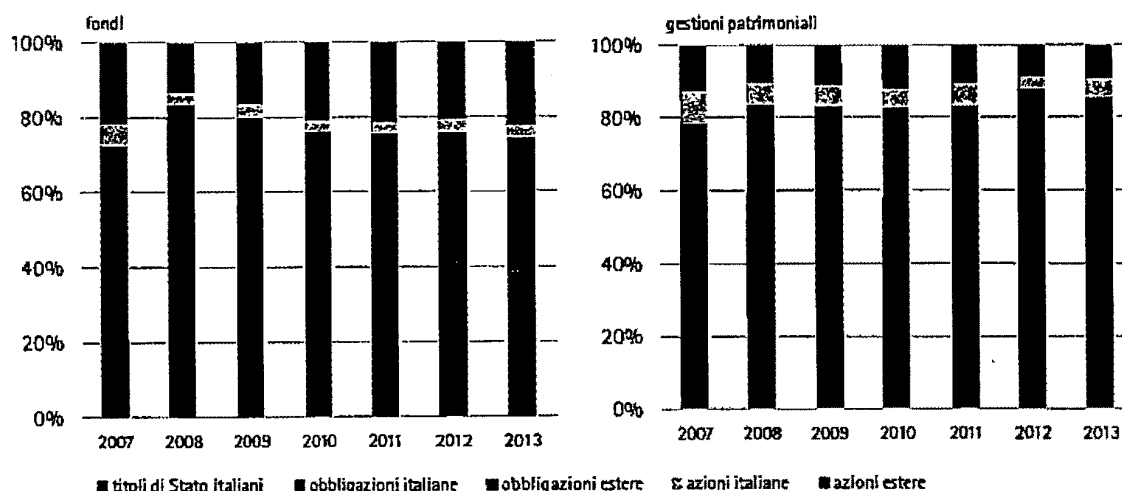


Fonte: Assogestioni. I dati si riferiscono ai fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati 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.

L'afflusso di capitali ha riguardato i fondi flessibili (+15 miliardi di euro), quelli obbligazionari (+7 miliardi) e, in misura meno consistente, i fondi bilanciati e azionari; viceversa, per i fondi *hedge* e di liquidità i riscatti sono stati superiori alla raccolta.

Con riferimento alla composizione del patrimonio di fondi comuni aperti di diritto italiano e gestioni patrimoniali, nel 2013 la quota investita in titoli di Stato è risultata in lieve calo rispetto all'anno precedente, portandosi sui livelli osservati nel 2007 (rispettivamente 40 e 42 per cento del totale). È lievemente cresciuta la quota riferibile ad azioni italiane ed estere, mentre sono sostanzialmente stabili (e pari al 37 per cento circa) gli investimenti in obbligazioni estere (Fig. 92).

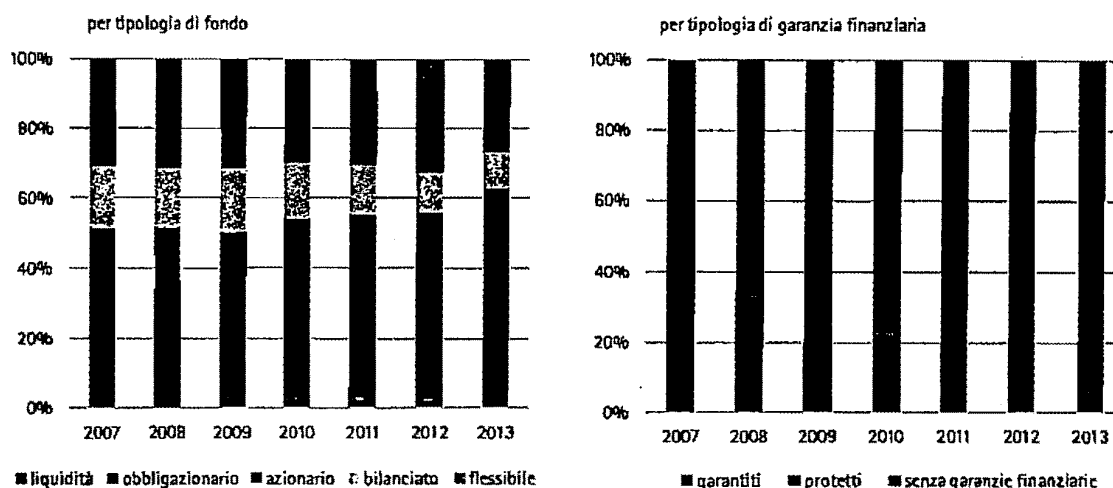
Fig. 92 Composizione del portafoglio dei fondi comuni aperti di diritto italiano e delle gestioni patrimoniali individuali



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 dati delle obbligazioni estere includono i titoli pubblici esteri e i dati delle azioni includono quelli degli Oicr.

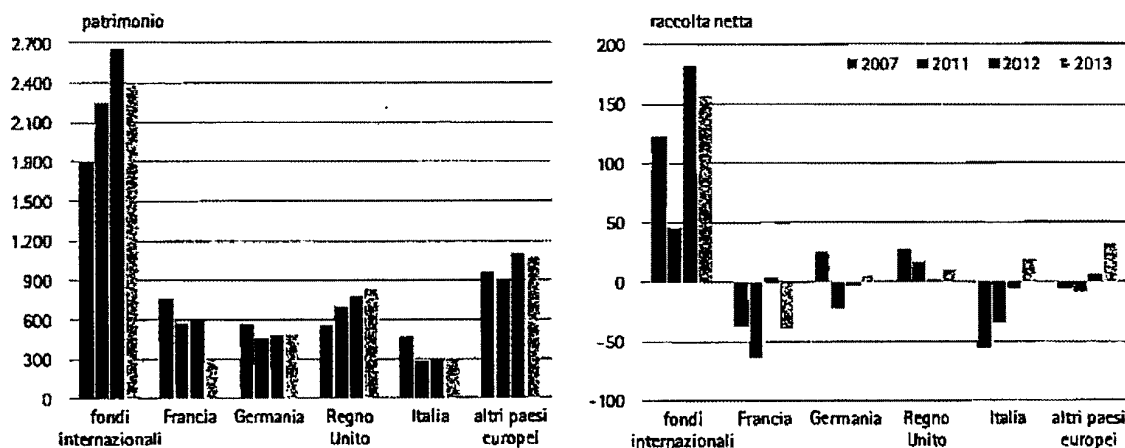
Il patrimonio gestito dei fondi collegati a polizze *unit linked* ha registrato un netto incremento dei fondi obbligazionari e una significativa riduzione di quelli flessibili (Fig. 93).

I fondi obbligazionari pesano per il 37 per cento sul patrimonio gestito dei fondi comuni collegati a polizze *unit linked* (29 per cento nel 2012). Quote consistenti sono, inoltre, riferibili ai fondi azionari e flessibili (il cui patrimonio rappresenta, rispettivamente, il 24 e il 27 per cento del totale). Nel 2013 si è osservato, infine, un deciso calo dei fondi garantiti, passati dal 16 per cento registrato nel 2012 al 5 per cento del totale del patrimonio gestito.

Fig. 93 Composizione del patrimonio gestito dei fondi collegati alle polizze *unit linked*

Nel confronto internazionale l'Italia continua a caratterizzarsi per un livello contenuto del patrimonio investito in fondi comuni, pur mostrando una sostanziale stabilità rispetto al biennio precedente. La raccolta netta è risultata positiva nella maggior parte delle economie europee pur a fronte di contrazioni significative registrate dai fondi internazionali e francesi (Fig. 94).

Fig. 94 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. Sono esclusi i fondi di fondi.

Il patrimonio riferibile ai fondi internazionali 'puri' (ossia 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) e a quelli francesi è calato (rispettivamente del 10 e del 48 per cento), mentre quello relativo ai fondi domiciliati nel Regno Unito ha visto un lieve incremento (del 7 per cento circa). In Germania e negli altri paesi europei si è registrata, invece, una sostanziale stabilità.

Con riferimento alla raccolta, mentre nel Regno Unito, in Germania e negli altri paesi europei l'afflusso di capitali si è attestato rispettivamente a 9, 6 e 32 miliardi, in Francia si è registrato un deflusso di 40 miliardi di euro. Anche i fondi internazionali 'puri' hanno sperimentato una contrazione della raccolta da 180 miliardi di euro a poco meno di 160 miliardi (-14 per cento circa rispetto al 2012).

## VI Il quadro normativo comunitario

### 1 La disciplina in materia di mercati

#### *La revisione della Direttiva MiFID*

Nel gennaio 2014 il Consiglio dell'Unione Europea ha raggiunto un accordo politico di massima con il Parlamento europeo sui testi sia della Direttiva MiFID2 sia sul Regolamento MiFIR, che innovano la Direttiva 2004/39/CE, facendo seguito alla discussione della proposta inizialmente presentata dalla Commissione europea nell'ottobre 2011.

Il processo di revisione della MiFID si propone di estendere l'ambito di applicazione della disciplina vigente e di realizzare un'armonizzazione massima delle norme tra gli Stati membri dell'Unione. In linea con quest'ultimo obiettivo, numerose norme attualmente contenute nella MiFID (in particolare quelle relative alla trasparenza) sono state trasposte nel Regolamento, direttamente applicabile nelle legislazioni nazionali.

Nel corso del 2013 i lavori di revisione della Direttiva MiFID hanno innovato in modo rilevante la disciplina dei mercati.

In materia di trasparenza delle negoziazioni, è stato previsto un significativo rafforzamento dei presidi esistenti in linea con l'avanzamento più volte espresso dalla Consob.

In particolare è stata resa più stringente la disciplina delle deroghe alla trasparenza *pre-negoziazione* per le azioni ed è stato introdotto un nuovo regime per la trasparenza degli strumenti finanziari *equity-like* e *non-equity*. Inoltre sono stati creati sistemi integrati di raccolta delle informazioni (*consolidated tape providers*), rispondenti a una serie di requisiti dettagliatamente indicati. Non si è invece provveduto a definire un meccanismo di consolidamento unico dei dati, nonostante l'esperienza applicativa abbia fatto emergere la difficoltà dell'industria finanziaria di giungere autonomamente a tale soluzione.

Particolare attenzione viene dedicata allo sviluppo dei sistemi di negoziazione altamente automatizzati e alla disciplina degli aspetti di microstruttura ad essi connessi, ai quali la Consob assegna da tempo una rilevanza centrale.

In continuità con quanto già previsto dalle linee guida ESMA in materia di trading automatizzato, la revisione della MiFID introduce le definizioni di trading

algoritmico e tecniche di negoziazione ad alta frequenza, funzionali alla definizione di un regime di autorizzazione e vigilanza. La disciplina di taluni elementi microstrutturali strettamente connessi alla recente evoluzione dei mercati (quali i fenomeni della *co-location* e del *direct electronic access*, i meccanismi per la gestione della volatilità o l'imposizione di *tick size minimi*) permetterà inoltre di contenere gli spazi di arbitraggio regolamentare.

La proposta di Direttiva individua, inoltre, le informazioni sugli ordini e sulle transazioni che devono essere conservate dai soggetti vigilati (*trading venues* e imprese di investimento) per la successiva trasmissione alle autorità competenti, su richiesta ovvero in via continuativa.

Sotto il profilo strutturale, viene introdotta la *trading obligation* per le azioni e una nuova tipologia di *trading venue*, denominata *organised trading facility* (Otf), che sarà sottoposta alle medesime norme previste per i mercati regolamentati. L'introduzione di una nuova tipologia di piattaforma di negoziazione ha la finalità di ridurre le 'aree grigie', ossia non sottoposte a regolamentazione, emerse a seguito dell'entrata in vigore della MiFID e il cui sfruttamento da parte degli operatori di mercato solleva preoccupazioni per il concreto esplicarsi del *level playing field*. Tale piattaforma, destinata alla negoziazione di strumenti *non-equity*, si caratterizza per l'adozione di un approccio discrezionale nell'esecuzione delle transazioni.

Al fine di agevolare l'accesso delle piccole e medie imprese (Pmi) al mercato dei capitali, la revisione della MiFID introduce i cosiddetti '*SME Growth Markets*'. Si tratta di piattaforme di negoziazione ricomprese nell'ambito dei sistemi multilaterali (Mtf) di negoziazione, dove possono essere scambiati strumenti finanziari emessi prevalentemente da Pmi, la cui capitalizzazione media non ecceda i 200 milioni di euro.

La Consob ha da sempre condiviso la proposta della Commissione europea di creazione di un mercato dedicato alle Pmi, caratterizzato da un assetto più flessibile rispetto alle altre *trading venues*, che tenesse conto delle specificità degli emittenti piccoli e medi e della necessità, riconosciuta nel testo della direttiva, di ridurre gli oneri amministrativi a carico dei medesimi. Gli Mtf che intendono operare come *SME Growth Markets* devono presentare un'apposita richiesta all'autorità competente, che concederà la relativa autorizzazione nel rispetto di talune condizioni.

Nel corso del 2013 l'ESMA ha già avviato i lavori preliminari per la predisposizione delle misure di livello 2 di attuazione della nuova Direttiva, quali i *technical advice* alla Commissione europea e la redazione di *regulatory technical standards* (Rts).

#### *La revisione della Direttiva MAD*

Nel corso di 2013 è continuata l'attività di revisione della Direttiva sugli abusi di mercato, articolata in una nuova Direttiva (MAD2) e in un

Regolamento (MAR). Sul testo della Direttiva MAD2 è stato raggiunto l'accordo politico all'esito positivo del Trilogò dello scorso 10 dicembre 2013. Il testo è stato portato, per l'adozione formale, alla riunione plenaria del Parlamento europeo, ed è stato approvato in prima lettura il 4 febbraio 2014.

Tra le principali novità, si segnala l'estensione dell'ambito di applicazione della disciplina alle nuove *trading venues* e al mercato delle merci, l'introduzione di riferimenti al trading ad alta frequenza e alla manipolazione dei benchmark, una disciplina *ad hoc* per il *market sounding* (ossia l'attività degli intermediari incaricati di sondare le disponibilità della clientela circa possibili offerte dell'emittente o di altri azionisti sul mercato primario o secondario) e un sistema per incentivare la segnalazione di operazioni potenzialmente abusive alle autorità di vigilanza.

Il nuovo Regolamento MAR prevede, inoltre, un regime di sanzioni amministrative volto a superare le attuali divergenze nazionali. Al contempo, tuttavia, è stata accordata agli Stati membri la facoltà di sottrarsi al puntuale e dettagliato regime sanzionatorio amministrativo tratteggiato nel Regolamento attraverso la previsione di sanzioni di tipo penale.

#### *Le misure attuative di EMIR e la proposta di regolamento in materia di depositari centrali*

Nel 2013 sono stati pubblicati molti degli standard tecnici previsti dal Regolamento 648/2012/UE sugli strumenti derivati *over the counter* Otc (EMIR).

Al fine di contenere il rischio sistemico, il Regolamento EMIR introduce l'obbligo di compensazione e garanzia (*clearing*) per tutti i contratti derivati Otc che presentino determinate caratteristiche in termini di standardizzazione, volume e liquidità e disponibilità di prezzi affidabili, attraverso il ricorso a una controparte centrale, europea o estera, appositamente autorizzata o riconosciuta. L'autorizzazione all'esercizio dell'attività di *clearing* è subordinata al rispetto di una serie di requisiti, prudenziali, organizzativi e di *governance*. Sono soggette all'obbligo di *clearing* imprese finanziarie e non finanziarie. Limitatamente a queste ultime, l'obbligo si applica solo se l'attività posta in essere con finalità speculativa (con esclusione quindi delle operazioni relative alla copertura di rischi commerciali o all'attività di tesoreria) supera una delle cosiddette 'soglie di compensazione'. Le operazioni qualificate come infragruppo sono esentate. Per i contratti Otc non soggetti a *clearing* vengono dettate misure alternative di mitigazione del rischio.

Il Regolamento prevede che tutti i contratti derivati conclusi, sia negoziati sul mercato sia fuori mercato, siano comunicati ai cosiddetti repertori di dati sulle negoziazioni (*trade repository*), i quali sono tenuti a registrarsi presso l'ESMA e sono da questa vigilati. I *trade repository* devono pubblicare le posizioni aggregate per classi di derivati.

Con la pubblicazione degli *standard* tecnici sono divenute applicabili alcune delle disposizioni del Regolamento.

In primo luogo, è stato introdotto l'obbligo di applicare ai contratti derivati non oggetto di compensazione talune tecniche di mitigazione del rischio su base bilaterale (valorizzazione dei contratti su base giornaliera e tecniche di tipo operativo), diversamente modulate a seconda della natura della controparte. Inoltre, le controparti non finanziarie sono ora tenute a verificare se l'attività speculativa posta in essere porti al superamento di una delle soglie di compensazione, circostanza da cui deriva l'acquisizione dello status di controparte non finanziaria qualificata e la conseguente equiparazione alle controparti finanziarie.

L'entrata in vigore degli *standard* ha inoltre dato avvio al processo di registrazione presso l'ESMA dei soggetti interessati a prestare i servizi di repertorio di dati. Nel mese di novembre 2013 risultavano registrati 6 *trade repository*. L'obbligo di *reporting* si applica a partire dal 12 febbraio 2014 a tutte le categorie di contratti.

All'entrata in vigore degli *standard* concernenti le controparti centrali il Regolamento collega il termine di sei mesi entro il quale le controparti già operanti, prima dell'entrata in vigore della nuova disciplina, sono tenute a presentare un'istanza di autorizzazione successiva. Tutte le controparti centrali interessate hanno presentato istanza entro il 15 settembre 2013. Il rilascio dell'autorizzazione è previsto per il primo semestre del 2014.

Sono in corso di elaborazione gli *standard* tecnici che consentiranno l'applicazione degli obblighi di *clearing* e di collateralizzazione su base bilaterale, applicabili alle controparti finanziarie e alle controparti non finanziarie qualificate.

Il quadro delle iniziative comunitarie in materia di infrastrutture di mercato sarà completato dall'adozione del Regolamento in materia di depositari centrali di titoli (*Central Securities Depositories – CSD*). La proposta è stata presentata dalla Commissione europea il 7 marzo 2012 e per tutto il 2013 si è svolto il relativo negoziato. Nel mese di dicembre si è raggiunto un accordo politico preliminare. L'adozione del Regolamento, prevista entro la fine della legislatura del Parlamento europeo, comporterà l'introduzione di un obbligo di registrazione in forma elettronica per le categorie più importanti di valori mobiliari destinati alle negoziazioni, un'armonizzazione dell'intervallo di regolamento che sarà fissato a un massimo di due giorni dopo quello di negoziazione, l'applicazione di penalità a carico dei partecipanti in *fail* (ossia coloro che non abbiano provveduto alla consegna dei titoli alla data convenuta per il regolamento) e l'assoggettamento degli stessi a misure di *buy-in*. I CSD saranno soggetti a requisiti uniformi quanto ad autorizzazione, vigilanza, organizzazione, gestione dei rischi. Una disciplina specifica si applicherà ai collegamenti tra CSD e al diritto di accesso tra emittenti e CSD, tra CSD, e tra CSD e altre infrastrutture di mercato. Sarà anche possibile per il CSD ottenere un'autorizzazione alla prestazione di servizi accessori di tipo

bancario in via diretta o attraverso un ente creditizio appartenente al proprio gruppo.

### *Il nuovo Regolamento europeo sulle agenzie di rating*

Nel corso del 2013 è entrato in vigore il Regolamento 462/2013/UE, che ha modificato il Regolamento 1060/2009/CE in materia di agenzie di rating con riferimento ai seguenti aspetti: riduzione dell'eccessivo affidamento (*over-reliance*) ai giudizi di rating; miglioramento della trasparenza e della qualità dei rating sul debito sovrano; limitazione dei conflitti di interessi legati all'azionariato delle agenzie di rating; introduzione di un regime di responsabilità civile; trasparenza relativa a prodotti finanziari strutturati; introduzione di una piattaforma europea di comunicazione dei rating; miglioramento della concorrenza sul mercato e vigilanza sulle metodologie di attribuzione di rating.

In materia di riduzione dell'eccessivo affidamento ai rating, si richiede alle istituzioni finanziarie di non basarsi esclusivamente o automaticamente sui rating esterni per valutare il merito di credito ma di sviluppare sistemi interni di analisi. Al riguardo, sono stati attribuiti alle autorità di vigilanza settoriali compiti di monitoraggio sull'adeguatezza dei processi di valutazione adottati e sull'utilizzo di riferimenti contrattuali ai rating da parte delle istituzioni finanziarie.

È stata prevista, inoltre, la progressiva eliminazione, da completarsi entro il 1° gennaio 2020, dei riferimenti ai rating contenuti nei vari atti legislativi dell'Unione Europea (a condizione che siano state identificate adeguate alternative per la valutazione del rischio di credito), nonché l'eliminazione dei riferimenti ai rating contenuti negli orientamenti, nelle raccomandazioni e nei progetti di norme tecniche emanati dalle tre Autorità di vigilanza europee (EBA, EIOPA ed ESMA), qualora detti riferimenti rischino di produrre un affidamento esclusivo o meccanico ai giudizi di rating.

Anche la Direttiva 14/2013/UE, che ha modificato le Direttive in materia di enti pensionistici aziendali o professionali, di organismi di investimento collettivi (UCITS) e di gestori di fondi di investimento alternativi (AIFM), ha introdotto norme volte a ridurre l'eccessivo affidamento ai rating.

Con riguardo ai rating sul debito sovrano, il Regolamento introduce misure il cui scopo è migliorarne la trasparenza e la qualità, anche al fine di minimizzare gli effetti sui mercati, in termini di maggiore volatilità, collegati alla diffusione di tali giudizi.

Il nuovo Regolamento introduce l'obbligo per le agenzie di rating di predisporre un calendario annuale delle date in cui i giudizi o gli *outlook* dovranno essere emessi. Si prevede inoltre: l'obbligo di pubblicare tali rating o *outlook* a mercati chiusi e di venerdì; la limitazione a tre giudizi l'anno nel caso di rating non sollecitati; il divieto di annunci di revisioni del rating di tipo collettivo non

accompagnati dai report individuali; il divieto di inserire, all'interno dei giudizi di rating, raccomandazioni o prescrizioni di politica economica rivolte agli Stati membri. Si prevede, inoltre, che le comunicazioni pubbliche relative a potenziali cambiamenti del rating, qualora inserite in documenti diversi dai report di rating o di outlook, non possano basarsi su informazioni private provenienti dall'entità oggetto di rating, se non previo consenso della stessa, e che ogni rating o outlook debba essere accompagnato da un rapporto dettagliato che ne spieghi le assunzioni, i parametri, i fattori di incertezza e gli altri elementi presi in considerazione nella valutazione.

Viene previsto, infine, che la Commissione europea presenti al Parlamento e al Consiglio europeo, entro la fine del 2014, una relazione in merito all'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito creditizio per il debito sovrano e, tenendo conto delle conclusioni della suddetta relazione, presenti al Parlamento e al Consiglio europeo, entro la fine del 2016, una relazione sull'opportunità e la fattibilità di istituire un'agenzia di rating europea preposta alla valutazione del merito creditizio del debito sovrano degli Stati membri e/o una fondazione europea di rating del credito per tutti gli altri rating.

Il nuovo Regolamento introduce alcune previsioni volte a rendere trasparenti i conflitti di interessi collegati alla struttura dell'azionariato delle agenzie di rating.

In particolare, si introduce il divieto di detenere una partecipazione superiore al 5 per cento nel capitale di più di un'agenzia di rating (o delle società che controllano tali agenzie), qualora non facciano parte dello stesso gruppo, e l'obbligo di *disclosure* per le partecipazioni pari o superiori a tale soglia. Inoltre, si introduce il divieto di emettere rating nel caso in cui l'entità oggetto del rating, ovvero un suo azionista rilevante o amministratore, possieda una partecipazione pari almeno al 10 per cento nell'agenzia di rating o in una società che la controlla.

Viene, inoltre, previsto un regime di responsabilità civile a carico delle agenzie di rating, sulla base del quale può essere chiesto il risarcimento del danno, nel caso in cui nell'elaborazione o diffusione di un giudizio l'agenzia abbia commesso, per dolo o colpa grave, una violazione del Regolamento europeo e detta violazione abbia avuto un impatto sul rating emesso.

L'azione per il risarcimento del danno può essere promossa sia da parte di un investitore, nel caso dimostri di aver fatto ragionevole affidamento sul giudizio di rating per la propria decisione di investimento o disinvestimento, sia da parte di un emittente, laddove dimostri di essere stato oggetto di rating (ovvero che lo siano stati i titoli emessi dallo stesso) e che la violazione posta in essere dall'agenzia non sia stata causata da propria colpa nella comunicazione di informazioni inaccurate o fuorvianti.

Con riguardo ai prodotti finanziari strutturati, sono stati introdotti specifici obblighi informativi ed è stato previsto l'obbligo, nel caso di rating sollecitato, di affidare l'incarico ad almeno due agenzie che emettano il giudizio sul merito di credito indipendentemente l'una dall'altra.

Con riguardo agli obblighi informativi, è prevista la pubblicazione, su un sito internet creato dall'ESMA, delle informazioni sulla qualità creditizia e sulle prestazioni delle attività sottostanti lo strumento finanziario strutturato, sulla struttura dell'operazione di cartolarizzazione, sui flussi di cassa e sulle garanzie reali a sostegno delle esposizioni inerenti la cartolarizzazione, nonché delle informazioni sui flussi di cassa necessarie per la realizzazione di *stress test* e sui valori delle garanzie reali a sostegno delle esposizioni sottostanti.

Il nuovo testo di Regolamento prevede anche l'istituzione, da parte dell'ESMA, di una piattaforma europea dei rating (*European rating platform*), che includerà tutti i rating e gli *outlook* prodotti da agenzie di rating registrate (fatta eccezione per quelli prodotti e comunicati esclusivamente ad alcuni investitori in cambio di una commissione) allo scopo di consentire al pubblico di confrontare agevolmente tutti i rating emessi in relazione a una determinata entità.

Con riferimento alle metodologie utilizzate, viene previsto l'obbligo per le agenzie di rating di informare preventivamente l'ESMA dell'adozione di nuove metodologie o di cambiamenti delle stesse, nonché di svolgere una consultazione pubblica sulle novità o sui cambiamenti introdotti. Viene anche stabilito l'obbligo di comunicare eventuali errori nelle metodologie utilizzate all'ESMA e alle entità coinvolte e, qualora gli errori commessi abbiano avuto un impatto sui rating, al pubblico.

Infine, sono state introdotte alcune misure finalizzate a incentivare una maggiore concorrenza nel mercato dei giudizi di rating.

In particolare, nel caso in cui gli emittenti o terzi ad essi collegati intendano richiedere un rating a due o più agenzie, tra le agenzie selezionate ve ne deve essere almeno una detentrica di una quota complessiva di mercato non superiore al 10 per cento e che sia giudicata dall'emittente o dal terzo in grado di emettere un rating relativo all'emissione o alla stessa entità. Nel caso in cui ciò non avvenga l'emittente dovrà fornire un'adeguata documentazione in merito alle relative motivazioni, secondo il modello del *comply or explain*. Ulteriori misure a favore della concorrenza sono gli obblighi di *disclosure* relativi agli strumenti finanziari strutturati per una maggiore trasparenza e controllo dei giudizi e gli obblighi di rotazione delle agenzie nel caso di rating su strumenti finanziari oggetto di ricartolarizzazione.

## 2 La disciplina in materia di emittenti

### *La Direttiva Prospetto: misure attuative*

Nel corso del 2013 è stato pubblicato il terzo Regolamento attuativo della Direttiva Prospetto (Regolamento 759/2013/UE), relativo agli obblighi d'informativa sui titoli di debito convertibili e scambiabili, la cui principale finalità è garantire l'effettiva armonizzazione delle regole informative in tale ambito.

Il Regolamento prevede, inoltre, che il prospetto contenga informazioni sulle caratteristiche essenziali delle azioni che possono essere acquistate o sottoscritte con la conversione o lo scambio delle obbligazioni. Qualora le obbligazioni siano convertibili o scambiabili in azioni dello stesso emittente o di un'entità appartenente al medesimo gruppo (e le azioni sottostanti non siano già negoziate in un mercato regolamentato), si stabilisce che sia applicato lo schema di documento di registrazione relativo alle azioni e la nota informativa sugli strumenti finanziari includa la dichiarazione sul capitale circolante e la dichiarazione sui fondi propri e sull'indebitamento dell'emittente; infine, gli schemi semplificati di prospetto devono essere applicati alle offerte in opzione di azioni e, nel caso di piccole e medie imprese e società con ridotta capitalizzazione (SMEs), anche alle offerte e quotazioni di obbligazioni convertibili o scambiabili.

Nel dicembre 2013 l'ESMA ha sottoposto alla Commissione europea e pubblicato, in esecuzione del potere conferito dall'art. 16, par. 3, della Direttiva Prospetto, il progetto di norme tecniche di regolamentazione, volte a individuare i casi in cui è necessaria la pubblicazione di un supplemento al prospetto, a causa di un fatto nuovo significativo, di un errore materiale o una imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto.

In particolare, nel caso di prospetti su azioni o altri titoli negoziabili equivalenti alle azioni di cui all'art. 4(2)(1) del Regolamento 809/2004/CE o altri titoli azionari di cui all'art. 17(2) di tale Regolamento, si prevede l'obbligo di pubblicazione di un supplemento a seguito dei seguenti eventi: la pubblicazione di un nuovo bilancio annuale corredato del giudizio di revisione; la pubblicazione di una previsione o stima di utile nuova rispetto a quella già riportata nel prospetto; la modifica del soggetto controllante l'emittente; il lancio da parte di un'entità terza di un'Opa, come definita dall'art. 2(1) della Direttiva 2004/25/CE, nonché la pubblicazione dei risultati delle adesioni all'offerta relativa alle azioni dell'emittente; il venir meno della validità della dichiarazione relativa al capitale circolante inclusa nel prospetto; l'assunzione da parte dell'emittente di un nuovo impegno finanziario significativo.

Inoltre, per tutti i prospetti, è prevista la pubblicazione di un supplemento nel caso in cui sia richiesta l'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato situato in un altro Stato membro non previsto nel prospetto e vi sia un incremento del controvalore di un programma di offerta.

#### *La riforma della Direttiva Transparency*

Il 27 novembre 2013 è entrata in vigore la Direttiva di modifica alla Direttiva *Transparency* (Direttiva 2013/50/UE), con il duplice obiettivo di favorire una migliore armonizzazione degli obblighi di trasparenza sulle partecipazioni rilevanti e di estenderne l'ambito applicativo a «tutti gli strumenti con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisirne».

Con riguardo al primo aspetto, la disciplina italiana prevede obblighi di comunicazione per coloro che partecipano in un'emittente azionaria quotata in misura superiore al 2 per cento. Si tratta della soglia più bassa in Europa, introdotta dal Legislatore italiano in un'ottica di *gold plating*, sfruttando gli spazi di libertà lasciati dalla Direttiva *Transparency*, che fissa come soglia minima quella del 5 per cento ma permette agli Stati membri di prevedere soglie minori. Con riferimento al secondo aspetto, è ampiamente condivisibile la scelta di estendere gli obblighi di trasparenza. La Direttiva *Transparency* già aveva introdotto obblighi di comunicazione relativi ai derivati con consegna fisica. La Consob ha di recente applicato tali doveri anche ai derivati che prevedono un regolamento in contanti, per tenere conto della rilevanza che tali strumenti hanno avuto in recenti vicende societarie, permettendo alla parte che ha assunto una posizione lunga di acquisire, in modo non trasparente, partecipazioni elevate in società quotate e di entrare in possesso delle azioni sottostanti.

Entro il 27 novembre 2014 l'ESMA dovrà presentare alla Commissione europea i progetti di norme tecniche di regolamentazione, volte a meglio specificare taluni aspetti di dettaglio relativi agli obblighi di trasparenza delle partecipazioni rilevanti nonché alle relative esenzioni.

In particolare, l'ESMA dovrà individuare: il metodo di calcolo della soglia del 5 per cento con riguardo alle esenzioni relative a operazioni effettuate dai *market makers* ovvero ai portafogli di negoziazione di enti creditizi o imprese di investimento; il metodo di calcolo dei diritti di voto nel caso di strumenti finanziari con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisizione, che siano collegati a un paniere di azioni o a un indice; i metodi per determinare il coefficiente delta ai fini del calcolo dei diritti di voto collegati a strumenti finanziari che prevedono esclusivamente il regolamento in contanti; i casi di applicabilità delle esenzioni previste nel caso di strumenti finanziari detenuti al fine di eseguire ordini ricevuti dai clienti, in risposta alle richieste del cliente di negoziare a titolo non proprietario, o a copertura di posizioni derivate da tali operazioni. Inoltre, è demandata all'ESMA l'elaborazione e l'aggiornamento periodico dell'elenco indicativo degli strumenti finanziari soggetti agli obblighi di notifica.

Allo scopo di definire le norme tecniche di regolamentazione, le autorità di vigilanza nazionali sono state coinvolte in un'articolata attività di analisi e confronto, ad esito della quale sono state individuate alcune proposte pubblicate in un apposito Documento di consultazione.

#### *La riforma della Direttiva sulla revisione contabile*

Nel corso del 2014 si concluderà il processo di modifica della Direttiva 2006/43/CE sulla revisione contabile, avviato dalla Commissione europea nel 2011, con l'approvazione da parte del Parlamento europeo di una nuova Direttiva, che modifica la Direttiva 2006/43/CE, contenente le norme generali sulla revisione, e un Regolamento, direttamente applicabile negli Stati membri, contenente numerose disposizioni speciali sulla revisione degli

enti di interesse pubblico (cosiddetti Pie, ossia emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati o che hanno richiesto l'ammissione, banche, assicurazioni, e altri soggetti definiti come tali da ogni Stato membro).

Le nuove regole si propongono di: facilitare la libera prestazione dei servizi di revisione nel mercato unico europeo; rafforzare le regole di indipendenza dei revisori e il mantenimento di sistemi di controllo interno tesi a garantire la qualità della revisione; armonizzare le regole tecniche per lo svolgimento della revisione; migliorare la comunicazione con il pubblico attraverso un nuovo modello di *auditor reporting*; rafforzare il sistema sanzionatorio.

Con riguardo alla revisione dei bilanci di Pie, il Regolamento introduce norme speciali a tutela dell'indipendenza dei revisori con riferimento a diversi profili (tra i quali la prestazione di servizi diversi dalla revisione contabile, il conferimento dell'incarico di revisione e la durata massima dello stesso con rotazione obbligatoria). Esso mira, inoltre, a facilitare le comunicazioni tra revisori, *audit committees* e autorità di vigilanza; inserisce norme speciali in materia di *auditor reporting* e previsione di un *additional report* all'*audit committee*; intende rafforzare il ruolo e i compiti degli *audit committees*, nonché i poteri delle autorità di vigilanza sui revisori, in particolare nello svolgimento dei controlli di qualità.

Nell'ambito della nuova disciplina, le disposizioni sull'indipendenza dei revisori dei Pie hanno suscitato un intenso dibattito.

Particolare attenzione è stata dedicata alle norme tese a disciplinare i possibili conflitti di interessi derivanti dalla prestazione di servizi diversi dalla revisione nei confronti dei Pie sottoposti a revisione (e delle loro controllanti e controllate). La disciplina vieta la prestazione di determinati servizi, contenuti in un elenco ampliabile da parte degli Stati membri, e assegna all'*audit committee* dell'ente stesso la responsabilità di approvare la prestazione di servizi diversi da quelli vietati.

È stato, inoltre, stabilito, a tutela dell'indipendenza, che i corrispettivi per la prestazione dei servizi consentiti al Pie, alle sue controllanti e controllate non possano eccedere il 70 per cento della media dei corrispettivi per i servizi di *audit* pagati, dalle medesime società, negli ultimi tre anni consecutivi.

Ulteriore novità riguarda il conferimento dell'incarico di revisione relativo ai Pie che deve avvenire a seguito di una gara, da svolgersi sotto la supervisione dell'*audit committee*, che a sua volta dovrà formulare una raccomandazione all'organo amministrativo per la nomina del revisore.

In materia di indipendenza, infine, è stata introdotta la regola della rotazione obbligatoria della società di revisione o del singolo revisore a seguito della scadenza della durata massima del mandato. L'incarico di revisione non potrà avere una durata superiore a 10 anni (con possibilità per gli Stati membri di stabilire una durata inferiore) e non potrà essere nuovamente conferito allo stesso revisore se non sia decorso un periodo di 4 anni. In deroga a tale divieto, gli Stati membri possono stabilire che, al termine del periodo massimo, l'incarico possa essere nuovamente

conferito per altri 10 anni ove sia effettuata una nuova gara per il suo conferimento, o per altri 14 anni, ove ci sia stato e sia ancora in corso un *joint audit* (sempre a seguito di una raccomandazione dell'*audit committee* e dell'approvazione da parte dell'assemblea).

Allo scopo di facilitare la cooperazione tra i vari Stati membri, il Regolamento prevede la creazione di un nuovo organismo europeo per la cooperazione, il *Committee of European Auditing Oversight Bodies* (CEAOB), di cui faranno parte tutte le autorità responsabili della vigilanza sui revisori. Il presidente del CEAOB sarà eletto tra i suoi membri, mentre il vicepresidente sarà nominato dalla Commissione europea. Anche l'ESMA sarà un membro effettivo del CEAOB, sebbene senza diritto di voto.

Il CEAOB, oltre a rappresentare una sede di confronto per le singole autorità, potrà formulare pareri per l'implementazione della normativa europea, contribuire alla valutazione dei sistemi di vigilanza sui revisori dei Paesi terzi e alla cooperazione internazionale, al processo di adozione dei principi di revisione internazionali e alla cooperazione per la vigilanza sui *network* della revisione. In merito a tale ultimo aspetto, si prevede la possibilità per le autorità di costituire dei collegi, allo scopo di rendere la vigilanza sui *network* più efficace.

#### *La proposta di Direttiva sulla parità di genere*

Il 20 novembre 2013 il Parlamento europeo in seduta plenaria ha approvato, in prima lettura con emendamenti, il testo della proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante il miglioramento dell'equilibrio di genere fra gli amministratori senza incarichi esecutivi delle società quotate in borsa. L'obiettivo di tale proposta è *«promuovere la parità di genere nei processi decisionali e permettere di utilizzare pienamente il vivaio di competenze dei candidati ai fini di una rappresentanza più equilibrata di uomini e donne nei consigli, contribuendo così agli obiettivi di Europa 2020»*.

La proposta di direttiva non stabilisce nell'immediato una quota minima obbligatoria da riservare al genere meno rappresentato (diversamente dalla normativa dettata dal Tuf in materia di equilibrio di genere nella composizione degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate), ma prevede che l'obiettivo di riequilibrio dei generi, che le società quotate devono realizzare entro il 1° gennaio 2020, sia perseguito tramite procedure di scrutinio comparativo dei candidati che dovrebbe portare in maniera naturale e fisiologica al riequilibrio stesso.

Secondo la proposta della Commissione europea, è fatta salva la possibilità degli Stati membri di *«stabilire che l'obiettivo [...] è stato raggiunto quando le società quotate passano dimostrare che gli appartenenti al sesso sotto-rappresentato occupano almeno un terzo di tutti i posti di amministratore, che si tratti di amministratori con incarichi esecutivi o senza incarichi esecutivi»*.

Alla luce della normativa italiana in materia di equilibrio tra i generi, che riserva un terzo degli amministratori eletti al genere meno rappresentato, l'Italia potrebbe quindi avvalersi dell'ipotesi di esenzione prevista dalla direttiva. Tuttavia, mentre la normativa italiana trova applicazione per i primi tre rinnovi degli organi di amministrazione e controllo a decorrere dal 12 agosto 2012, la proposta di direttiva, ove recepita, potrebbe produrre effetti fino al 2028 e anche oltre, alla luce della possibilità di proroga contemplata dalla medesima proposta.

#### *La definizione di azione di concerto*

Nel corso del 2013 è stato pubblicato dal *Takeover Bids Network* dell'ESMA un *Public Statement* con cui si forniscono informazioni sulla nozione di azione di concerto ai sensi della disciplina Opa. Tale disciplina appare sostanzialmente in linea con gli orientamenti già maturati dalla Consob in materia.

Il *Public Statement* fornisce agli investitori istituzionali indicazioni in merito alle condotte cooperative che i medesimi possono porre in essere al fine di favorire buone prassi di *governance* nelle società quotate senza dover incorrere nell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto. In particolare, esso contiene una *white list*, ossia un elenco di situazioni e/o attività che di per sé non verranno considerate quali azioni di concerto da parte delle Autorità di vigilanza competenti. Sul tema la Consob era già intervenuta, in occasione del recepimento della Direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio, al fine di evitare che incertezze interpretative potessero ostacolare la partecipazione attiva delle minoranze alla *governance* delle imprese (art. 44-*quater* del Regolamento Emittenti). In quella circostanza sono stati identificati i casi in cui, salvo prova contraria, si presume che alcuni soggetti agiscano di concerto e i casi di cooperazione tra azionisti che esulano da tale fattispecie.

### **3 La disciplina in materia di intermediari e prodotti di investimento**

#### *La revisione della Direttiva MiFID*

Nell'ambito della disciplina degli intermediari, le modifiche alla MiFID rafforzano i presidi di tutela degli investitori attraverso la riduzione dell'ambito di applicazione dell'*execution only* e l'introduzione della consulenza indipendente. Sono state introdotte, inoltre, misure di cosiddetta *product governance*, che riservano specifica attenzione al ruolo e ai doveri dei *product manufacturers* nella valutazione della compatibilità dei prodotti che si intendono strutturare con le esigenze di potenziali clienti ai quali essi sono destinati; infine, sono stati attribuiti alle autorità competenti specifici poteri di *product intervention*.

Le innovazioni, inoltre, in materia di consulenza confermano la tipizzazione, entro l'alveo del servizio di consulenza, della *species* 'consulenza indipendente', introducendo così una pluralità di modelli operativi e di *business* tra cui gli operatori possono scegliere. L'attività di consulenza, nella prospettata configurazione 'indipendente', potrà favorire, anche in ragione del divieto di *inducements* e della necessità di valutare un insieme ampio di prodotti, un migliore allineamento alle esigenze della clientela e un effettivo passaggio da una logica di 'prodotto' a una logica di 'servizio' in grado di consentire la cura degli interessi degli investitori.

In particolare, il *range* di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che deve essere valutato dall'intermediario, dovrebbe essere 'sufficientemente diversificato' in termini sia di tipologia sia di *issuers* o *product providers*. Inoltre la MiFID2 specifica che l'oggetto delle raccomandazioni di investimento non deve essere limitato agli strumenti finanziari emessi dall'intermediario medesimo ovvero da entità che abbiano rapporti con il prestatore del servizio tali da pregiudicare l'indipendenza del consiglio reso. La disciplina, inoltre, si concretizza nel divieto di accettare e trattenere commissioni, *fees* e ogni altro beneficio monetario o non monetario corrisposto da soggetti terzi diversi dal cliente, ad eccezione dei *minor non monetary benefits* che siano in grado di innalzare la qualità del servizio reso e risultino tali da non pregiudicare la capacità dell'intermediario di perseguire il miglior interesse della clientela.

Le disposizioni in tema di *product governance*, mirano ad assicurare, sin dalla fase di ideazione dei prodotti e nella successiva attività di definizione della gamma prodotti da distribuire, il perseguimento del miglior interesse dei clienti.

A tal fine, viene esplicitato l'obbligo del *product manufacturer* di implementare misure organizzative *ad hoc* che consentano lo svolgimento, in via anticipata, di valutazioni circa la compatibilità dei prodotti che si intendono strutturare con le esigenze finanziarie del potenziale *target market*.

Pari importanza è riconosciuta agli intermediari che curano il 'momento distributivo' e il rapporto diretto con la clientela. L'impresa di investimento, infatti, è tenuta a comprendere gli strumenti finanziari che offre o consiglia, dovendo valutarne la compatibilità con i bisogni dei clienti ai quali offre servizi di investimento e assicurarsi che questi siano offerti o raccomandati solo quando ciò risulta nell'interesse del cliente. In tale contesto, viene espressamente precisato il dovere degli intermediari distributori che offrono strumenti finanziari (e depositi strutturati) ingegnerizzati da soggetti terzi di adottare strumenti che consentano di acquisire dai *product manufacturers* le informazioni necessarie a comprenderne pienamente le caratteristiche.

Il testo concordato in sede di Trilogo esplicita, inoltre, la necessità di un diretto coinvolgimento dell'organo d'amministrazione dell'intermediario nella definizione delle relative strategie commerciali e di *business*, al fine di garantire coerenza con i bisogni e le caratteristiche degli investitori serviti.

Il testo della MiFIR attribuisce alle competenti autorità nazionali e, in via temporanea, all'ESMA ovvero all'EBA la potestà di adottare specifiche misure di *product intervention*, orientate a proibire la diffusione di prodotti finanziari o attività commerciali ritenuti pregiudizievoli per la tutela degli investitori, l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati ovvero per la stabilità dell'intero sistema finanziario o di una sua parte. I poteri di *product intervention* possono essere attivati dalle autorità nazionali con riguardo a strumenti finanziari e depositi strutturati, dall'ESMA con riferimento alla categoria degli strumenti finanziari e dall'EBA con esclusivo riguardo alla categoria dei depositi strutturati.

Più in particolare, le autorità nazionali ed europee possono, nell'ambito delle rispettive competenze, proibire o limitare sia il *marketing*, la distribuzione o la vendita di certi strumenti finanziari/depositi strutturati ovvero di strumenti finanziari/depositi strutturati con certe caratteristiche, sia un tipo di attività o pratica finanziaria.

Il testo concordato individua, altresì, alcuni criteri/fattori (*trigger*) dai quali è possibile desumere la sussistenza di rischi per i clienti, per il funzionamento e l'integrità dei mercati nonché per la stabilità del sistema finanziario, demandando al livello 2 l'effettiva delimitazione dei menzionati criteri nell'ambito delle direttrici generali previste a livello 1. Secondo quanto stabilito da MiFIR, gli atti delegati della Commissione dovrebbero prendere in considerazione almeno i seguenti fattori e criteri rilevanti: il grado di complessità dello strumento/deposito strutturato, anche in rapporto alla tipologia di clientela al quale il prodotto è offerto; l'ammontare delle emissioni aventi ad oggetto strumenti finanziari/depositi strutturati; il grado di 'innovazione' di uno strumento/deposito strutturato, di un'attività o pratica commerciale; l'eventuale operatività 'a leva'.

L'articolato del MiFIR consente, inoltre, alle competenti autorità nazionali ed europee di imporre divieti o restrizioni '*on a precautionary basis*', prima che lo strumento finanziario/deposito strutturato sia stato commercializzato o distribuito alla clientela. Il mancato esercizio, in via precauzionale, del potere di *product intervention* non può essere assimilato a una forma, neppure implicita, di preventiva approvazione da parte delle autorità dei prodotti immessi sul mercato o delle attività esercitate.

L'esercizio, anche in via preventiva, del potere di *product intervention* presuppone la vigilanza dei fenomeni che possono essere oggetto di divieto o limitazione. Pertanto alle autorità di vigilanza, ciascuna nell'ambito delle rispettive competenze, si chiede di monitorare il mercato degli strumenti finanziari e dei depositi strutturati.

#### *La Direttiva sui fondi di investimento alternativi*

Nel luglio 2013 sono entrati in vigore la Direttiva 2011/61/UE (*Alternative Investment Funds Market Directive* - AIFMD) e i Regolamenti 345

e 346 del 2013, che dettagliano, rispettivamente, la disciplina dei fondi europei per il *venture capital* (EuVECA) e dei fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF), applicabili al di sotto di prefissate soglie di patrimonio gestito. Si tratta di fondi che non rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva AIFMD, per i quali si vuole introdurre un regime agevolato al fine di favorire investimenti transfrontalieri in Pmi europee di nuova costituzione, ovvero impegnate in attività a sfondo sociale.

La AIFMD stabilisce norme in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento cosiddetti 'alternativi', ossia che gestiscono e/o commercializzano Oicr diversi da quelli rientranti nel perimetro applicativo della Direttiva UCITS (*hedge funds*, fondi chiusi e fondi aperti non armonizzati) e la cui massa gestita superi determinate soglie di rilevanza.

La nuova disciplina potrebbe incentivare una più ampia raccolta di masse gestite da veicolare verso investimenti connotati da profili di liquidità e rischio più accentuati rispetto ai tradizionali fondi UCITS. Infatti, i fondi EuVECA ed EuSEF e, in generale, gli Oicr alternativi possono operare su qualsiasi tipo di strumento finanziario e non sono ancorati al rispetto dei limiti di eleggibilità e concentrazione fissati dalla disciplina UCITS. Inoltre, la riduzione delle barriere all'ingresso nel mercato nazionale, in virtù della libera circolazione dei gestori di fondi alternativi consentita dal passaporto europeo, potrà comportare un incremento dell'offerta di prodotti sul mercato domestico e quindi una maggiore competitività tra operatori del risparmio gestito.

Con il Regolamento delegato 231/2013/UE, che integra la Direttiva AIFMD, l'attività di vigilanza sui gestori di fondi alternativi e sui relativi prodotti potrà avvalersi, inoltre, delle dettagliate informazioni che i singoli gestori dovranno comunicare alle rispettive autorità di vigilanza.

Infine, la Commissione europea ha proposto specifiche norme relative ai fondi d'investimento a lungo termine (ELTIF) e ai fondi d'investimento del mercato monetario.

Sebbene gli obiettivi di massima siano condivisibili, stante l'esigenza di sostenere canali alternativi a quello bancario per il finanziamento dell'economia reale, le soluzioni tecnico-giuridiche adottate comportano una maggiore specializzazione della disciplina di settore, foriera di un quadro normativo disomogeneo e frammentato, con ricadute in termini di complessità operativa sia per i soggetti vigilati sia per le autorità di vigilanza.

#### *La proposta di Regolamento in materia di prodotti di investimento*

La proposta di regolamento della Commissione europea in materia di informazioni-chiave (KID) per l'offerta al pubblico di prodotti 'preassemblati' destinati a investitori al dettaglio (cosiddetti PRIIPs), pubblicata dalla Commissione europea in data 3 luglio 2012, risulta attualmente nella fase dei Triloghi istituzionali.

La proposta prevede regole uniformi in materia di trasparenza e obblighi di informazione nei confronti degli investitori *retail*. In particolare, essa disciplina formato e contenuto del *key information document* (KID), che dovrebbe essere redatto dal *manufacturer* del prodotto e che dovrebbe essere consegnato agli investitori *retail* a cura dell'intermediario distributore ovvero da chi presta consulenza in relazione al prodotto medesimo.

Le soluzioni tratteggiate nel corso dei lavori vanno nella direzione, auspicata anche dalla Consob, di un ampliamento dell'ambito di applicazione del Regolamento, per garantire la comparabilità di prodotti dal contenuto economico simile pur con diversa veste giuridica, e anche al fine di contenere possibili arbitraggi normativi. In particolare, si sta valutando l'inclusione degli strumenti emessi da società veicolo, degli *'insurance-based investment products'* così come definiti nell'ambito della MiFID Review, nonché di alcune forme di fondi pensione.

#### *La proposta di Regolamento in materia di benchmark*

A settembre 2013 la Commissione europea ha presentato una proposta di Regolamento sugli indici usati come valori di riferimento per gli strumenti finanziari e i contratti finanziari. L'obiettivo della disciplina è quello di assicurare l'accuratezza, la solidità e l'integrità di tali valori di riferimento (tipicamente indici, quali l'Euribor e il Libor) e del relativo processo di determinazione.

La proposta rappresenta una risposta regolamentare ai casi di presunta manipolazione degli indici di riferimento per i tassi di interesse a breve termine (Euribor e Libor), verificatisi negli ultimi anni, che completa le modifiche introdotte nel 2012 alla proposta di revisione della Direttiva MAD. L'aver ampliato l'ambito di applicazione della disciplina europea sugli abusi di mercato ai casi di manipolazione dei benchmark, pur costituendo un deterrente a tali condotte, dall'altro non incide sulla qualità e sull'integrità del processo di determinazione degli stessi. L'imposizione di un regime sanzionatorio, infatti, non elimina i rischi di manipolazione derivanti dalla presenza di conflitti di interessi o discrezionalità nel processo di produzione dei valori di riferimento. Nelle more dell'adozione di forme di regolamentazione di primo livello, nel giugno 2013, l'ESMA e l'EBA hanno adottato congiuntamente delle Raccomandazioni in materia di procedure per la produzione di benchmark (si veda il Capitolo VIII *'La gestione interna, le relazioni con l'esterno e l'attività internazionale'*).

Il Regolamento proposto si applicherebbe a tutti i valori di riferimento utilizzati come benchmark per la determinazione dell'importo da corrispondere per uno strumento finanziario o per un contratto finanziario (quali, ad esempio, i contratti ipotecari) e ai valori di riferimento che misurano le *performance* di un fondo di investimento.

Uno degli aspetti di maggior rilievo consiste nel tentativo di armonizzazione massima in ambito europeo delle regole relative alla produzione di valori di riferimento, alla fornitura dei dati a tal fine necessari e

all'utilizzo dei benchmark. Il Regolamento individua requisiti e controlli specifici relativi sia agli amministratori dei valori di riferimento (ossia i soggetti che controllano l'intero processo di produzione del benchmark) sia ai contribuenti (ossia i soggetti che forniscono i dati alla base del processo) in tema di *governance*, qualità dei dati, regole di condotta, trasparenza e autorizzazione.

In materia di trasparenza, il Regolamento prevede alcuni obblighi tesi a consentire agli utilizzatori di tali benchmark di conoscere tutte le caratteristiche rilevanti del valore di riferimento al fine di metterli in condizione di scegliere quello più appropriato alle loro esigenze.

Gli amministratori sono tenuti, infatti, a fornire una dichiarazione sul valore di riferimento fornito, specificandone il valore misurato, le finalità per le quali l'utilizzo di tale benchmark risulta appropriato, gli eventuali margini di discrezionalità nel calcolo, i possibili punti di debolezza dello stesso, la presenza di fattori esogeni che possono richiedere la variazione o la cessazione della produzione del benchmark e i dati sottostanti utilizzati. Con riferimento agli intermediari bancari fornitori di dati sottostanti, si richiede una valutazione di idoneità del benchmark per i contratti finanziari con i consumatori, quali i prestiti garantiti da ipoteca.

Sono, altresì, previste regole specifiche per gli indici sui tassi di interesse interbancari, su quelli del settore delle *commodities* e sugli indici 'critici' indicati in una lista che dovrà essere redatta dalla Commissione europea.

L'indice 'critico' è definito, nel testo del Regolamento proposto, come l'indice per il quale la maggioranza dei fornitori dei dati di *input* è costituita da entità vigilate e che funge da indicazione di valore per strumenti finanziari con un valore nominale di almeno 500 miliardi di euro.

## 4 La disciplina in materia di intermediari bancari

### *Il pacchetto 'CRD IV'*

Nel corso del 2013 sono state emanate anche disposizioni che recepiscono i nuovi requisiti patrimoniali e di liquidità dettati dal Comitato di Basilea, ossia la Direttiva 2013/36/UE e il Regolamento 575/2013 (cosiddetto pacchetto CRD IV), in corso di recepimento nell'ordinamento domestico. Alcuni profili della CRD IV si applicano non solo agli intermediari di tipo bancario, ma anche alle imprese di investimento come definite dalla Direttiva MiFID.

Tali disposizioni, oltre a recepire nell'ordinamento comunitario i principi dettati da Basilea 3, hanno provveduto a rafforzare ulteriori presidi della regolamentazione dell'intermediazione finanziaria rispetto a quelli previsti dal Comitato di Basilea. Sono in particolare state riviste le discipline in materia di *corporate governance*, politiche di remunerazione e sanzioni.

In materia di governo societario, si sono rafforzati gli obblighi nei confronti degli amministratori nello svolgimento dell'effettiva supervisione dei rischi assunti dall'ente. In particolare sono state formulate indicazioni sulla composizione degli organi amministrativi e sul loro funzionamento, con una piena responsabilizzazione e coinvolgimento del singolo amministratore al fine di favorire l'indipendenza di giudizio ed evitare il cosiddetto *group thinking* (ossia l'appiattimento verso una sorta di 'pensiero collettivo' non differenziato). Le nuove norme stabiliscono i principi e i criteri fondamentali per la definizione degli assetti organizzativi interni agli enti creditizi, introducendo regole per l'individuazione dei compiti (e delle responsabilità) degli organi aziendali (specie con riferimento all'organo gestorio) e per la distribuzione degli incarichi.

In materia di politiche di remunerazione, la CRD IV, in un'ottica più propriamente prudenziale e pur non innovando radicalmente i principi preesistenti, introduce alcuni cambiamenti di rilievo. In particolare, essa prevede un limite massimo al rapporto tra la componente variabile e quella fissa, potenzia i meccanismi di aggiustamento per i rischi *ex post*, stabilisce i limiti alle remunerazioni variabili nel caso in cui le banche non rispettino specifici requisiti di capitale. Tali innovazioni vanno nella direzione di favorire l'adozione, da parte degli intermediari, di politiche di remunerazione in grado di orientare correttamente l'operato del *management* e del personale degli intermediari finanziari e di contenere i conflitti di interessi che politiche inadeguate (per esempio, non correlate con i risultati ottenuti o le responsabilità assunte ovvero sbilanciate a favore dei risultati di breve termine) possono contribuire ad esacerbare.

### *L'unione bancaria europea*

Nel corso del 2013 sono proseguiti, inoltre, i processi di riforma tesi alla costituzione di un'unione bancaria europea, fondata sul progetto di supervisione bancaria unica, sull'istituzione di un sistema europeo di garanzia dei depositi e su un meccanismo comune di intervento e di risoluzione delle crisi bancarie.

In particolare, il Regolamento europeo 1024/2013, entrato in vigore il 3 novembre 2013, ha istituito un meccanismo di supervisione unico per l'Area euro (*Single Supervisory Mechanism* – SSM), che assegna competenze di vigilanza bancaria alla BCE a partire da novembre 2014. Tale meccanismo coinvolgerà un gruppo di circa 150 istituti di credito, costituito dalle tre maggiori banche di ciascuno Stato e da quelle che avranno richiesto o ricevuto assistenza finanziaria pubblica dai fondi di salvataggio europei (Efsf ed Esm), oltre a quelle che presentano taluni requisiti dimensionali e di operatività *cross-border*.

La BCE assumerà la responsabilità della vigilanza microprudenziale (con tutte le attività connesse di vigilanza ispettiva, informativa e sanzionatoria) e potrà intervenire tempestivamente nel caso di violazioni della normativa, chiedendo l'adozione di misure correttive. Le autorità nazionali continueranno, invece, a svolgere

le funzioni di vigilanza prudenziale nei confronti delle banche di minori dimensioni e a operare in autonomia in tutti gli altri ambiti di loro competenza. Il passaggio delle competenze di vigilanza prudenziale dalle autorità nazionali alla BCE sarà preceduto dalla valutazione del profilo di rischio e dell'adeguatezza patrimoniale di tutti gli istituti coinvolti (*Balance Sheet Assessment* – BSA). Tale attività consisterà nella verifica della qualità degli attivi (*Asset Quality Review* – AQR) e in uno *stress test* che sarà condotto dall'EBA al termine dell'AQR.

Nel dicembre 2013, inoltre, è stato raggiunto un accordo, in sede di Consiglio europeo, sul meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie (*Single Resolution Mechanism* – SRM). Il 20 marzo 2014, si è raggiunta un'intesa sul testo definitivo che, nel mese di aprile, dovrà essere approvato nell'ultima seduta plenaria del Parlamento europeo.

Il meccanismo si applicherà a tutte le banche soggette alla vigilanza prudenziale della BCE ed entrerà in vigore il 1° gennaio 2015, mentre le funzioni di salvataggio e risoluzione diventeranno operative a partire dal 1° gennaio 2016. L'autorità competente nella gestione delle crisi bancarie sarà costituita da rappresentanti delle autorità nazionali e agirà su impulso della BCE.

Il fondo di garanzia sarà finanziato con contributi degli istituti di credito e sarà inizialmente costituito da compartimenti nazionali che confluiranno gradualmente in un unico fondo, nel corso di un periodo di transizione di otto anni. La progressiva mutualizzazione delle risorse prevede il trasferimento del 60 per cento della capacità dei fondi nazionali al fondo unico europeo entro i primi due anni (40 per cento il primo anno e 20 per cento il secondo) in modo da dotarlo di un'ampia capacità di intervento in un breve lasso di tempo. Le restanti risorse finanziarie verranno, invece, trasferite in parti uguali al fondo unico europeo nei successivi sei anni. Il SRM prevede anche un meccanismo di *backstop* che assicura finanziamenti ponte da parte degli Stati o del fondo salva-Stati Esm nella fase iniziale del fondo; tali risorse potranno essere erogate solo dopo il *bail-in* a carico di azionisti, obbligazionisti e grandi depositanti. Saranno possibili anche prestiti tra i vari compartimenti nazionali del fondo.

L'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority* – EBA) continuerà ad avere compiti regolamentari e, pertanto, proseguirà nell'attività di predisposizione del cosiddetto *single rule book* per tutte le banche dell'Unione.

#### *La proposta di Regolamento sulla separazione delle attività delle banche*

A fine gennaio 2014, la Commissione europea ha avanzato una proposta di Regolamento sulle misure strutturali volte ad accrescere la resilienza degli enti creditizi dell'UE. Tale proposta è stata elaborata sulla

base delle risultanze del Rapporto Liikanen del 2012 e degli esiti della consultazioni condotte nell'ultimo biennio a livello comunitario.

Il Regolamento mira a rafforzare la stabilità finanziaria dell'Unione mediante la riforma strutturale degli istituti di credito di maggiori dimensioni ed è accompagnato da una proposta di Regolamento concernente la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli (si veda il successivo paragrafo 5) al fine di favorire il monitoraggio dei rischi derivanti dall'interconnessione, dall'eccesso di leva finanziaria e dai comportamenti pro ciclici degli intermediari.

Nello specifico, il regolamento sulla separazione delle attività delle banche introdurrebbe il divieto di negoziazione per conto proprio in strumenti finanziari e merci e la separazione di talune attività di negoziazione.

La nuova disciplina, inoltre, concederebbe il potere all'autorità di vigilanza (e l'obbligo in determinate circostanze) di imporre il trasferimento di attività di negoziazione considerate ad alto rischio (quali, ad esempio, le attività di supporto agli scambi, le operazioni complesse in derivati e le cartolarizzazioni) a entità giuridiche distinte all'interno del gruppo. La proposta prevede, inoltre, norme che disciplinano i rapporti economici, giuridici, operativi e di *governance* tra l'entità di negoziazione e il resto del gruppo bancario.

Con riferimento all'ambito soggettivo di applicazione, gli obblighi individuati dal Regolamento interesserebbero, oltre che le banche di rilevanza sistemica, anche quelle che superano determinate soglie dimensionali e operative.

In particolare sarebbero ricompresi nell'ambito di applicazione della disciplina gli istituti europei che, per tre anni consecutivi, mostrano: a) attività totali superiori ai 30 miliardi di euro e b) attività e passività per la negoziazione totali superiori ai 70 miliardi di euro oppure di entità tale da rappresentare il 10 per cento degli attivi totali. Dal computo restano escluse le attività delle imprese di assicurazione e di quelle non finanziarie eventualmente presenti nel gruppo.

L'obbligo di separazione troverebbe applicazione con riferimento al gruppo societario, indipendentemente dall'ubicazione geografica delle succursali, al fine di eliminare la possibilità di elusione tramite lo spostamento di determinate attività al di fuori dell'Unione Europea.

Quanto all'ambito territoriale di applicazione, il regolamento proposto si applicherà agli enti creditizi dell'Unione e alle loro controllanti con sede nell'UE, alle filiazioni e succursali, anche se situate in paesi terzi. L'applicazione è estesa, inoltre, alle banche aventi sede in paesi terzi per le sole succursali e filiazioni situate nell'Unione.

Le misure proposte, sebbene non esplicitamente indicate nel programma di riforme concordato in sede del G20, sono in linea con iniziative analoghe adottate, ovvero avviate, in altre giurisdizioni. Gli Stati Uniti hanno introdotto di recente la cosiddetta 'regola Volcker', che vieta alle banche

l'attività di negoziazione per conto proprio. Anche in Europa alcuni Stati membri dell'Unione (Germania, Francia, Regno Unito e Belgio) hanno avviato iniziative di riforma del settore bancario. La proposta di regolamento della Commissione europea, favorendo l'armonizzazione delle regole, potrà garantire parità di condizioni alle banche europee, ridurre la complessità normativa e gli spazi per arbitraggi regolamentari e promuovere una maggiore integrazione finanziaria all'interno dell'Unione.

## 5 Le proposte di regolamento in materia di *shadow banking*

Nel 2013 la Commissione europea ha pubblicato una proposta di regolamento sui fondi comuni monetari, che rappresentano entità generalmente ricomprese nel perimetro del cosiddetto sistema bancario ombra (*shadow banking system*).

I fondi di mercato monetario sono strumenti di investimento a breve termine, caratterizzati da elevata liquidità, ampia diversificazione e bassa volatilità. In Europa, tali fondi effettuano investimenti prevalentemente in titoli pubblici e privati a breve termine e sono in molti casi gestiti da società appartenenti a gruppi bancari o intermediari specializzati.

Tali fondi possono prevedere il riscatto delle quote al valore di mercato oppure a un valore costante. Questa seconda categoria di fondi, pur avendo caratteristiche simili ai depositi (in termini di liquidità e di stabilità del valore delle quote), non è sottoposta a una normativa prudenziale come avviene, invece, per le banche, né può avere accesso alla liquidità offerta dalle banche centrali agli enti creditizi. In caso di turbolenza di mercato e di ribasso dei prezzi degli strumenti finanziari in cui sono investiti, i fondi che prevedono il riscatto delle quote a valore costante potrebbero trovarsi nell'impossibilità di adempiere a tale previsione. Questa fragilità implicita nella struttura dei tali organismi di investimento li espone al rischio di 'corsa al riscatto' analogo a quello che riguarda i depositi bancari in caso di crisi di un istituto di credito. In assenza di una normativa prudenziale e di adeguate misure di contenimento del rischio, la crisi di tali fondi può determinare rilevanti fenomeni di contagio.

Nell'ambito della proposta di regolamento avanzata al Parlamento e al Consiglio europeo, la Commissione ha definito un quadro di regole armonizzate per tutti i fondi, UCITS o FIA, caratterizzati dall'utilizzo di strumenti finanziari a breve termine, con la duplice finalità di prevenire rischi sistemici e di accrescere il grado di protezione degli investitori. Le misure contenute nella proposta di regolamento riguardano, tra l'altro, la gestione del rischio di liquidità, la qualità degli attivi in portafoglio, l'adozione di procedure interne di valutazione della qualità creditizia degli emittenti gli

strumenti finanziari nonché previsioni specifiche per i fondi monetari che prevedono un valore costante del fondo.

A fine gennaio 2014, la Commissione europea ha avanzato, inoltre, una proposta di regolamento sulla segnalazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli (quali i contratti di vendita con patto di riacquisto e il prestito titoli e il reimpiego delle garanzie reali) che tipicamente rappresentano attività ricomprese nell'ambito del sistema bancario ombra.

Tali operazioni contribuiscono al buon funzionamento dei mercati, aumentandone la liquidità e agevolando il finanziamento dei vari soggetti del sistema finanziario, anche attraverso le banche centrali, ma possono al contempo determinare un aumento della leva finanziaria e del numero e intensità delle interconnessioni tra operatori di diversa natura, amplificando il rischio sistemico.

La proposta di regolamento introduce misure volte a migliorare la trasparenza, al fine di fornire alle autorità di vigilanza le informazioni necessarie a monitorare l'insorgere nel sistema finanziario di rischi sistemici legati a tali operazioni, la diffusione di adeguate informazioni agli investitori da parte dei fondi e la trasparenza contrattuale delle attività di reimpiego dei titoli.

In particolare, la proposta di regolamento contiene misure in materia di segnalazione ai repertori di dati sulle negoziazioni delle operazioni di finanziamento tramite titoli e obblighi di segnalazione a carico sia dei fondi sia delle controparti che realizzano il reimpiego. Tali misure recepiscono le Raccomandazioni del FSB dell'agosto 2013 sul medesimo tema.

## 6 Gli orientamenti emanati dall'ESMA

L'ESMA ha il compito di elaborare orientamenti e raccomandazioni (di seguito anche linee guida) volte a favorire la convergenza delle pratiche di vigilanza e l'uniforme applicazione del diritto dell'Unione Europea. Ai sensi dell'articolo 16(3) del Regolamento 1095/2010/UE, istitutivo dell'ESMA, le autorità nazionali competenti devono notificare all'Autorità europea, entro due mesi dalla pubblicazione degli orientamenti in ciascuna lingua dell'Unione, l'intenzione di rispettare o meno le indicazioni applicative, esplicitando eventualmente i motivi della scelta. La Consob ha dichiarato la conformità o l'intenzione di conformarsi a tutti gli orientamenti elaborati dall'ESMA nel corso del 2013.

Nel mese di dicembre 2012, l'ESMA ha pubblicato gli Orientamenti su questioni relative agli *exchange traded funds* (Etf) e ad altri *Oicvm* (*Guidelines on ETFs and other UCITS issues*), entrati in vigore il 18 febbraio 2013.

Le linee guida forniscono indicazioni sulle informazioni che devono essere comunicate su Oicvm indicizzati e Oicvm Etf, nonché sulle norme specifiche che gli Oicvm devono applicare quando effettuano operazioni su strumenti finanziari derivati Otc e su tecniche di gestione efficiente del portafoglio. Gli Orientamenti definiscono inoltre i criteri che devono essere rispettati dagli indici finanziari in cui gli Oicvm investono.

Le aree tematiche di intervento delle linee guida sono sottoposte alla vigilanza della Consob, per i profili di trasparenza, e della Banca d'Italia, per quanto attiene ai profili relativi alla gestione e diversificazione del rischio, ai limiti di investimento e al contenuto dei regolamenti dei documenti contabili degli Oicr medesimi.

In attuazione degli Orientamenti ESMA, la Consob ha emanato la comunicazione 13015352 del 22 febbraio 2013, con la quale ha previsto, inoltre, una specifica disciplina transitoria. In base alla comunicazione, le informazioni da diffondere tramite il KIID, il prospetto e le comunicazioni di *marketing* dovranno adeguarsi a quanto previsto dagli Orientamenti al primo aggiornamento utile o, al più tardi, entro 12 mesi dalla data di applicazione delle linee guida.

Nel corso del 2013, gli Orientamenti ESMA relativi alla disciplina comunitaria in materia di fondi di investimento alternativi sono stati numerosi.

Nel mese di febbraio, l'ESMA ha pubblicato gli Orientamenti sulle sane politiche retributive a norma della Direttiva 2011/61/UE (*Guidelines on sound remuneration policies under AIFMD*), applicabili a decorrere dal 22 luglio 2013 ai gestori di fondi di investimento alternativi.

La Direttiva AIFMD richiede agli Stati membri di imporre ai gestori di fondi alternativi l'adozione di politiche di remunerazione coerenti con una sana e prudente gestione e idonee a non incoraggiare l'assunzione di rischi sproporzionati rispetto alle caratteristiche del fondo. All'ESMA è demandato il compito di definire linee guida in materia, tenendo conto: i) dei criteri contenuti nell'Allegato II della Direttiva, dedicato interamente alla sane politiche di remunerazione; ii) dei principi di cui alla Raccomandazione 2009/384 della Commissione europea; iii) del principio di proporzionalità.

I soggetti interessati dagli Orientamenti sono coloro che svolgono funzioni rilevanti (*senior management, risk takers, staff* con funzioni di controllo), la cui attività è in grado di influenzare sensibilmente il profilo di rischio del gestore o dei fondi da esso gestiti, fermo restando il rispetto del principio di proporzionalità. Le linee guida sono dirette, in alcuni casi, ai gestori di fondi di investimento alternativi, in altri casi, al solo personale con funzioni più rilevanti.

In Italia, gli Orientamenti si applicano ai gestori alternativi (società di gestione e Oicr in veste societaria) autorizzati in Italia, sottoposti alla vigilanza congiunta di Consob e Banca d'Italia. Più nello specifico, la disciplina in materia di politiche di remunerazione applicabili agli intermediari finanziari abilitati è contenuta

nel Regolamento congiunto in materia di organizzazione e procedure degli intermediari del 29 ottobre 2007, ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis, lett. a), del Tuf.

La comunicazione congiunta Consob – Banca d'Italia in materia di attuazione della AIFMD, pubblicata in data 26 luglio 2013, ha appositamente chiarito che i gestori alternativi autorizzati in Italia continueranno ad applicare la normativa nazionale vigente sino all'entrata in vigore delle nuove disposizioni legislative e regolamentari di recepimento.

Nel mese di luglio 2013 è stato pubblicato il modello di *Memorandum of Understanding (MoU)*, da utilizzare per la consultazione, la cooperazione e lo scambio di informazioni con autorità di paesi terzi in materia di vigilanza ai sensi della Direttiva AIFMD (*ESMA guidelines on the model of MoU concerning consultation, cooperation and the Exchange of information related to the supervision of AIFMD entities*).

Nel mese di agosto 2013 l'ESMA ha pubblicato Orientamenti sui concetti chiave della Direttiva AIFMD (*Guidelines on key concepts of the AIFMD*), allo scopo di assicurare un'applicazione comune, uniforme e coerente dei concetti che integrano la definizione di fondi d'investimento alternativo (FIA) prevista all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), della Direttiva AIFMD.

In particolare, vengono forniti criteri applicativi con riguardo a ciascuno degli elementi costitutivi della definizione di FIA di cui al citato art. 4, quali: i) la veste di organismo di investimento collettivo; ii) la raccolta del capitale dagli investitori; iii) l'esistenza di una pluralità di investitori; iv) l'investimento del patrimonio raccolto in conformità a una politica di investimento predefinita.

Nelle more del recepimento nell'ordinamento nazionale della Direttiva AIFMD e delle relative disposizioni attuative, nel mese di ottobre la Consob ha comunicato all'ESMA l'intenzione di conformarsi ai relativi Orientamenti. Il 26 luglio 2013 la Consob e la Banca d'Italia hanno pubblicato una comunicazione congiunta tesa a individuare il corpus normativo in vigore dal 22 luglio 2013, chiarendo così quali fossero le disposizioni comunitarie applicabili sino all'adozione della disciplina nazionale di recepimento.

L'ESMA ha pubblicato nel mese di novembre 2013 ulteriori linee guida (*Guidelines on reporting obligations under article 3 (3) (d) and 24 (1), (2) and (4) of the AIFMD*), con l'obiettivo di individuare modalità uniformi attraverso cui le società di gestione di fondi alternativi dovranno adempiere agli obblighi di comunicazione nei confronti delle autorità nazionali ai sensi della AIFMD.

Tali informazioni, dettagliate in apposito allegato al Regolamento comunitario 231/2013, sono relative alle seguenti aree: i) anagrafica dei prodotti; ii) portafoglio dei prodotti; iii) dati di sintesi sul turnover del portafoglio; iv) dati relativi al profilo di rischio dei fondi.

Nelle linee guida vengono precisati i criteri di elaborazione di tali informazioni. Sono, inoltre, definite le varie classi di strumenti finanziari in

riferimento ai quali devono essere determinate le esposizioni individuali di ciascun fondo alternativo. Sono, infine, fornite indicazioni volte a meglio chiarire la tempistica di trasmissione del flusso informativo prescritta dall'art. 110 del Regolamento attuativo della Direttiva AIFMD, in particolare nel caso di cambiamenti di status del gestore o dell'ammontare del patrimonio gestito dallo stesso.

L'ESMA ha pubblicato nel mese di aprile 2013 le linee guida in merito alle esenzioni previste per le attività di *primary dealer* e di *market making* da alcune restrizioni imposte dal Regolamento 236/2012/UE relative alle vendite allo scoperto e taluni aspetti dei *credit default swap* (*Guidelines on the exemption for market making activities and primary market operations under Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and the Council on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps*).

Il Regolamento 236/2012/UE, entrato in vigore il 1° novembre 2012, prevede l'esenzione delle attività di *market making* (anche come 'supporto agli scambi') dal divieto di vendite allo scoperto 'nude' su azioni e titoli di Stato, dal divieto di assumere posizioni scoperte su CDS sovrani, dall'obbligo di notifica e pubblicazione delle posizioni nette corte su azioni e dall'obbligo di notifica delle posizioni nette corte su titoli di Stato. Il medesimo Regolamento prevede, inoltre, l'esenzione delle attività di *primary dealer* (anche come 'operatore principale') dal divieto di vendite allo scoperto 'nude' su titoli di Stato, dal divieto di assumere posizioni scoperte su CDS sovrani e dall'obbligo di notifica delle posizioni nette corte su titoli di Stato.

Le linee guida chiariscono: i) i requisiti per beneficiare delle esenzioni; ii) le modalità per determinare l'autorità competente ai fini dell'esenzione, specie nel caso di istanti residenti in Paesi extra-UE; iii) il processo da seguire per effettuare la notifica all'autorità competente; iv) le misure transitorie relative alle richieste di esenzione avanzate prima dell'applicazione delle linee guida stesse.

L'ESMA ha pubblicato nel mese di giugno 2013 Orientamenti e Raccomandazioni per favorire valutazioni uniformi, efficienti ed efficaci degli accordi di interoperabilità (*ESMA guidelines and recommendations for establishing consistent, efficient and effective assessments and interoperability arrangements*).

Il Regolamento EMIR introduce per le controparti centrali - oltre a requisiti organizzativi, di condotta e prudenziali - alcune disposizioni relative ai cosiddetti accordi di interoperabilità con omologhi soggetti stabiliti in altri Stati membri. Tali disposizioni hanno l'obiettivo di definire ulteriori specifici requisiti per quanto concerne, fra l'altro, le politiche di gestione del rischio e lo scambio reciproco di garanzie tra le controparti centrali che aderiscono ai suddetti accordi.

Le linee guida individuano gli elementi da tenere in considerazione, nonché i criteri da adottare, nell'analisi degli accordi di interoperabilità, con un'attenzione specifica sui rischi per le controparti centrali derivanti da tali accordi.

Nel mese di giugno 2013 sono stati pubblicati Orientamenti e Raccomandazioni ESMA relativi alle politiche e prassi di remunerazione ai sensi della Direttiva MiFID (*Guidelines on remuneration policies and practices MiFID*), applicabili ai soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento. Il documento sottolinea l'importanza di orientare le politiche di remunerazione secondo criteri in grado di assicurare il perseguimento del miglior interesse dei clienti e detta, inoltre, indirizzi interpretativi in merito al processo di elaborazione delle politiche e delle prassi retributive, alla struttura dei compensi e all'azione di controllo da parte delle autorità di vigilanza.

Gli Orientamenti ESMA si soffermano, in particolare, sui seguenti profili: i) *governance* ed elaborazione di politiche e prassi retributive nel contesto degli obblighi concernenti il comportamento e i conflitti di interessi ai sensi della MiFID; b) controllo dei rischi connessi alle politiche e alle prassi retributive; c) vigilanza delle autorità competenti e applicazione delle politiche e prassi retributive.

Con specifico riferimento ai profili riguardanti il *design* e la *governance* dei sistemi di remunerazione e incentivazione, le linee guida dell'ESMA esplicitano il dovere degli intermediari di definire gli schemi di remunerazione e di incentivazione del personale, incluso quello addetto all'attività di vendita alla clientela, secondo una 'prospettiva di servizio', allo scopo di evitare che le esigenze di tutela dei clienti possano essere, nei fatti, disattese da condotte dirette a privilegiare gli interessi reddituali e patrimoniali dei soggetti abilitati.

Le *Guidelines* sottolineano, inoltre, il dovere degli intermediari di definire la quota variabile della remunerazione eventualmente erogata, secondo modalità tali da non pregiudicare il perseguimento degli interessi del cliente, attraverso la determinazione di meccanismi premiali fondati anche sulla valutazione della qualità del servizio reso e non esclusivamente sull'ammontare dei volumi complessivamente generati.

Le linee guida raccomandano, inoltre, agli intermediari di tenere conto del rischio di conflitto tra i propri interessi e quelli dei clienti nell'ambito dei sistemi di controllo interno, anche attraverso il coinvolgimento *ex-ante* della funzione aziendale di *compliance* nel processo di definizione delle politiche di remunerazione del personale.

Il documento ESMA richiede, infine, alle autorità competenti di riservare specifica attenzione, nello svolgimento della proprie attività di vigilanza, alla considerazione dei profili connessi alla remunerazione del personale degli intermediari, adottando, se del caso, le opportune azioni di *enforcement*.

Le *Guidelines* dell'ESMA si inseriscono in un più ampio contesto normativo che ricomprende, tra l'altro, disposizioni di carattere prudenziale di matrice comunitaria (cosiddetto 'pacchetto CRD IV'), emanate in materia di sistemi di remunerazione e incentivazione nell'ambito degli assetti

organizzativi e di governo societario degli intermediari (si veda il precedente paragrafo 4).

In considerazione dell'unitarietà del sistema di remunerazione adottato dagli intermediari, si è provveduto a coordinare le discipline emanate dalla Banca d'Italia e dalla Consob, al fine di evitare che duplicazioni e divergenze riducessero l'efficacia delle disposizioni e ne aumentassero i costi di *compliance*.

Il 29 gennaio 2014 la Consob e la Banca d'Italia hanno emanato, pertanto, una comunicazione congiunta, in attuazione degli Orientamenti ESMA, volta a definire le modalità e i tempi con cui gli intermediari dovranno provvedere agli adempimenti necessari. La comunicazione prevede inoltre che, ove stabilito dalla disciplina prudenziale, gli intermediari sottopongano all'assemblea le modifiche al sistema di remunerazione necessarie per conformarsi agli Orientamenti ESMA.

Nel mese di ottobre 2013 sono stati pubblicati Orientamenti e Raccomandazioni relativi ai collegi di vigilanza delle controparti centrali (*ESMA Guidelines and recommendations regarding written agreements between members of CCP colleges*).

Gli Orientamenti definiscono il contenuto dell'accordo scritto che l'autorità nazionale competente per la vigilanza di una CCP dovrebbe proporre nell'ambito dell'istituzione di un collegio ai sensi dell'articolo 18 del Regolamento EMIR (collegi delle CCP), e che i membri del collegio della CCP dovrebbero accettare in vista della loro partecipazione a tali collegi.

C.

L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

PAGINA BIANCA

# La vigilanza sui mercati I

## 1 I mercati regolamentati

A fine 2013, a seguito dell'andamento positivo dei corsi azionari, la capitalizzazione delle società domestiche quotate in Borsa è cresciuta del 23 per cento rispetto all'anno precedente, portandosi a 447 miliardi di euro, ossia su livelli prossimi a quelli di fine 2009 (Tav. 1). Di conseguenza, è aumentato anche il relativo peso sul Pil (dal 22,5 al 28,6 per cento a fine 2013).

Tav. 1 Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa  
(valori monetari in miliardi di euro)

	Mta e Miv <sup>1</sup>							Aim Italia/Mac			
	capitalizzazione <sup>1</sup>	capitalizzazione <sup>2</sup> (% del Pil)	scambi di titoli azionari <sup>3</sup>	n° società quotate (domestiche)	n° società neoquotate (domestiche)	n° società cancellate (domestiche)	rapporto dividendi - prezzi <sup>3</sup>	rapporto utili - prezzi <sup>3</sup>	rapporto prezzi - utili <sup>3</sup>	capitalizzazione	n° società quotate
2007	723	49,0	1513	263	19	14	3,7	7,8	12,9	0,1	3
2008	368	23,2	994	251	4	16	8,0	15,6	6,4	0,1	4
2009	457	30,3	646	280	40	11	5,0	5,3	18,9	0,6	11
2010	424	27,2	715	271	2	11	3,9	7,7	13,2	0,6	19
2011	331	20,6	684	261	1	11	5,0	8,8	11,1	0,6	24
2012	364	22,5	487	253	2	10	4,2	7,2	13,9	0,6	27
2013	445	28,6	526	246	5	12	3,1	5,0	20,0	1,2	36

Fonte: Borsa Italiana e Thomson Reuters. <sup>1</sup> Dal 2010 Mta include il Miv (Mercato degli *Investment Vehicles*). <sup>2</sup> Dati riferiti alle sole società domestiche. Sono incluse le società con sede legale estera considerate domestiche da Borsa Italiana. <sup>3</sup> Valori in percentuale rilevati a fine anno.

Il controvalore delle negoziazioni su titoli azionari delle società domestiche è risalito a 526 miliardi di euro dal minimo decennale di 487 miliardi raggiunto nel 2012 (+8 per cento circa).

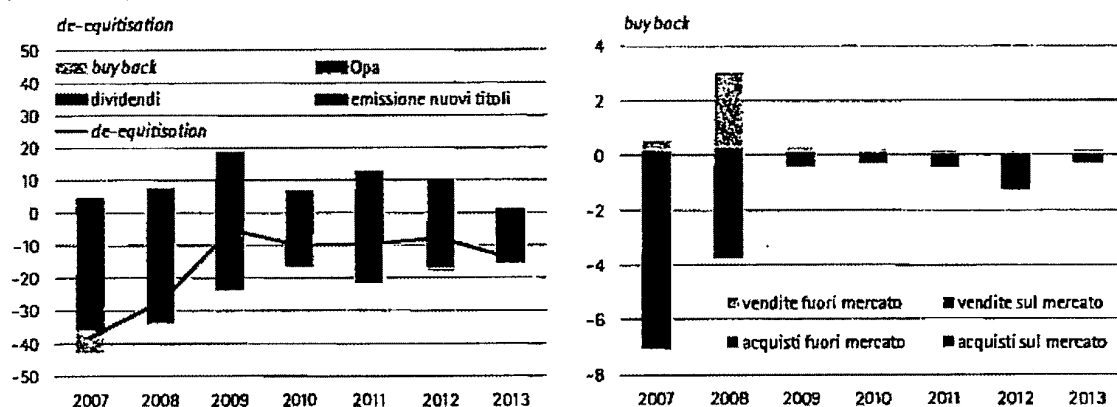
Nello stesso periodo, il numero di società domestiche quotate è diminuito da 253 a 246, con saldo negativo fra revocche (12) e nuove ammissioni (5). Le società quotate su Aim-Mac (il sistema multilaterale di

negoziazione gestito da Borsa Italiana) sono aumentate complessivamente da 27 a 36, mentre la loro capitalizzazione è raddoppiata portandosi a 1,2 miliardi di euro.

Nel corso del 2013 la raccolta di capitale di rischio dal mercato si è fortemente ridotta rispetto all'anno precedente, passando da 10,1 a 1,2 miliardi di euro (-88 per cento) e attestandosi su un livello ai minimi da oltre un decennio. Contestualmente, anche il flusso di risorse restituite agli azionisti tramite la distribuzione di dividendi, offerte pubbliche di acquisto e *buy back* si è ridotto, sebbene in misura decisamente inferiore (-14 per cento; (Fig. 95).

Di conseguenza, dopo un triennio sostanzialmente stabile, nel 2013 si è ampliato il divario negativo fra le risorse raccolte sul mercato e quelle distribuite agli azionisti, invertendo la tendenza emersa negli anni 2007-2009.

Fig. 95 Saldo fra risorse raccolte (+) e restituite (-) agli azionisti di società quotate italiane (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Consob, Borsa Italiana e Thomson Reuters relativi ad azioni e obbligazioni convertibili quotate sull'Mta. 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 dati sul *buy back* si riferiscono agli acquisti netti di titoli propri comunicati dagli emittenti alla Consob. I dividendi sono stimati.

L'accentuarsi del processo di *de-equitization*, nonostante il positivo andamento dei corsi azionari nell'ultimo biennio, riflette le difficoltà delle società quotate nel riuscire ad attrarre nuove risorse dal mercato del capitale di rischio in Italia, soprattutto nell'attuale fase congiunturale.

In particolare, a fronte dell'emissione di nuovi titoli per circa 1,25 miliardi di euro (in diminuzione rispetto al 2012 di 8,9 miliardi), sono stati distribuiti dividendi per 14,1 miliardi (15,8 nel 2012).

Gli acquisti sul mercato e fuori mercato di titoli propri (*buy back*) risultanti dalle comunicazioni trasmesse alla Consob ai sensi del Regolamento Emittenti sull'operatività in titoli propri sono stati complessivamente pari a 0,3 miliardi di euro,

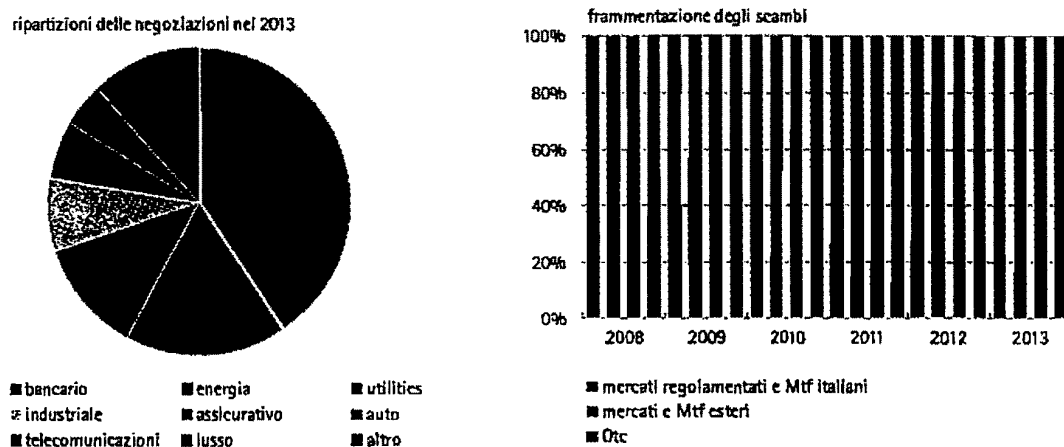
in calo di un miliardo rispetto al 2012 (oltre un miliardo al netto delle vendite), mentre le vendite sono risultate pari a circa 0,2 miliardi.

Complessivamente, a partire dal 2007 sono stati raccolti presso gli azionisti circa 61 miliardi di euro tramite aumenti di capitale e offerte di sottoscrizione, mentre nello stesso periodo i dividendi distribuiti ammontano a circa 148 miliardi, gli esborsi per le offerte pubbliche di acquisto approssimativamente a 17 miliardi e quelli per i riacquisti di azioni proprie a circa 9 miliardi.

Per quanto riguarda gli scambi di titoli azionari, nel 2013 il 70 per cento circa degli scambi relativi a titoli appartenenti all'indice Ftse Mib è riconducibile soltanto a tre settori (bancario, energia e *utilities*; Fig. 96).

Con riferimento al fenomeno della frammentazione, nel corso del 2013 la quota di negoziazioni di titoli di società domestiche effettuate su mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) italiani è risultata mediamente pari al 52 per cento circa (con un incremento di 7 punti percentuali rispetto al 2012), mentre gli scambi realizzati su piattaforme estere e *over the counter* (Otc) hanno rappresentato rispettivamente il 12 e il 36 per cento circa (con un aumento di 4 punti nel primo caso e una contrazione di 11 nel secondo).

Fig. 96 Ripartizione delle negoziazioni dei principali titoli azionari e frammentazione degli scambi azionari in Italia (dati 2013 per le negoziazioni, trimestrali dal 2013 per la frammentazione degli scambi)



Fonte: elaborazioni su dati Consob e Borsa Italiana. Mtf indica le *multilateral trading facilities* e Otc i mercati *over the counter*. Il grafico di sinistra rappresenta la ripartizione per settore di attività degli emittenti degli scambi azionari relativi ai titoli costituenti l'indice Ftse Mib, mentre il grafico di destra riporta la distribuzione per categoria di *trading venue* degli scambi azionari relativi a emittenti domestici per l'Italia.

Per quanto riguarda gli *exchange traded products* (Etp), nel corso del 2013 il patrimonio gestito (*assets under management* - Aum) rappresentato dagli Etp negoziati nel mercato EtfPlus di Borsa Italiana ha raggiunto un nuovo massimo, portandosi a circa 26,7 miliardi di euro da 20,7 miliardi a fine 2012 (+29 per cento circa; Tav. 2).

**Tav. 2 Patrimonio gestito da Etp ammessi alle negoziazioni sul mercato EtfPlus**  
(valori monetari in miliardi di euro)

	ammontare	variazione percentuale rispetto all'anno precedente
2007	10,3	36
2008	10,5	2
2009	14,6	39
2010	19,8	36
2011	18,6	-6
2012	20,7	11
2013	26,7	29

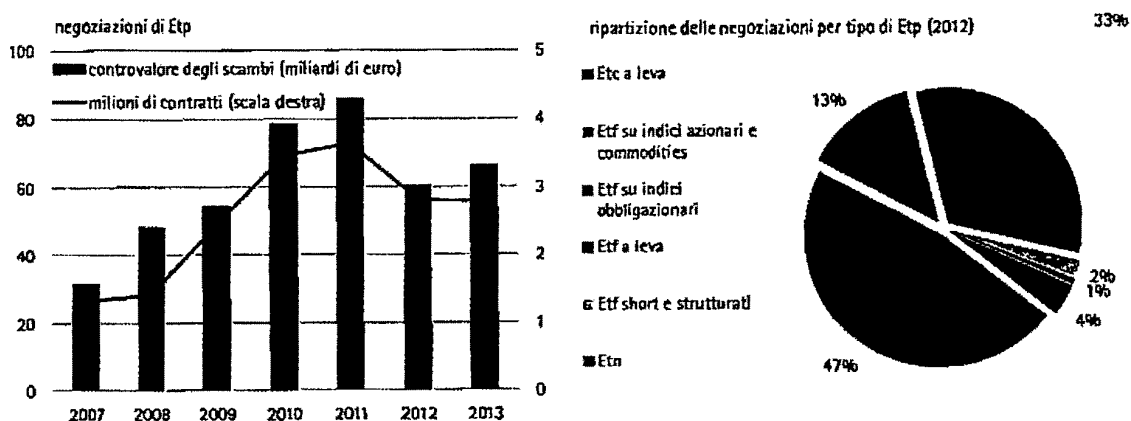
Fonte: Borsa Italiana.

La quota maggiore di tale ammontare è rappresentata da *exchange traded funds* (Etf; 24,8 miliardi circa) e, in misura notevolmente inferiore, da *exchange traded commodities* (Etc; circa 1,9 miliardi).

Anche sul mercato EtfPlus, in misura simile a quanto verificatosi per gli scambi azionari, il controvalore complessivo delle negoziazioni è aumentato, passando a 66,4 miliardi di euro da 60,5 miliardi nel 2012 (+10 per cento circa). Nello stesso periodo, il numero di contratti è diminuito solo marginalmente (da 2,81 a 2,78 milioni; Fig. 97).

Per quanto riguarda la ripartizione del controvalore degli scambi per tipologia di Etp, nel 2013 il 47 per cento circa delle negoziazioni ha riguardato Etf collegati a indici azionari o all'andamento di *commodities*, il 33 per cento Etf con effetto leva, il 13 per cento Etf su indici obbligazionari e, in via residuale, Etf di tipo *short*, Etc e *exchange traded notes* (Etn).

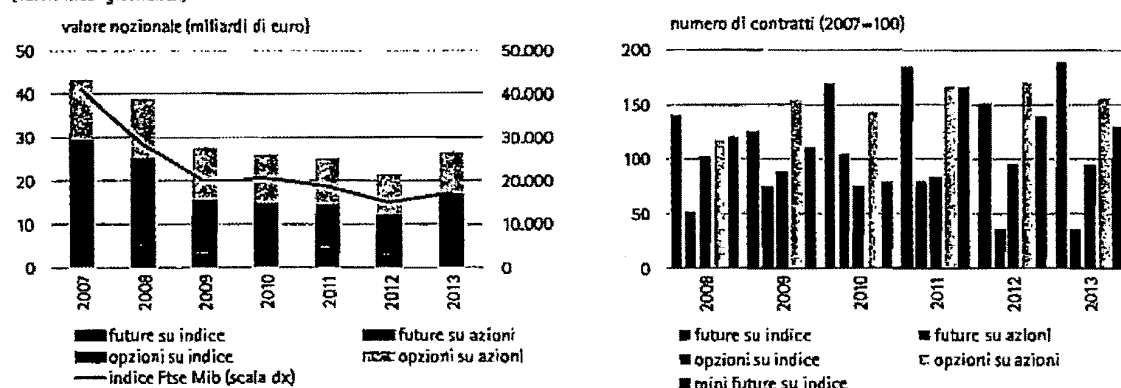
**Fig. 97 Exchange traded products quotati su EtfPlus**



Fonte: Borsa Italiana.

Con riferimento agli strumenti derivati negoziati sul mercato Idem gestito da Borsa Italiana, la media giornaliera del controvalore nozionale delle posizioni aperte (*open interest*) nel corso del 2013 è aumentata da 21,6 a 26,7 miliardi di euro, con un incremento del 23 per cento circa (Fig. 98).

Fig. 98 Valore nozionale e numero delle posizioni aperte in strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem (valori medi giornalieri)



Sempre in termini di valore nozionale medio, la quota preponderante dell'*open interest* è relativa alle opzioni su indice (con il 47 per cento circa delle posizioni aperte), seguita dalle opzioni su azioni (36 per cento circa) e dai *future* su indice (16 per cento). Del tutto marginale risulta l'*open interest* relativo ai contratti *future* su azioni.

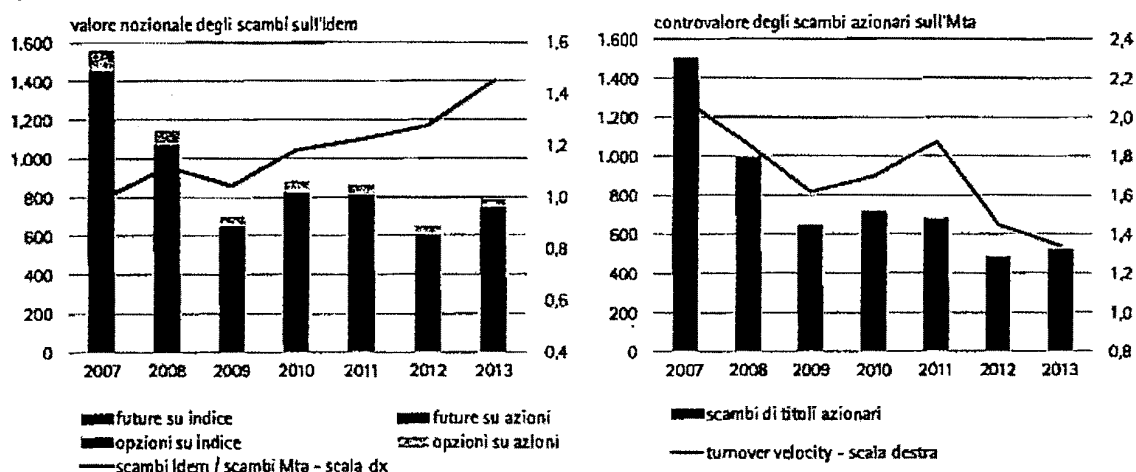
Considerando il numero medio delle posizioni aperte, rispetto al 2012 si rileva un significativo incremento solo per i contratti *future* sull'indice Ftse Mib (+25 per cento circa), mentre risultano sostanzialmente stabili le posizioni aperte in opzioni su indice e *stock future* e in calo quelle in opzioni su azioni e *mini future* sull'indice (rispettivamente, -8 e -6 per cento).

Coerentemente con la ripresa degli scambi sul mercato azionario a pronti nel 2013, anche il controvalore nozionale delle negoziazioni di strumenti derivati azionari negoziati sull'Idem è aumentato significativamente rispetto al 2012, passando da circa 648 a 789 miliardi di euro (+22 per cento circa; Fig. 99).

Anche nel 2013 gli scambi più rilevanti hanno riguardato i *future* e le opzioni su indice che, in linea con gli anni precedenti, si confermano essere gli strumenti derivati maggiormente negoziati.

Il rapporto fra il controvalore nozionale degli scambi su derivati azionari e su azioni è aumentato da circa 1,2 a 1,4, a fronte di una diminuzione della velocità del *turnover* sul mercato *cash* passata da 1,45 a 1,34 (in ulteriore calo dal massimo registrato nell'anno precedente la crisi finanziaria).

**Fig. 99** Negoziazioni di strumenti finanziari derivati sull'Idem e di titoli azionari sull'Mta  
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nella categoria 'future su indice' sono inclusi i *minifuture* su indice.

Passando al mercato SeDeX gestito da Borsa Italiana sul quale vengono negoziati *covered warrant* e *certificates*, il controvalore degli scambi nel corso del 2013 è aumentato del 70 per cento circa, passando da circa 10 a oltre 16 miliardi di euro, con una significativa ripresa dopo due anni negativi e la drastica contrazione conseguente alla crisi finanziaria del 2008 (Tav. 3).

Il numero delle emissioni in essere, invece, è aumentato dell'8 per cento circa, per effetto del saldo fra nuove emissioni ed emissioni scadute.

**Tav. 3** *Covered warrant* e *certificates* quotati sul SeDeX  
(valori monetari in miliardi di euro)

	numero di emissioni			controvalore degli scambi
	in essere <sup>1</sup>	nuove <sup>2</sup>	scadute <sup>3</sup>	
2007	4.408	7.609	7.848	88,8
2008	3.192	6.148	7.364	22,8
2009	3.289	4.029	3.625	10,2
2010	3.343	3.506	3.454	12,7
2011	3.880	4.769	4.232	11,3
2012	4.759	4.917	4.038	9,6
2013	5.140	5.425	5.044	16,3

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. <sup>1</sup> Dati a fine anno. <sup>2</sup> Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. <sup>3</sup> Emissioni scadute nel corso dell'anno. Il dato include gli strumenti revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale.

Anche nel 2013 la categoria più rilevante degli strumenti è costituita dai *covered warrant plain vanilla*, che rappresentano il 70 per cento

circa delle emissioni in essere a fine anno e il 39 per cento degli scambi; seguono gli *investment certificates* (rispettivamente, con il 18 e il 25 per cento circa) e i titoli a leva (con l'11 e il 36 per cento circa), mentre resta marginale la categoria degli strumenti esotici (Tav. 4).

Nel 2013, a fronte di una sostanziale stabilità degli scambi relativi ai titoli *plain vanilla*, si è assistito a un rimarchevole interesse per la categoria degli strumenti *leverage* (con scambi più che quintuplicati rispetto al 2012), in particolare per talune tipologie a leva fissa aventi come sottostante l'indice Ftse Mib e replicanti la *performance* giornaliera dell'indice di riferimento con un effetto leva pari anche a sette volte.

**Tav. 4** Tipologie di *covered warrant* e *certificates* quotati sul SeDeX  
(situazione al 31 dicembre; valori monetari in miliardi di euro)

segmento e categoria	plain vanilla		investment		leverage		esotici		totale	
	numero di emissioni	controvalore scambi	numero di emissioni	controvalore scambi	numero di emissioni	controvalore scambi	numero di emissioni	controvalore scambi	numero di emissioni	controvalore scambi
2007	2.839	33,2	1.016	53,7	399	1,8	154	0,0	4.408	88,8
2008	1.728	10,2	1.149	11,5	215	1,2	108	0,0	3.200	22,8
2009	1.672	7,1	1.122	2,6	399	0,5	96	0,0	3.289	10,2
2010	1.846	9,7	959	2,4	438	0,6	100	0,0	3.343	12,7
2011	2.176	8,2	1.101	2,2	511	0,9	92	0,0	3.880	11,3
2012	2.935	6,3	1.070	2,3	667	0,9	87	0,0	4.759	9,6
2013	3.575	6,3	941	4,0	546	5,9	78	0,0	5.140	16,3

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

A fronte di tali consistenze, le negoziazioni si concentrano però solo su un numero molto limitato di titoli (Tav. 5).

Al riguardo, nel 2013 gli scambi relativi ai cinque *covered warrant* più negoziati per ciascuna delle tre categorie più rilevanti (*plain vanilla*, *leverage* e *investment*) rappresentano cumulativamente il 54 per cento circa del controvalore negoziato sul mercato Sedex (37 per cento circa nel 2012).

**Tav. 5** Concentrazione degli scambi sul SeDeX  
(valori percentuali sul totale degli scambi)

categoria	n° titoli più scambiati	percentuale sul controvalore totale negoziato sul SeDeX	
		2012	2013
covered warrant con leverage	5	5,5	31,6
covered warrant plain vanilla	5	29,3	19,8
Investment certificates	5	1,9	2,3
<i>percentuale cumulata degli scambi</i>		<i>36,7</i>	<i>53,8</i>

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, nel 2013 il volume delle negoziazioni sui mercati regolamentati italiani è ritornato complessivamente ai livelli antecedenti la crisi finanziaria del 2008, con una crescita degli scambi pari al 29 per cento circa nell'ultimo anno (da 1.671 a 2.164 miliardi di euro; Tav. 6).

**Tav. 6 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani<sup>1</sup>**  
(miliardi di euro)

	Mts – mercato all'ingrosso dei titoli di Stato	BondVision – mercato all'ingrosso	Mts – mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot <sup>2</sup>	EuroTlx <sup>3</sup>	altri sistemi multilaterali di negoziazione <sup>4</sup>	totale
2007	1.665	664	9	149	25	—	2.512
2008	874	522	1	177	63	—	1.636
2009	745	549	—	229	95	—	1.618
2010	880	560	—	228	94	—	1.762
2011	868	562	—	204	84	25	1.743
2012	567	645	1	321	104	33	1.671
2013	904	804	0	330	90	36	2.164

Fonte: elaborazioni su dati Mts, Borsa Italiana e EuroTlx. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMot. <sup>3</sup> Dal 2010 sistema multilaterale di negoziazione EuroTlx. <sup>4</sup> Comprende BondVision Corporate, ExtraMot e Hi-Mtf.

In forte ripresa sono risultati gli scambi sul mercato all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), passati da 567 (minimo decennale) a 904 miliardi di euro nel 2013 (+59 per cento).

Con tale incremento Mts è ritornato a essere il mercato *leader* in termini di scambi di titoli di Stato, sebbene ormai affiancato dall'altro mercato all'ingrosso BondVision, i cui volumi sono cresciuti ancora nel 2013 del 25 per cento (da 645 a 804 miliardi di euro).

Per quanto riguarda il mercato *retail* Mot gestito da Borsa Italiana, dopo il forte aumento registrato l'anno precedente, nel 2013 le negoziazioni sono cresciute in misura molto più contenuta (+3 per cento circa), passando da 321 a 330 miliardi di euro.

## 2 La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione

Nel 2013 è stata portata a termine l'attività di vigilanza sul rispetto da parte delle piattaforme di negoziazione e dei soggetti abilitati degli Orientamenti ESMA sui sistemi e controlli in un ambiente di negoziazione automatizzato (nel prosieguo, Orientamenti), entrati in vigore il 1° maggio 2012.

Al riguardo, nel 2012 con comunicazione 120270714 del 4 aprile 2012 sono stati recepiti gli Orientamenti per le piattaforme di negoziazione soggette alla vigilanza della Consob (mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato) e con specifica comunicazione è stata richiamata l'attenzione sugli adempimenti necessari a dare attuazione a tali Orientamenti. Con comunicazione congiunta Consob-Banca d'Italia del 30 aprile 2012 sono stati, poi, recepiti gli Orientamenti ESMA sui sistemi e controlli per le imprese di investimento in un ambiente automatizzato.

In adempimento alle Comunicazioni sul recepimento degli Orientamenti ESMA, i gestori di mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato e 74 intermediari (banche e Sim) hanno provveduto a trasmettere alla Consob un'autovalutazione del rispetto degli Orientamenti, indicando sia le aree per le quali era già in corso una rivisitazione organizzativa e operativa sia le misure necessarie per far fronte a ulteriori criticità o debolezze e i relativi tempi di realizzazione.

L'analisi della documentazione pervenuta all'Istituto ha fatto emergere una significativa attenzione da parte dei soggetti vigilati verso la predisposizione di misure organizzative, funzionali e operative tese a mitigare i rischi posti da ambienti di negoziazione fortemente automatizzati.

L'attività si è ulteriormente arricchita delle risultanze emerse in sede di accertamenti ispettivi, nell'ambito dei quali sono stati analizzati specifici presidi per verificarne la rispondenza alla *ratio* e al dettato degli Orientamenti, con particolare riferimento ai sistemi e ai controlli predisposti dalle *trading venues* e dai soggetti abilitati nelle aree della *resiliency* dei sistemi di negoziazione, dell'accesso ai mercati, dei controlli pre e post-negoziazione e degli abusi di mercato.

Nel corso del 2013 sono state inoltre effettuate due indagini conoscitive. La prima ha avuto ad oggetto i profili microstrutturali delle piattaforme di negoziazione (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici) ed è stata funzionale, da un lato, a guidare l'attività di vigilanza e, dall'altro, a effettuare una prima valutazione dell'impatto, a livello domestico, delle disposizioni contenute nella revisione della MiFID (Riquadro 4).

La seconda indagine, invece ha riguardato l'esame delle *execution policy* di un campione di intermediari con particolare riguardo ai sistemi di *best execution* dinamica (*smart order routing*), e ha consentito di acquisire elementi informativi utili sia per la vigilanza sugli intermediari sia per la vigilanza sui mercati.

## Riquadro 4

### La ricognizione della microstruttura delle infrastrutture di negoziazione in Italia

L'analisi della microstruttura delle infrastrutture di negoziazione operanti in Italia realizzata dalla Consob nel 2013 ha preso in considerazione le seguenti aree: a) accesso ai mercati; b) modalità di negoziazione adottate; c) regime di trasparenza delle negoziazioni; d) sistemi di controllo delle negoziazioni; e) strutture commissionali (*fee structure*).

In relazione al punto a), i partecipanti alle negoziazioni risultano generalmente appartenere alle seguenti tipologie: banche e SIM italiane; banche e imprese di investimento estere con succursale in Italia (ovvero operanti come *remote member*); operatori diversi ammessi alle negoziazioni ai sensi dell'art. 25, comma 2, del Tuf. In particolare, l'analisi ha evidenziato una significativa presenza di banche e imprese di investimento estere *remote member* nei segmenti Mta, EtfPlus, Idem equity e Miv (gestiti da Borsa Italiana), una rilevante presenza di operatori ammessi alle negoziazioni ai sensi dell'art. 25, comma 2, del Tuf nel sistema multilaterale di negoziazione (Mtf) BondVision Corporate (gestito da Mts) e nel segmento di mercato regolamentato Idex (gestito da Borsa Italiana). I sistemi di internalizzazione sistematica (IS), risultano prevalentemente accessibili ai soli clienti dell'intermediario, e solo in pochi casi ad altri intermediari. Complessivamente, si è inoltre rilevata una sostanziale omogeneità dei requisiti di ammissione e permanenza e delle regole di condotta richiesti ai partecipanti alle negoziazioni dai gestori di mercati regolamentati e Mtf.

Con riferimento al punto b), nei mercati regolamentati e negli Mtf le negoziazioni si svolgono, in generale, secondo le modalità di asta e/o di negoziazione continua. Per quanto riguarda gli IS su azioni, attualmente l'unico gestore utilizza le modalità di asta e negoziazione in continua. Per gli IS su strumenti finanziari diversi dalle azioni (17 gestori), normalmente è prevista l'applicazione diretta delle quotazioni esposte, con prezzi denaro-lettera fermi per tutta la giornata di negoziazione. Gli ordini per quantitativi inferiori al lotto minimo non sono inseribili in procedura, mentre quelli conferiti (limitati o al meglio - *limit* o *market order*) sono incrociati dal sistema ed eseguiti se compatibili con le quantità disponibili. È risultata significativa la presenza di operatori che ponendosi come controparti in acquisto o in vendita garantiscono la liquidità dei titoli negoziati. Le qualifiche assegnate (*market maker*, *specialist*, *liquidity provider*) implicano differenti obblighi di quotazione: in alcuni casi è prevista la compresenza di più tipologie di tali soggetti; in altri, la presenza obbligatoria di almeno una di esse.

In relazione al punto c), ai fini della trasparenza *pre-negoziazione* si prevede che, per ogni strumento finanziario, i gestori forniscano ai partecipanti: i) durante la fase di *pre-asta* di apertura, informazioni aggiornate in tempo reale su prezzi teorici di apertura e quantitativi negoziabili a tali prezzi, oltre alla tempestiva diffusione di

prezzi e quantità delle cinque migliori proposte in acquisto e in vendita e delle quantità presenti in acquisto e in vendita per almeno i cinque migliori livelli di prezzo; ii) durante la fase di negoziazione continua, informazioni in tempo reale relative al *book* di negoziazione. Le informazioni relative al *book* sono diffuse al pubblico in alcuni casi limitatamente ai primi cinque livelli di prezzo e, in altri, con un determinato ritardo rispetto alla conclusione dell'operazione (15 minuti). Un regime particolare è previsto per gli IS: generalmente le informazioni relative al miglior prezzo in acquisto e in vendita con le relative quantità nominali e il dettaglio dell'ultimo contratto concluso sono fornite a richiesta della clientela, mentre le informazioni al pubblico sono, di norma, consultabili in apposite sezioni dei siti internet di ciascun intermediario. Ai fini della trasparenza *post-negoziazione*, ai partecipanti generalmente si garantisce la disponibilità delle informazioni relative all'ultimo contratto negoziato, al volume cumulato degli scambi e il riepilogo dei contratti conclusi per ogni strumento finanziario. Le informazioni al pubblico, di analogo contenuto, sono fornite in genere al termine della giornata di negoziazione e, in ogni caso, prima dell'apertura della giornata successiva; alcuni mercati regolamentati e Mtf prevedono, inoltre, la diffusione di dati mensili aggregati. La maggioranza degli IS provvede a fornire alla clientela, entro l'inizio della giornata successiva di negoziazione, le informazioni relative alle negoziazioni per ogni strumento finanziario avvenute il giorno precedente, mentre di norma i dati relativi al mese precedente sono forniti entro il terzo giorno lavorativo di ogni mese. Per la trasparenza *post-negoziazione* verso il pubblico, le informazioni sono consultabili in apposite sezioni dei siti internet degli intermediari ovvero presso le loro filiali.

Per quanto al punto d), l'analisi ha riguardato in particolare i meccanismi di gestione degli errori (*error trade policies*) e di sospensione automatica delle negoziazioni (*trading halts*) e ha evidenziato una significativa omogeneità negli approcci adottati, pur con taluni elementi specifici legati alla diversa microstruttura dei mercati. Per la gestione degli errori è in genere prevista sia la possibilità di cancellare i contratti conclusi su concorde richiesta motivata dei contraenti sia la cancellazione di operazioni inserite erroneamente. Tutte le *trading venues* prevedono, inoltre, procedure per la sospensione automatica delle negoziazioni al superamento di limiti di variazione dei prezzi, sebbene con caratteristiche calibrate differentemente in relazione alle peculiarità dei singoli mercati.

Infine, in relazione al punto e), nell'ambito degli Mtf si è rilevato che: i) le commissioni di quotazione/ammissione (*listing fee*) includono una componente *uno tantum* e in genere anche dei corrispettivi periodici; ii) le commissioni per l'accesso ai sistemi di negoziazione (*membership fee*) non sono omogenee, ma proporzionate alla complessità del mercato, pur con alcune caratteristiche comuni quali il trattamento diversificato per gli operatori che forniscono liquidità al mercato e per quelli che utilizzano collegamenti più veloci; iii) le commissioni per l'attività di trading (*trading fees*) sono molto articolate, essendo in genere collegate a un corrispettivo annuale di adesione e/o di abbonamento ai singoli mercati, a uno unitario per transazione e a un canone per la fornitura e l'utilizzo dell'infrastruttura di accesso ai mercati.

Per quanto riguarda l'attività di vigilanza regolamentare, nel mese di aprile 2013 la Consob con delibera 18514/2013 ha riconosciuto, ai sensi dell'art. 67, comma 2, del Tuf il mercato di strumenti finanziari derivati 'ICE Futures US', gestito dalla società ICE Futures US Inc, con sede a New York.

L'art. 67, comma 2, del Tuf prevede che la Consob, previa stipula di accordi con le corrispondenti autorità di vigilanza, possa riconoscere mercati esteri di strumenti finanziari, diversi da quelli riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario, al fine di estenderne l'operatività sul territorio italiano.

L'autorità competente a vigilare sul mercato ICE Future US è la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), autorità di controllo dei mercati derivati degli Stati Uniti, con la quale la Consob ha stipulato, l'11 settembre 2000, un accordo di cooperazione, a integrazione di un precedente accordo del 22 giugno 1995, per le specifiche finalità del reciproco riconoscimento di mercati di strumenti finanziari derivati. Il mercato ICE Future US è riconosciuto dalla CFTC come 'Designated Contract Market', che rappresenta la tipologia di mercato di strumenti finanziari soggetta al più elevato regime di regolamentazione ai sensi del Commodity Exchange Act (CEA).

Nel mese di maggio 2013 la società di gestione del mercato estero 'e-cbot', già riconosciuto ai sensi dell'art. 67, comma 2, del Tuf con delibera 14648 del 15 luglio 2004, ha comunicato alla Consob di aver modificato la denominazione del mercato stesso in 'CBOT'. La Consob ne ha preso atto e ha provveduto, con delibera 18621/2013, ad aggiornare l'elenco dei mercati esteri riconosciuti ai sensi dell'art. 67, comma 2, del Tuf.

Nel 2013 la Commissione ha svolto un'intensa attività di vigilanza sulle modifiche apportate da Borsa Italiana Spa al Regolamento dei mercati gestiti e organizzati dalla stessa società di gestione e alle relative Istruzioni.

Nel febbraio 2013 la Commissione ha espresso il proprio assenso alle modifiche alle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa riguardanti il mercato Idem, approvate dal consiglio di amministrazione della società in data 31 gennaio 2013.

Nel mese di aprile 2013, in occasione dell'approvazione di un significativo corpus di modifiche statutarie e regolamentari, la Commissione ha assentito alle altre modifiche alle Istruzioni al Regolamento riguardanti il Mercato Idem, riguardanti: l'introduzione nel segmento Idex dei contratti *future* sull'energia elettrica di profilo *peakload* e di una nuova scadenza dei contratti *future* sull'energia di profilo *baseload* (contratti *future* su energia già in negoziazione) e la definizione degli obblighi degli operatori *market maker* sui contratti *future* su energia elettrica; l'introduzione dei contratti *future* su dividendi (*dividend futures* su azioni) e la definizione degli obblighi di quotazione degli operatori *market maker* e specialisti sul nuovo contratto.

Con decisione del 17 aprile 2013 la Commissione ha approvato un ampio pacchetto di modifiche deliberate dall'assemblea ordinaria di Borsa Italiana Spa in data 6 marzo 2013 concernenti lo Statuto e il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, rispettivamente ai sensi dell'art. 73, comma 3, e 63, comma 2, del Tuf.

Tali modifiche hanno avuto ad oggetto, in particolare, le modalità di approvazione e modifica del Regolamento disciplinante l'organizzazione e la gestione del mercato e delle Istruzioni. La competenza primaria in materia di Regolamento è stata attribuita al consiglio di amministrazione, riconoscendo in ogni caso in capo all'assemblea una competenza residuale, attivabile ove ritenuto opportuno dal consiglio di amministrazione, nei casi necessari. Per le Istruzioni, il potere di adottare le modifiche è stato attribuito all'amministratore delegato, con la previsione dell'obbligo di darne informativa al consiglio di amministrazione alla prima riunione utile.

Tra le ulteriori modifiche apportate al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, si segnala l'introduzione di una nuova modalità di accesso al mercato (cosiddetto 'accesso sponsorizzato'), che consente agli operatori di inoltrare direttamente al mercato gli ordini dei propri clienti senza che questi siano validati dalla struttura tecnologica interna utilizzata dell'operatore stesso (ma sempre tramite il suo identificativo di negoziazione); la semplificazione dell'iter di quotazione sul Mercato Mta per gli emittenti che partecipano al progetto 'Elite' (programma di formazione per le Pmi, avviato da Borsa Italiana nel 2011 in collaborazione con Ministero dell'Economia e delle Finanze, Confindustria, Università Bocconi e Fondo Italiano d'Investimento) con la previsione di deroghe in materia di competenze di Borsa Italiana in materia di ammissione, del ruolo e delle responsabilità dello *sponsor* nella quotazione di azioni e di riduzione dei tempi della procedura di ammissione a quotazione; la previsione di alcune modifiche nel segmento Star al fine di rafforzare ulteriormente gli standard di trasparenza societaria delle società appartenenti al citato segmento; la modifica della procedura di accertamento delle violazioni da parte di Borsa Italiana. Tra le altre cose si è provveduto a configurare l'invito al rispetto delle regole come un provvedimento disciplinare e a prevedere una comunicazione periodica e riepilogativa alla Consob in merito a tali provvedimenti; a innalzare la soglia dell'importo massimo delle pene pecuniarie da 100 mila euro a 500 mila euro e, infine, a modificare la disciplina della pubblicità della pena, collegandola a una valutazione da parte di Borsa Italiana della ricorrenza di finalità di tutela del mercato.

Nei mesi di luglio e settembre 2013 la Commissione ha espresso l'assenso ad alcune ulteriori modifiche alle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa aventi a riferimento i mercati Mot e Idem approvate, rispettivamente, in data 14 giugno 2013 e 22 luglio 2013.

Per il Mot, le modifiche hanno ad oggetto l'estensione al segmento EuroMot del servizio di compensazione e garanzia, incluse le modalità di rettifica e le procedure di esecuzione coattiva dei contratti. Per il Mercato Idem, le novità hanno riguardato l'ammissione a negoziazione di contratti *future* su azioni negoziate in mercati regolamentati italiani con liquidazione per differenziale (contratti *future* aventi ad oggetto singole azioni ammesse a negoziazione in mercati regolamentati europei e appartenenti ai primari indici finanziari); la definizione di nuovi obblighi dei *market maker* per i contratti di opzione su azioni e *future* su azioni; l'estensione della disciplina di esclusione dalle negoziazioni applicabile ai contratti per i quali non sia più garantita la regolare formazione dei prezzi ai contratti *dividend future* su azioni; la revisione della disciplina della conclusione dei contratti *block trades* per i contratti *future* e di opzione sull'indice Ftse Mib.

Con decisione del 25 settembre 2013 la Commissione ha rilasciato, inoltre, l'assenso alle modifiche alle Istruzioni approvate dal consiglio di amministrazione di Borsa Italiana Spa il 25 luglio 2013 le quali, da un lato, hanno specificato le modalità di funzionamento della fase di negoziazione al prezzo di asta di chiusura (oggetto di approvazione nel mese di aprile 2013) e, dall'altro, hanno riguardato il mercato EtfPlus.

In particolare tali modifiche hanno specificato il funzionamento della fase di negoziazione al prezzo di asta di chiusura, la quale inizia al termine della fase di asta di chiusura: mentre per i primi quattro minuti è possibile immettere, modificare e cancellare le proposte con un limite di prezzo qualunque (anche non compatibile con il prezzo di asta di chiusura), nella successiva fase dell'esecuzione dei contratti possono essere immessi soltanto ordini con limite di prezzo pari al prezzo di asta di chiusura. Nella stessa occasione, inoltre, è stata approvata l'ammissione alle negoziazioni nel mercato EtfPlus degli Oicr aperti conformi alla Direttiva UCITS, con la previsione di specifiche modalità di negoziazione.

Nel mese di marzo del 2013 la Consob ha proceduto all'approvazione delle modifiche al Regolamento del Mercato telematico delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati (*Mts Corporate*) previo parere favorevole rilasciato dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 63, comma 3, del Tuf.

Dette modifiche, approvate dall'assemblea di Mts Spa il 14 dicembre 2012, hanno avuto ad oggetto l'integrazione dei requisiti di ammissione di alcuni operatori al fine di tener conto del recepimento degli Orientamenti ESMA in materia di trading automatizzato.

Analoghe modifiche sono state approvate dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, previo parere della Consob e della Banca d'Italia ai sensi dell'art. 66, comma 1, del Tuf e dell'art. 7, comma 3, del d.m. 216/2009, al Regolamento del mercato all'ingrosso di titoli di Stato gestito da Mts Spa e quello del Mercato BondVision per la negoziazione via internet all'ingrosso di Titoli di Stato.

Nel mese di settembre 2013, si è perfezionata l'operazione di acquisizione da parte di Borsa Italiana del 70 per cento del capitale sociale di EuroTlx Sim Spa.

Nel corso del 2013, inoltre, Borsa Italiana ha istituito un nuovo segmento nell'ambito del sistema ExtraMot, per offrire alle società italiane un mercato nazionale in cui cogliere le opportunità e i benefici fiscali derivanti dal nuovo quadro normativo introdotto dal decreto legge 83/2012. Nel nuovo segmento, denominato ExtraMot Pro, riservato agli Investitori Professionali, sono negoziate cambiali finanziarie, obbligazioni *corporate*, strumenti partecipativi, *project bonds* e strumenti del mercato monetario.

Nel corso dell'anno la Consob ha condotto 22 istruttorie per le modifiche intervenute nelle regole di funzionamento degli Mtf e 5 istruttorie per quelle intervenute nelle regole di funzionamento degli internalizzatori sistematici, finalizzate alla verifica di conformità delle stesse agli indirizzi comunitari.

A fine 2013 i sistemi di internalizzazione attivi risultano pari a 18 (di cui 17 relativi a strumenti diversi dalle azioni ammesse a negoziazione in un mercato regolamentato comunitario e uno relativo ad azioni e contratti finanziari differenziali). Nel corso dell'anno la Consob ha ricevuto la comunicazione della cessazione dell'attività di internalizzazione sistematica in azioni quotate sia italiane sia estere da parte del rispettivo gestore.

Nei 17 sistemi di internalizzazione attivi nel settore degli strumenti finanziari diversi dalle azioni risultano ammessi alla negoziazione circa 2.500 strumenti finanziari, la maggior parte dei quali rappresentata da titoli di Stato e obbligazioni proprie o emesse da società del gruppo; circa il 91 per cento dei suddetti strumenti finanziari fa capo a sei sistemi di internalizzazione. Nel listino dell'unico internalizzatore sistematico attivo su azioni e contratti finanziari differenziali risultano negoziate 41 azioni, ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati, e 428 contratti finanziari differenziali.

Nel 2013 è proseguita l'attività di vigilanza sull'adempimento degli obblighi di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione. È altresì proseguita l'attività di verifica della correttezza delle informazioni trasmesse in osservanza degli obblighi di *transaction reporting*, con particolare riferimento al monitoraggio della tempestività e della correttezza delle segnalazioni pervenute all'Istituto. I controlli hanno fatto emergere casi di omessa o non corretta segnalazione, a fronte dei quali si è dato impulso a procedimenti sanzionatori nei confronti dei soggetti ritenuti responsabili (si veda il Capitolo V *'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'*).

### 3 La vigilanza sulla trasparenza delle negoziazioni

L'attività di vigilanza si è basata, come di consueto, sulla verifica costante di potenziali anomalie informative suscettibili di alterare il regolare andamento delle negoziazioni. Numerosi interventi sono stati adottati nei confronti degli emittenti per ripristinare l'integrità informativa del mercato, soprattutto in corrispondenza di vicende societarie particolarmente complesse o relative a situazioni di difficoltà finanziaria.

In particolare, nel 2013 sono stati effettuati 63 interventi, ai sensi degli articoli 114, comma 5, e 115, commi 1 e 2, del Tuf, relativi a 33 emittenti. Per un puntuale resoconto dell'attività di vigilanza in materia si veda il Capitolo II *'La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione'*.

Le richieste ai sensi dell'art. 114, comma 5, del Tuf, complessivamente pari a 26, hanno riguardato 17 emittenti quotati e sono state motivate sia dalla necessità di rendere più completa l'informazione a disposizione del pubblico sia, in taluni casi, dall'andamento anomalo dei titoli. In particolare, in alcuni casi è stata richiesta la diffusione di ulteriori informazioni rispetto a quelle contenute nei comunicati stampa degli stessi emittenti e in altri l'integrazione e il commento di notizie pubblicate da organi di stampa (quotidiani, agenzie di stampa e siti internet).

Le richieste ai sensi dell'articolo 115, commi 1 e 2, del Tuf, complessivamente pari a 37, hanno riguardato 21 emittenti (di cui tre con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante). In particolare, in 4 casi è stata disposta la convocazione di un rappresentante legale della società, in 31 casi sono stati richiesti ulteriori dati e informazioni e in due casi sono state chieste informazioni finalizzate all'individuazione dei responsabili degli obblighi informativi per l'eventuale avvio di un procedimento sanzionatorio.

Nel corso del 2013 la Commissione ha accolto solo uno dei due reclami motivati, trasmessi ai sensi dell'art. 114, comma 6, del Tuf, con i quali era stata chiesta la sospensione temporanea degli obblighi di comunicazione. L'Istituto ha, inoltre, ricevuto 7 comunicazioni di ritardo di diffusione di informazioni da parte di emittenti quotati, intenzionati ad avvalersi della facoltà prevista dall'art. 114, comma 3, del Tuf.

La vigilanza si è avvalsa del costante monitoraggio dei comunicati diffusi al pubblico, del relativo impatto sulle quotazioni e della coerenza con le notizie diffuse da organi di informazione. È stato svolto, inoltre, un costante monitoraggio delle informazioni veicolate attraverso internet (siti specializzati, *blog*, *forum* e *social network*) concernenti gli emittenti strumenti finanziari quotati o diffusi.

Tale attività è stata intensificata in occasione di andamenti anomali delle quotazioni, in prossimità di eventi societari di rilievo e nell'ambito di istruttorie

preliminari per ipotesi di abusi di mercato. L'analisi delle notizie e delle discussioni presenti nella rete consente di individuare in modo più integrato il contesto informativo relativo agli emittenti e di esaminarne la correttezza e completezza rispetto alle notizie diffuse al pubblico. Anche su tale aspetto della vigilanza per una più dettagliata esposizione delle iniziative poste in essere dalla Consob si veda il Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'.

#### 4 La vigilanza sul *post trading* e sui derivati Otc

Nel mese di agosto 2013 la Consob ha rilasciato l'intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione delle modifiche al Regolamento della Cassa di Compensazione e Garanzia volte a estendere il servizio di controparte centrale ai mercati sui quali è previsto il regolamento presso i depositari centrali internazionali Euroclear Bank e Clearstream Banking Luxembourg. Tale servizio - che ha previsto l'istituzione, da parte della Cassa, di un comparto *ad hoc* - è stato attivato negli ultimi mesi del 2013 per EuroMot, ExtraMot, Hi-Mtf ed EuroTlx su titoli obbligazionari che regolano in Euro presso i citati sistemi esteri.

A fine 2013 la Consob è stata chiamata a partecipare al collegio di autorità istituito per l'autorizzazione, ai sensi di EMIR, della Cassa di Compensazione e Garanzia, in quanto autorità nazionale competente, insieme alla Banca d'Italia, per l'autorizzazione e la vigilanza sulle controparti centrali italiane. La Consob partecipa altresì a quattro collegi per l'autorizzazione di altrettante Ccp europee (la tedesca Eurex Clearing AG, la francese LCH.Clearnet SA, l'inglese LCH.Clearnet Ltd, l'olandese EuroCCP NV).

EMIR prevede che la prestazione di servizi di *clearing* da parte di una controparte centrale possa essere effettuata solo previo ottenimento di una specifica autorizzazione. Tale autorizzazione viene rilasciata dalle autorità nazionali competenti dello Stato membro in cui la controparte centrale è stabilita. Le norme EMIR in materia di autorizzazione si applicano altresì alle CCP già operanti al livello europeo, alle quali è stato richiesto di presentare domanda entro il 15 settembre 2013 (6 mesi dalla data di entrata in vigore degli standard tecnici).

Nel corso del 2013 la Consob e la Banca d'Italia hanno completato l'attività di verifica sulla conformità di Monte Titoli alle 19 raccomandazioni per i sistemi di regolamento emanate dal Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) e dal *Committee of European Securities Regulators* (CESR). Una sintesi dell'*assessment*, dal quale emerge una piena conformità per ciascuna delle suddette raccomandazioni, è pubblicata sui siti internet della Consob e della Banca d'Italia.

Il testo emanato dal SEBC/CESR (*Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union*) è composto da 19 raccomandazioni specifiche per i sistemi di regolamento (compresi i depositari centrali), e da 15 raccomandazioni indirizzate alle controparti centrali. Le raccomandazioni si rivolgono alle autorità pubbliche europee e intendono promuovere sistemi di regolamento e controparti centrali che siano efficienti, competitivi, affidabili e sicuri, in un contesto armonizzato a livello europeo, seppure sulla base di raccomandazioni aventi natura non vincolante.

Nel 2012, in risposta alla crisi finanziaria globale, il *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS) della Banca per i Regolamenti Internazionali e il Comitato Tecnico dell'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) hanno pubblicato i Principi per le infrastrutture dei mercati finanziari quali standard internazionali per la supervisione dei sistemi di pagamento di rilevanza sistemica, dei depositari centrali e sistemi di regolamento titoli, delle controparti centrali e dei repertori di dati.

Nel secondo trimestre del 2013 il CPSS-IOSCO ha avviato un'attività di monitoraggio dello stato di implementazione dei Principi nei diversi paesi. In tale contesto, l'Italia risulta allineata con gli altri paesi dell'Eurosistema.

I principi si pongono l'obiettivo di rafforzare la resilienza delle infrastrutture di mercato in caso di crisi di ampia portata. Essi sono raggruppati per macro-categorie di rischi o aspetti relativi all'operatività delle infrastrutture cui si rivolgono: aspetti organizzativi, gestione del rischio di credito e di liquidità, regolamento, depositari centrali e sistemi di regolamento, gestione del *default* di un partecipante, rischio di impresa e operativo, accesso, efficienza, trasparenza.

I principi innalzano i requisiti per la gestione dei rischi e per la trasparenza nei confronti degli utenti, oltre a prestare specifica attenzione alle condizioni di accesso dei partecipanti, anche di quelli indiretti. Essi sono completati da cinque responsabilità assegnate alle autorità finanziarie, al fine di assicurare una disciplina e una supervisione efficace delle infrastrutture di mercato.

La verifica nei confronti di Monte Titoli è stata l'ultima effettuata sulla base delle Raccomandazioni ESCB/CESR. Dal 2014, infatti, i Principi per le infrastrutture dei mercati finanziari e la connessa metodologia di valutazione sono adottati quali standard di riferimento dalla Banca d'Italia e dalla Consob nell'esercizio delle rispettive funzioni. Essi sono complementari alla normativa europea e nazionale applicabile ai soggetti vigilati.

Il 4 settembre 2013 è entrata in vigore la legge 97/2013, recante disposizioni per l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione Europea, che è intervenuta sul Tuf, introducendo tra

l'altro un articolo 4-*quater*, rubricato "Individuazione delle autorità nazionali competenti ai sensi del Regolamento (UE) 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012" (EMIR) e un articolo 193-*quater*, rubricato "Sanzioni amministrative pecuniarie relative alla violazione delle disposizioni previste dal Regolamento (UE) 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012". Ai sensi dell'attuale articolo 4-*quater* del Tuf, la Consob è l'autorità competente sulle 'controparti non finanziarie' (Cnf) (che sono definite da EMIR come tutte le imprese 'diverse dalle controparti finanziarie e dalle controparti centrali').

Per quanto riguarda l'individuazione delle autorità competenti sulle controparti finanziarie – tra cui ricadono Sim, Oicr armonizzati e le Sgr che li gestiscono e fondi gestiti da gestori di fondi alternativi (GEFIA) – EMIR non richiede una designazione espressa da parte degli Stati membri ma procede a una identificazione *per relationem* facendo riferimento alle autorità competenti ai sensi della disciplina comunitaria di settore relativa a ciascuna categoria.

Con EMIR la vigilanza della Consob viene così non solo ad abbracciare una diversa sfera di operatività di soggetti già vigilati, ma vede soprattutto accrescersi il numero di questi ultimi e diversificarsi la loro natura, dal momento che ricade nella definizione di controparte non finanziaria qualsiasi impresa diversa da una controparte finanziaria e da una controparte centrale.

Nel corso del 2013 la Consob ha sviluppato diverse iniziative di natura divulgativa e di sensibilizzazione dei soggetti interessati alle nuove tematiche regolatorie.

Con l'entrata in vigore di un numero già significativo degli obblighi previsti da EMIR è stata anche avviata l'attività di vigilanza. Con riferimento all'obbligo di *reporting*, il Regolamento prevede che le controparti di un contratto derivato siano identificate con un unico codice. Il codice utilizzato a livello internazionale e anche da EMIR è il *legal entity identifier* (LEI). L'attribuzione di tale identificativo a ciascun soggetto intende promuovere la trasparenza delle controparti nelle transazioni e migliorare la gestione del rischio sia a livello di impresa sia a livello di sistema (Riquadro 5).

Al riguardo, nel 2013 Consob e Banca d'Italia hanno indicato Unioncamere quale ente incaricato del rilascio dei codici identificativi LEI e, nel mese di febbraio 2014, si è conclusa positivamente la procedura di omologazione (*endorsement*) dell'ente italiano quale *pre-LOU* (*local operating unit*) del sistema LEI. L'avvenuta omologazione di Unioncamere comporta che i codici rilasciati dalla medesima possono essere utilizzati ai fini degli obblighi di *reporting* ai sensi della normativa EMIR.

## Riquadro 5

### Il codice identificativo LEI (*legal entity identifier*)

I lavori per la creazione del Sistema di identificazione LEI sono stati avviati nel gennaio 2012 attraverso la costituzione di un Gruppo di lavoro coordinato dal *Financial Stability Board*, su mandato dei Capi di Stato e di Governo del G20, e costituito da esperti provenienti dalle Autorità di regolamentazione di circa 30 paesi. Per l'Italia partecipano ai lavori Consob e Banca d'Italia.

Il sistema LEI consente di identificare in maniera univoca, su scala mondiale, i partecipanti (*entities*) a una transazione finanziaria attraverso l'assegnazione di un codice. Al codice sono associati i dati anagrafici (ragione sociale, sede legale, sede operativa, numero di iscrizione al registro, etc.) utili per l'identificazione univoca dei soggetti.

I profili che qualificano il LEI sono l'unicità (ciascuna entità avrà uno e un solo codice); l'esclusività (ciascun codice dovrà riferirsi a una e una sola entità); l'economicità (il corrispettivo per l'ottenimento dell'identificativo è fissato a un livello modesto e non può rappresentare una barriera all'acquisizione di un LEI); l'accessibilità (i codici LEI e le informazioni a essi associate sono accessibili a tutti, senza spese e senza restrizioni); l'apertura (possono partecipare le Autorità di regolamentazione che ne condividono la missione e gli obiettivi); la flessibilità (in grado di adattarsi alle specificità delle singole giurisdizioni e alla evoluzione dei mercati finanziari); l'espandibilità (per incorporare ulteriori informazioni sulle singole entità, in particolare sulla struttura proprietaria e sull'appartenenza a gruppi societari).

Il modello di *governance* del sistema LEI opera su tre livelli, che includono: un organo di regolazione e supervisione del sistema (*Regulatory Oversight Committee*), cui partecipano Autorità di regolamentazione di oltre 30 paesi, tra cui Consob e Banca d'Italia; una struttura operativa centrale (*Central Operating Unit*) per la direzione uniforme del sistema e per la gestione del database centrale di tutti i LEI assegnati e i corrispondenti dati anagrafici; unità operative locali (*Local Operating Units*), che a livello territoriale possono assegnare i codici LEI alle entità che ne fanno richiesta.

I codici LEI rilasciati dagli enti operativi locali riconosciuti dal *Regulatory Oversight Committee* possono essere utilizzati come codici identificativi delle controparti nell'ambito degli obblighi di *reporting* in vigore nei paesi che aderiscono al sistema LEI. Il codice LEI è già indicato, in molte giurisdizioni, come codice da utilizzare per le segnalazioni dei contratti derivati conclusi ai cosiddetti repertori di dati.

## 5 La vigilanza sulle vendite allo scoperto

Dal 1° novembre 2012 ha trovato applicazione il Regolamento UE 236/2012 in materia di vendite allo scoperto, che ha introdotto in maniera uniforme a livello UE l'obbligo di *reporting* delle posizioni nette corte su azioni e titoli di Stato e il divieto di effettuare vendite allo scoperto su tali strumenti senza provvista di titoli garantita (cosiddette vendite allo scoperto *naked* o *nude*).

Il Regolamento prevede, inoltre, la possibilità di adottare divieti eccezionali alle vendite allo scoperto e/o alle posizioni nette corte al verificarsi di determinate condizioni di stress del mercato. Sono altresì previste esenzioni per le attività di *market making* su azioni e titoli di Stato e di *primary dealers* su titoli di Stato.

In ambito nazionale, è stata prevista una ripartizione delle competenze fra Consob, Banca d'Italia e Ministero dell'Economia. In particolare, Consob è l'unica autorità competente con riferimento alle azioni e per i rapporti con le altre autorità dell'UE; Consob e Banca d'Italia sono le autorità competenti per la vigilanza sulle vendite allo scoperto su titoli di Stato; il Ministero, su proposta della Banca d'Italia, sentita la Consob, è l'autorità responsabile dell'esercizio dei poteri eccezionali previsti dal Regolamento per i titoli di Stato. Al fine di coordinare l'attività su titoli di Stato fra le tre Autorità italiane, il 13 aprile 2013 è stato sottoscritto un protocollo d'intesa.

Con riguardo al regime delle esenzioni, risultano autorizzati dalle autorità italiane a beneficiare delle esenzioni per le attività di *market making* 17 intermediari nazionali. Sono invece esentati in qualità di *primary dealer* su titoli di Stato italiani 20 intermediari, in maggioranza esteri.

Nel corso del 2013, la Commissione ha deciso in nove occasioni di vietare in via eccezionale le vendite allo scoperto su singoli titoli azionari italiani, ai sensi dell'art. 23 del citato Regolamento, a causa delle rilevanti diminuzioni di prezzo verificatesi. Tali divieti hanno avuto una durata limitata a pochi giorni.

A livello europeo, solo l'autorità portoghese ha adottato, in una occasione, un analogo divieto su singoli titoli. Nel corso del 2013 Spagna e Grecia hanno ritirato i divieti eccezionali di lunga durata sui titoli del settore finanziario adottati durante le fasi più acute della crisi del debito sovrano; la Consob ha già provveduto al ritiro nel 2012 a fronte del miglioramento delle condizioni di mercato.

Per quanto concerne le posizioni nette corte, nel corso del 2013 sono state ricevute circa 3.000 notifiche su azioni. Le posizioni nette corte su azioni italiane hanno rappresentato, in media, l'1,3 per cento della capitalizzazione dell'indice Ftse Mib.

## 6 La vigilanza sulle società di rating

Nel corso del 2013 l'Istituto ha proseguito l'attività di vigilanza sulla diffusione dei giudizi di rating, monitorandone gli effetti sul mercato.

I controlli hanno riguardato modalità e tempistica di diffusione dei rating e degli *outlook*, coerenza e trasparenza dei criteri valutativi utilizzati e degli elementi alla base di giudizi e *outlook*, nonché prevenzione e trasparenza dei possibili conflitti di interessi.

Sono stati segnalati all'ESMA, ai sensi dell'art. 31 del Regolamento 1060/2009, come successivamente modificato, alcuni casi per i quali sono stati rilevati elementi che possono configurare un'eventuale violazione della normativa europea e che concernono l'elaborazione e la diffusione di giudizi di rating e di *outlook* sia sul debito sovrano italiano sia su un emittente quotato.

In particolare, con riferimento a un *credit watch* negativo emesso da una primaria agenzia di rating su un emittente quotato, si è provveduto a segnalare all'ESMA, ai fini dell'adozione di eventuali ulteriori azioni di vigilanza e di *enforcement*, alcuni profili di criticità relativi ai seguenti aspetti: i) indicazione dei fattori fondamentali alla base del *credit watch*; ii) coerenza nell'applicazione delle metodologie di valutazione; iii) accuratezza nell'analisi di tutte le informazioni disponibili e rilevanti.

Inoltre, con riferimento ad alcuni casi di possibili violazioni, tra cui quello menzionato, è stata verificata la correttezza del quadro informativo e dell'operatività posta in essere sul mercato in corrispondenza della diffusione dei relativi giudizi di rating o di *outlook*, al fine di individuare comportamenti che potessero integrare eventuali ipotesi di abuso di mercato.

La Consob ha anche intensificato la vigilanza sulla produzione e diffusione di raccomandazioni di investimento, anche attraverso l'individuazione e l'utilizzo di parametri e criteri di significatività, con riferimento sia all'informativa sia agli effetti sul mercato e sull'operatività sui titoli coinvolti, allo scopo di individuare segnali di condotte manipolative o di sfruttamento dell'informazione privilegiata collegate alla diffusione di tali raccomandazioni. Il monitoraggio è stato finalizzato anche alla verifica della correttezza delle informazioni presenti nelle raccomandazioni di investimento e dell'indicazione di eventuali conflitti di interessi.

Inoltre, allo scopo di ridurre le asimmetrie informative presenti sul mercato in corrispondenza di notizie sui contenuti di una raccomandazione già diffusa a investitori qualificati e di sensibili variazioni del prezzo degli strumenti finanziari oggetto della ricerca, la Consob ha esercitato, in otto casi, i poteri di cui al comma 2 dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti richiedendo ai soggetti abilitati la pubblicazione della raccomandazione di investimento.

## 7 La prevenzione e la repressione degli abusi di mercato

Nel corso del 2013, nell'ambito delle attività di vigilanza tese alla prevenzione degli abusi di mercato, la Consob ha ultimato una ricognizione sulle procedure interne adottate dagli emittenti quotati per la tenuta della confidenzialità delle informazioni privilegiate, con particolare riferimento alla gestione delle informazioni privilegiate, comunicazione delle operazioni poste in essere da soggetti rilevanti (*internal dealing*) e tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate.

L'analisi ha evidenziato che gli emittenti quotati italiani sono consapevoli della rilevanza di tali misure per la prevenzione di abusi di mercato e della necessità di dotarsi di adeguate procedure; sussistono, tuttavia, alcune aree di miglioramento (Riquadro 6).

Ad esito della ricognizione svolta, al fine di sollecitare gli emittenti alla cura delle aree procedurali più deboli, la Consob procederà a rivisitare la comunicazione 6027054 del 28 marzo 2006, tenendo conto anche delle revisioni in corso della normativa europea sugli abusi di mercato, che dovrebbero tuttavia lasciare sostanzialmente invariato l'impianto delle misure di prevenzione.

Inoltre, anche la società di gestione del mercato e le associazioni di categoria interessate hanno condiviso l'utilità dell'iniziativa e si sono impegnate a realizzare attività di *moral suasion*.

La prevenzione di fenomeni di abuso di mercato si è avvalsa anche dei flussi informativi riguardanti l'operatività degli emittenti sui propri titoli (*buy back*) e l'*internal dealing*, in quanto tale operatività può contribuire a creare le condizioni per la messa in opera di condotte illecite e la determinazione artificiale del prezzo di un titolo.

Con riferimento alle operazioni di *buy back*, nel 2013 gli emittenti azioni quotate hanno trasmesso alla Consob 371 comunicazioni (484 nel 2012) in merito a operazioni di compravendita sui propri titoli. La diminuzione nel numero delle comunicazioni inviate è conseguente a quanto disposto dalla delibera Consob 18214 del 9 maggio 2012, che ha esentato gli emittenti dal comunicare l'operatività su propri titoli per controvalori mensili inferiori a euro 100 mila.

Nel 2013 l'accertamento degli abusi di mercato è ricorso, come di consueto, allo strumento delle indagini preliminari, al fine di giungere a una più efficace e rapida selezione delle ipotesi di abuso da approfondire in una successiva fase istruttoria.

In particolare, l'Istituto ha ricevuto 231 segnalazioni di operazioni sospette (a fronte di 208 nel 2012), di cui 184 provenienti da soggetti vigilati italiani (intermediari e società di gestione di mercati ed Mtf).

## Riquadro 6

### L'esame delle misure di prevenzione degli abusi di mercato adottate dagli emittenti italiani

Nel dicembre 2013 la Consob ha terminato l'attività di ricognizione effettuata nel biennio 2012-2013 sulle procedure interne adottate da un campione di emittenti quotati per i) la gestione delle informazioni privilegiate, ii) la comunicazione delle operazioni poste in essere da soggetti rilevanti (*internal dealing*) e iii) la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate.

Nel corso di tali iniziative sono intercorsi frequenti contatti informali con Borsa Italiana Spa, Assonime, Assosim e gli emittenti stessi, che hanno contribuito a migliorare le procedure da questi adottate. Tra i principali elementi di interesse, le modalità di attuazione da parte degli emittenti delle disposizioni previste nell'art. 114 del Tuf in materia di gestione delle informazioni privilegiate presentano sensibili aree di miglioramento. Inoltre, non tutte le procedure sono risultate aggiornate alle più recenti novità regolamentari sulla materia, specie con riferimento all'eliminazione dell'obbligo di commento ai *rumours* (delibera Consob 18214 del 9 maggio 2012) e al diverso computo della soglia di controvalore (5.000 euro) oltre la quale sorgono gli obblighi in materia di *internal dealing* (delibera Consob 18079 del 20 gennaio 2012). Tali aspetti non hanno presentato peraltro rilevanti profili di criticità.

Per quanto riguarda la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, è emerso che le procedure esaminate dovrebbero specificare meglio le categorie di persone da iscrivere nel registro, con riferimento ai soggetti diversi dai membri degli organi di amministrazione e controllo di un emittente e, in particolare, ai soggetti che dovrebbero essere iscritti nel registro degli insider in via occasionale. I compiti assegnati al soggetto (o alla funzione) preposti alla gestione del registro dovrebbero essere indicati in maniera più analitica, per il miglior aggiornamento del registro stesso. Il meccanismo di 'autodenuncia', ai fini dell'iscrizione nel registro dei soggetti che hanno accesso a informazioni privilegiate, dovrebbe essere accompagnato da ulteriori criteri per l'individuazione e selezione dei soggetti da inserire nel registro. Le anomalie riscontrate, sebbene aumentino i rischi di un non corretto adempimento delle prescrizioni normative, non prefigurano, singolarmente, violazioni della disciplina.

Con riferimento agli obblighi di comunicazione dell'operatività posta in essere dai soggetti rilevanti, sono risultate carenti sia le modalità relative all'identificazione dei dirigenti da sottoporre a tali obblighi informativi, diversi da quelli che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo dell'emittente, sia le modalità con le quali i soggetti rilevanti vengono informati degli obblighi a cui sono sottoposti. È risultato sporadico, inoltre, il richiamo alla necessità che questi ultimi rendano consapevoli le persone a loro strettamente legate della sussistenza di obblighi informativi a loro carico. In generale le procedure esaminate, sebbene migliorabili, non hanno tuttavia evidenziato rilevanti criticità, in quanto conformi ai requisiti previsti dalla normativa vigente, tranne in un caso, oggetto di approfondimento.

Nell'ambito dell'indagine effettuata, è stata anche richiesta a Borsa Italiana e Assonime una sintetica valutazione degli adempimenti da parte degli emittenti, mentre Assosim ha svolto una consultazione informale presso i propri associati sulle modalità utilizzate per la gestione delle informazioni privilegiate concernenti gli emittenti da parte di soggetti diversi, come ad esempio i consulenti e gli *advisor* (tenuti anch'essi agli obblighi di tenuta del registro degli insider ex art. 115-bis Tuf quando 'agiscono in loro nome o per loro conto').

Borsa Italiana ha evidenziato che i maggiori rischi per il mantenimento della confidenzialità delle informazioni privilegiate solitamente si concentrano nelle riunioni degli organi deliberativi, specie se composti da un numero elevato di Consiglieri chiamati a esaminare e approvare decisioni rilevanti e di interesse per la stampa finanziaria. Anche le fasi prodromiche alla realizzazione di operazioni straordinarie, specie se prevedono il coinvolgimento di vari consulenti esterni, presentano aree di fragilità per la tenuta della confidenzialità delle informazioni privilegiate. Assonime ha ricordato come — ferma restando la cornice normativa europea, nazionale e regolamentare — le norme di autodisciplina forniscono un utile ausilio per implementare sia la tenuta della confidenzialità delle informazioni, sia la qualità delle comunicazioni diffuse. Infine, Assosim ha segnalato i) l'importanza della collaborazione e di un continuo e adeguato flusso informativo bidirezionale tra gli emittenti e i soggetti che agiscono in loro nome o per loro conto, per una corretta tenuta del registro, e ii) l'utilità dello scambio di informazioni tra gli operatori del mercato circa le procedure adottate, anche per meglio calibrare le procedure in relazione alla dimensione dei soggetti ed elevare gli standard qualitativi.

Il 58 per cento delle segnalazioni ricevute ha riguardato condotte riconducibili in prima battuta all'abuso di informazioni privilegiate, il 35 per cento condotte manipolative e il restante 7 per cento condotte che integrano entrambe le fattispecie illecite.

Gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione sono stati prevalentemente azioni (83 per cento), seguite da strumenti obbligazionari (10 per cento). Solo il 7 per cento delle segnalazioni ha riguardato condotte anomale su strumenti finanziari derivati, su *covered warrant* e su combinazioni di più strumenti (segnatamente *covered warrant* e attività sottostante).

Nel corso del 2013 l'Istituto ha concluso 22 indagini in materia di abusi di mercato, accertando illeciti amministrativi in 13 casi, relativi ad abuso di informazioni privilegiate (4 casi) e a manipolazione del mercato di tipo informativo e di tipo operativo (rispettivamente in 4 e 5 casi). Dieci indagini hanno dato luogo alla trasmissione di relazioni all'Autorità Giudiziaria (in un caso di abuso di informazioni privilegiate e 9 casi di manipolazione del mercato; Tav. 7).

I tre casi di insider trading che non sono stati segnalati all'Autorità Giudiziaria si riferivano esclusivamente a cosiddetti insider secondari, cioè a soggetti entrati in possesso dell'informazione privilegiata per ragioni non riconducibili alla propria professione o funzione (art. 187-bis, comma 4, del Tuf), per i quali non sono previste sanzioni penali.

Tav. 7 Risultati delle indagini in materia di abusi di mercato

	ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali di cui per abuso di informazioni privilegiate		casi in cui non sono stati rilevati illeciti	totale
2007	10	3	3	13
2008	6	2	4	10
2009	8	2	6	14
2010	10	3	19	29
2011	15	7	14	29
2012	12	4	14	26
2013	13	4	9	22

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

Per quanto riguarda la tipologia di informazioni privilegiate, in 2 casi esse riguardavano l'acquisizione o la dismissione di partecipazioni in società quotate, in un altro la promozione di un'offerta pubblica d'acquisto (Opa) e nell'ultimo l'imminente diffusione di un comunicato da parte dell'emittente relativo alla riduzione delle proprie stime sui risultati attesi per il 2012 e il 2013 (Tav. 8).

Un primo caso di abuso di informazioni privilegiate ha tratto origine da indagini condotte, anche con la cooperazione delle competenti Autorità del Lussemburgo e degli Stati Uniti d'America, su operazioni effettuate in concomitanza con il repentino rialzo delle quantità scambiate e del prezzo delle azioni di una società quotata operante nel settore energetico.

Tav. 8 Tipologia delle informazioni privilegiate nei casi relativi a *insider trading*

	mutamento del controllo – Opa	risultati economici – situazione patrimoniale e finanziaria	operazioni sul capitale – fusioni – scissioni	altre	di cui per ipotesi di front running	totale
2007	1	1	1	—	—	3
2008	1	—	—	1	1	2
2009	—	—	1	1	1	2
2010	2	—	1	—	—	3
2011	5	—	—	2	—	7
2012	4	—	—	—	—	4
2013	1	1	—	2	—	4

Fuente: Consob. Confronta Note metodologiche.

La Consob ha così accertato che un dirigente di un gruppo industriale e finanziario internazionale ha effettuato acquisti per proprio conto in più giornate, abusando delle informazioni privilegiate relative a ingenti acquisti sul mercato da parte del gruppo di appartenenza. In particolare, è stato accertato che l'autore della violazione era la persona incaricata di eseguire gli acquisti per conto del gruppo e ha operato adottando modalità e tempistiche idonee allo sfruttamento delle informazioni privilegiate di cui era in possesso, riuscendo, così, a conseguire un significativo profitto. Al termine delle indagini, la Consob ha accertato un illecito amministrativo e ha trasmesso una segnalazione all'Autorità Giudiziaria.

Un secondo caso di abuso di informazioni privilegiate ha riguardato l'attività di *market sounding*, ovvero, nello specifico, l'illecita comunicazione di informazioni privilegiate nell'ambito di un collocamento sul mercato di un consistente pacchetto azionario di un emittente attivo nel settore dell'energia, nonché la vendita di azioni disposta utilizzando la medesima informazione.

Anche grazie alla collaborazione delle competenti Autorità della Germania e del Regno Unito, la Consob ha potuto ricostruire il percorso seguito dall'informazione privilegiata tra diversi soggetti che ne sono entrati in possesso sia nell'ambito della loro attività lavorativa sia al di fuori della stessa.

Le indagini, iniziate nel 2012, hanno portato ad accertare illeciti amministrativi a carico di cinque persone fisiche, tre delle quali hanno illecitamente comunicato la notizia privilegiata e due hanno disposto vendite di azioni in qualità di

gestori di organismi di investimento collettivo esteri. Inoltre, in relazione agli stessi fatti, sono stati contestati illeciti amministrativi a carico di un intermediario italiano e di due intermediari esteri, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981). La Consob non ha segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini in quanto riferiti esclusivamente alla condotta di cosiddetti insider secondari.

Un altro caso ha riguardato l'illecita comunicazione dell'informazione privilegiata relativa alla promozione di un'Opa sulle azioni di una società quotata specializzata nel settore dei finanziamenti contro cessione del quinto dello stipendio, nonché gli acquisti di azioni disposti utilizzando la medesima informazione.

Gli acquisti sono stati disposti a valere sui conti di una società da una persona entrata in possesso dell'informazione privilegiata nell'ambito di rapporti con il proprio promotore finanziario, il quale, a sua volta, ne era entrato in possesso nel corso di rapporti con un dirigente del gruppo offerente. La Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti dei tre autori delle condotte, nonché di tre società ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e, nei soli confronti della società titolare dei conti impiegati per gli acquisti, anche ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf). Gli esiti delle indagini non sono stati segnalati all'Autorità Giudiziaria in quanto riferiti esclusivamente alla condotta di cosiddetti insider secondari.

Un ultimo caso di abuso di informazioni privilegiate ha tratto origine dalle indagini condotte, anche avvalendosi della collaborazione della competente Autorità del Regno Unito, in merito a vendite di azioni effettuate prima dell'emissione del comunicato con cui una società quotata, attiva nella fornitura di servizi di ingegneria per il settore *oil & gas*, ha reso nota una riduzione delle proprie stime sui risultati dell'esercizio appena concluso e del successivo (*profit warning*).

La Consob ha accertato un illecito amministrativo a carico del responsabile di un gruppo di gestori di un importante investitore istituzionale britannico, che ha disposto la vendita di significative quantità di azioni sfruttando l'informazione privilegiata relativa all'imminente diffusione del *profit warning* e ha, inoltre, indotto gli altri gestori a vendere tutte le azioni presenti nei rispettivi portafogli gestiti. In relazione agli stessi fatti, e in considerazione della circostanza che nel corso delle indagini non sono state fornite alla Consob tutte le informazioni richieste, sono stati accertati illeciti amministrativi anche a carico dell'investitore istituzionale ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981), sia per la violazione prevista dall'art. 187-*bis*, comma 4, del Tuf sia per quella prevista dall'art. 187-*quinquiesdecies* del Tuf.

L'esito delle indagini, per taluni profili ancora in corso, è stato trasmesso anche all'Autorità Giudiziaria in una relazione informativa nella quale, tuttavia, non sono state segnalate ipotesi di reato in quanto, finora, sono state accertate condotte illecite esclusivamente riferibili a cosiddetti insider secondari.

Un primo caso di manipolazione informativa del mercato ha tratto origine da elementi trasmessi alla Consob dall'Autorità Giudiziaria riguardo alla diffusione da parte di una primaria banca italiana di dati falsi relativi al patrimonio di vigilanza e ai coefficienti patrimoniali.

Le informazioni non veritiere sono state rese in una relazione semestrale, in corrispondenza di operazioni di rafforzamento patrimoniale volte alla realizzazione di un'acquisizione.

Al termine delle indagini, condotte anche con la cooperazione della competente Autorità del Lussemburgo, la Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di tre persone fisiche, il Presidente del Consiglio di amministrazione, il Direttore Generale e il *Chief Financial Officer* della banca, nonché nei confronti della stessa banca, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf). È stata altresì resa una relazione all'Autorità Giudiziaria in cui sono stati descritti gli esiti delle indagini.

Un'altra indagine per manipolazione informativa del mercato ha riguardato le false informazioni diffuse nel periodo da dicembre 2010 a gennaio 2013 da un cittadino italiano residente in Svizzera in merito a pretesi investimenti e intenzioni di investimento nel capitale sociale di dodici emittenti quotati che sarebbero stati effettuati da lui medesimo, da società a lui riconducibili, oppure da terzi investitori che si sarebbero avvalsi dei servizi di consulenza prestati da queste ultime società.

È stato accertato che tali informazioni, diffuse tramite dichiarazioni pubbliche e comunicati stampa di una società svizzera e di una società britannica, erano false, fuorvianti in merito ai titoli cui si riferivano e parte di un disegno volto a procurare vantaggi ad attività asseritamente consulenziali svolte dall'autore delle condotte e dalle società a questi riconducibili.

Al termine delle indagini, condotte anche con la cooperazione delle competenti Autorità del Regno Unito e della Confederazione Svizzera, la Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di una persona fisica, nonché nei confronti di due società, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf). La Consob ha, altresì, segnalato gli esiti delle indagini all'Autorità Giudiziaria, che sui fatti aveva già avviato un procedimento penale.

Un altro caso di manipolazione del mercato ha riguardato le false informazioni diffuse da una società quotata, operante nel settore della componentistica per autovetture, nei bilanci d'esercizio e consolidato.

È stato accertato che la rappresentazione di alcune voci di bilancio era falsa e materiale. Al termine delle indagini, la Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di tre persone fisiche, il Presidente del Consiglio di Amministrazione, il Direttore Generale e il Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e societari, nonché nei confronti della stessa società, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf), e ha segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

L'attività di vigilanza dell'Istituto relativa a ipotesi di manipolazione del mercato informativa ha riguardato anche le false informazioni diffuse da due primarie compagnie di assicurazioni italiane nei relativi bilanci consolidati.

In particolare, è stato accertato che la rappresentazione delle voci di bilancio connesse alla determinazione della riserva sinistri RCA era falsa e materiale. Al termine delle indagini, la Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di due persone fisiche, gli Amministratori Delegati delle due compagnie di assicurazioni, nonché nei confronti delle stesse compagnie di assicurazione, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf), e ha segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

Tre distinte indagini hanno avuto ad oggetto la realizzazione da parte di tre diversi *on-line trader* di un medesimo schema di manipolazione del mercato posto in essere su alcuni titoli di Stato italiani negoziati contemporaneamente in sedi di negoziazioni differenti.

Lo schema manipolativo prevedeva due fasi. Nella prima avveniva l'inserimento in una sede di negoziazione di ordini di compravendita di piccole dimensioni ma con caratteristiche idonee a fornire indicazioni fuorvianti e a indurre altri operatori (tipicamente *market maker*) a modificare le migliori quotazioni in acquisto e in vendita in una seconda sede di negoziazione. Nella seconda fase, pressoché contemporanea alla prima, erano concluse operazioni di negoziazione compravendite di dimensioni significative a prezzi più vantaggiosi per i manipolatori. La Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di tre *on-line trader* e ha segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

Un'altra indagine ha avuto ad oggetto uno schema di manipolazione posto in essere su obbligazioni negoziate sul Mot da un investitore che fissava il prezzo di mercato a un livello artificiale tramite ordini immessi contemporaneamente a valere su una pluralità di conti diversi.

Lo schema manipolativo si basava sulla ripetuta realizzazione di operazioni in cui sia gli ordini in acquisto sia quelli in vendita erano immessi dall'autore della violazione che, sfruttando la propria posizione di Vice Presidente di una società finanziaria nonché la fiducia di persone con cui aveva relazioni professionali, di

parentela o amicizia, operava sui conti a questi intestati per realizzare profitti a valere su conti intestati a se medesimo e a un più ristretto gruppo di persone.

Poiché nel corso delle indagini l'autore della condotta ha anche reso dichiarazioni false e omissive, la Consob ha accertato a suo carico, oltre all'illecito di manipolazione del mercato, anche la violazione prevista dall'art. 187-*quinqüesdecies* del Tuf.

La Consob ha accertato anche nei confronti della società di cui l'autore della violazione era Vice Presidente l'illecito di manipolazione del mercato, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981); la disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinqües* del Tuf) non ha trovato applicazione, in virtù del fatto che le operazioni non erano state effettuate nell'interesse o a vantaggio della società. Gli esiti delle indagini sono stati segnalati anche all'Autorità Giudiziaria.

Un ultimo caso di manipolazione del mercato operativa ha riguardato gli acquisti effettuati nell'arco di circa due anni da una banca italiana, per conto della controllante, aventi ad oggetto le azioni della medesima banca.

Tali acquisti, effettuati da due dipendenti sotto la direzione dell'Amministratore delegato della stessa banca e del Presidente della controllante, hanno provocato in numerose sedute rapidi rialzi, che hanno così sostenuto in via continuativa il prezzo delle azioni. Pertanto, essi hanno fissato il prezzo ufficiale delle azioni a un livello anormale e artificiale e hanno, conseguentemente, fornito indicazioni false e fuorvianti in merito al prezzo delle suddette azioni.

Al termine delle indagini, la Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di quattro persone fisiche, nonché nei confronti della banca e della sua controllante, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinqües* del Tuf), e ha segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

Nel 2013 la Consob ha, complessivamente, avviato procedimenti amministrativi per abusi di mercato nei confronti di 27 persone fisiche e di 16 enti per la responsabilità solidale e per la responsabilità amministrativa (Tav. 9; per i procedimenti amministrativi avviati per abusi di mercato accertati negli anni precedenti si rinvia al successivo Capitolo V *L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori*).

Il numero di soggetti a cui sono state inviate richieste di notizie, dati e documenti nel 2013 nell'ambito di indagini per abusi di mercato è stato complessivamente pari a 349. In 22 casi la Consob si è avvalsa della collaborazione di autorità di vigilanza estere, mentre in 11 casi le richieste sono state finalizzate ad assistere autorità estere in indagini condotte da queste ultime (Tav. 10).

Tav. 9 Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato

	intermediari autorizzati <sup>1</sup>	insider istituzionali <sup>2</sup>	altri soggetti <sup>3</sup>	operatori esteri	<i>totale</i>
<b>abuso di informazioni privilegiate</b>					
2007	—	11	1	—	12
2008	—	2	20	12	34
2009	—	2	9	—	11
2010	—	4	1	2	7
2011	1	4	5	—	10
2012	—	2	4	—	6
2013	3	1	10	3	17
<b>manipolazione di mercato</b>					
2007	1	4	2	—	7
2008	—	—	5	—	5
2009	2	1	10	1	14
2010	1	2	8	—	11
2011	—	7	7	—	14
2012	1	8	6	—	25
2013	2	12	12	0	26

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. <sup>2</sup> Soci, amministratori, dirigenti di società quotate. <sup>3</sup> Insider secondari (art. 187-bis, comma 4, del Tuf).

Tav. 10 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato  
(numero soggetti destinatari delle richieste)

	intermediari autorizzati <sup>1</sup>	società quotate e loro controllanti o controllate	soggetti privati <i>di cui audizioni</i>	pubbliche amministrazioni	autorità estere	<i>totale</i>	<i>di cui per conto di autorità estere</i>	
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
2010	37	35	48	41	5	17	142	13
2011	161	7	109	57	2	61	340	29
2012	207	9	71	30	27	50	364	40
2013	154	14	78	39	81	22	349	11

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio.

Nel corso del 2013, la Consob si è costituita parte civile in cinque nuovi procedimenti penali in materia di abusi di mercato (di cui uno per abuso di informazioni privilegiate, tre per manipolazione del mercato e uno per entrambi i reati; Tav. 11). La Consob aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria segnalazioni all'esito degli accertamenti di vigilanza svolti. Nei capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio, i fatti ascritti agli imputati sono stati descritti in termini sostanzialmente analoghi agli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob.

Nel 2013 sono stati definiti in primo grado cinque procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali la Consob si era costituita parte civile; in due casi vi è stato il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob; due sono stati definiti con sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti; uno con dichiarazione di estinzione del reato per prescrizione.

Tav. 11 Costituzioni di parte civile dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e aggioaggio su strumenti finanziari (manipolazione del mercato)

anno	costituzioni	reato <sup>1</sup>	esito al 31 dicembre 2013
2007	12 <sup>2</sup>	insider trading, manipolazione del mercato	4 sentenze di condanna <sup>3</sup> 5 sentenze di patteggiamento 2 sentenze di proscioglimento per prescrizione 1 sentenza di non luogo a procedere <sup>4</sup> 2 sentenze di assoluzione
2008	5	insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna 1 sentenza di patteggiamento 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione 3 sentenze di assoluzione <sup>4</sup>
2009	1	manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna
2010	3	insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna <sup>5</sup> 1 sentenza di assoluzione
2011	6 <sup>2</sup>	manipolazione del mercato	2 sentenze di condanna 1 sentenza di patteggiamento 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2012	2 <sup>6</sup>	insider trading, manipolazione del mercato	
2013	5	insider trading, manipolazione del mercato	2 sentenze di patteggiamento 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Insider trading: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; aggioaggio: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del c.c., ora art. 185 del Tuf. <sup>2</sup> In un caso, a seguito della regressione alla fase delle indagini preliminari, il procedimento è stato archiviato nel corso del 2008. <sup>3</sup> In un caso la competente Corte d'Appello ha parzialmente riformato la sentenza di primo grado, assolvendo taluni imputati per non aver commesso il fatto, prosciogliendo altri per prescrizione o per difetto di condizioni di procedibilità, revocando la condanna al risarcimento del danno nei confronti della Consob limitatamente a taluni capi di imputazioni e confermando nel resto l'impugnata sentenza. In un ulteriore caso, la competente Corte d'Appello ha parzialmente riformato la sentenza di primo grado, assolvendo taluni imputati o riducendo le pene loro comminate, revocando, altresì, la condanna al risarcimento dei danni già pronunciata in favore della Consob. In un altro caso, la Corte d'Appello di Milano ha parzialmente riformato la sentenza di primo grado prosciogliendo un imputato per morte e altri per prescrizione e riducendo la somma liquidata alla Consob a titolo di risarcimento del danno. <sup>4</sup> 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. <sup>5</sup> In un caso, la Corte di Cassazione, in sede di ricorso immediato, ha annullato la sentenza assolutoria di primo grado, rinviando alla competente Corte d'Appello per il giudizio di secondo grado. In sede di giudizio di rinvio la Corte d'Appello di Torino ha pronunciato sentenza di condanna nei confronti degli imputati, rigettando, peraltro, la richiesta risarcitoria avanzata dalla Consob. <sup>6</sup> La competente Corte d'Appello ha confermato la sentenza di condanna, concedendo all'imputato il beneficio della non menzione della condanna. <sup>7</sup> Tra i sei, successivamente alla costituzione di parte civile, due procedimenti sono stati riuniti per connessione oggettiva e soggettiva. <sup>8</sup> Giudizi pendenti in primo grado.

Tra i cinque, in senso favorevole alla Consob si segnala la sentenza del Tribunale di Roma, VI Sezione Penale, 21357 del 12 dicembre 2013, depositata il 23 dicembre 2013 concernente un rilevante caso di manipolazione informativa su titoli Alitalia Spa, che ha confermato il consolidato orientamento giurisprudenziale secondo cui il danno all'integrità del mercato cagionato dai reati di abusi di mercato compete pacificamente alla Consob in virtù dell'art. 187-undecies, comma 2, del Tuf, introdotto dalla legge 62/2005: «il danno subito per la lesione dell'integrità del mercato, ovvero il *vulnus* causato dal suo regolare funzionamento, è un diritto che le viene riconosciuto espressamente dalla legge, pur se la Consob è un soggetto che non

*coincide con i portecipienti al mercato, né li rappresenta, come ricordato anche nell'atto di costituzione. Il diritto al risarcimento di tale danno per i fatti successivi al 12.05.05, data di entrata in vigore della norma con cui si prevede la legittimazione della Consob a costituirsi parte civile è pressoché pacifico (...).*

Altri due procedimenti penali sono stati definiti con sentenze pronunciate dalle competenti Corti d'Appello. In relazione a un caso di abuso di informazioni privilegiate, la Corte di Appello di Milano, II Sezione Penale, con sentenza 336 del 23 gennaio 2013 ha confermato la sentenza del Tribunale di Milano, II Sezione Penale, 14647 del 20 dicembre 2012 anche con riguardo alla condanna al risarcimento dei danni già pronunciata in primo grado in favore della Consob.

In senso difforme, si annovera un isolato precedente della Corte d'Appello di Torino, I Sezione Penale – sentenza 702 del 21 febbraio 2013 – che, nell'ambito di un giudizio di rinvio concernente un'ipotesi di manipolazione del mercato su azioni Fiat, ha respinto la domanda risarcitoria avanzata dalla Consob, nonostante abbia condannato gli imputati alla pena di legge.

Un processo per manipolazione è stato deciso dalla Corte di Cassazione. La Suprema Corte, V Sezione Penale, con sentenza 4324 del 29 gennaio 2013 ha annullato agli effetti penali la sentenza della Corte di Appello di Milano, II Sezione Penale, 2361 del 16 luglio 2010 per intervenuta prescrizione, ma ha respinto il ricorso dell'imputato agli effetti civili.

Con riferimento all'acquisibilità agli atti del fascicolo del dibattimento della relazione motivata della Consob di cui all'art. 187-decies, comma 2, del Tuf e dei relativi allegati, è stato affermato: *«i motivi di ricorso relativi alla ritenuta utilizzabilità della relazione informativa della Consob, delle informazioni acquisite nel corso dell'attività ispettiva e delle registrazioni delle comunicazioni telefoniche, sono anch'essi infondati. La relazione su un'attività ispettiva, svolta da pubblici funzionari in sede amministrativa extraprocessuale, ha natura documentale rispetto ai dati oggettivi in essa rappresentati»*. Riguardo al carattere artificioso della condotta è stato argomentato: *«Non vi è dubbio che, come osservato dai ricorrenti, la condotta del reato in esame debba essere oggettivamente artificiosa. Tale carattere artificioso, in altre parole, non può essere desunto da mero dato soggettivo del fine di alterazione delle valutazioni di mercato perseguito dall'agente, ma deve trovare fondamento nell'essere la condotta realizzata con modalità di azione, di tempo e di luogo tali da incidere sul normale andamento della domanda e dell'offerta dei titoli [...]. La sentenza impugnata motivava tuttavia coerentemente secondo questi principi, nel momento in cui poneva alla base della propria argomentazione elementi modali tratti dall'esame delle operazioni borsistiche accertate, quali in particolare la concentrazione degli acquisti dei titoli in un ristretto periodo temporale, il frazionamento di tali acquisti in diverse e numerose giornate ed il ricorso ad un intermediario differente da quello solitamente utilizzato»*.

# La vigilanza sugli emittenti II e le società di revisione

## 1 Gli assetti proprietari

A fine 2013 circa l'85 per cento delle società quotate italiane (208 su 244) risulta controllata da uno o più azionisti attraverso un patto parasociale (Tav. 12).

Tav. 12 Modelli di controllo delle società quotate italiane  
(situazione al 31 dicembre)

	società controllate						società non controllate						totale	
	società controllate di diritto <sup>1</sup>		società controllate debolmente <sup>2</sup>		società controllate da patto <sup>3</sup>		società cooperative		widely held <sup>4</sup>		non-widely held <sup>5</sup>			
	numero	peso <sup>6</sup>	numero	peso <sup>6</sup>	numero	peso <sup>6</sup>	numero	peso <sup>6</sup>	numero	peso <sup>6</sup>	numero	peso <sup>6</sup>	numero	peso <sup>6</sup>
1998	122	31,2	33	21,8	28	8,3	10	3,1	10	24,1	13	11,5	216	100,0
2010	128	20,6	51	43,3	51	12,0	8	3,4	11	20,3	21	0,4	270	100,0
2011	123	23,0	54	45,8	49	11,3	8	3,2	8	16,4	18	0,3	260	100,0
2012	123	22,7	48	44,0	45	10,2	8	3,2	10	19,2	17	0,7	251	100,0
2013	119	24,0	45	35,5	44	15,1	8	3,3	11	21,6	17	0,5	244	100,0

Fonte: Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta. <sup>1</sup> Società non controllate da patto dove un singolo azionista detiene più della metà delle azioni ordinarie. <sup>2</sup> Società non controllate da patto né di diritto, appartenenti a una delle seguenti categorie: i) un singolo azionista detiene almeno il 30 per cento delle azioni ordinarie; ii) un singolo azionista detiene una quota a) almeno pari al 20 per cento del capitale ordinario e b) maggiore della metà della somma delle azioni ordinarie detenute da tutti gli azionisti rilevanti (soci con partecipazioni maggiori del 2 per cento del capitale). <sup>3</sup> Sono state classificate in questa categoria: i) le società quotate, non controllate da un unico azionista, sul cui capitale alla data del 31 dicembre esisteva un accordo parasociale avente ad oggetto almeno il 20 per cento del capitale ordinario; ii) le società quotate che sono controllate da una società non quotata, non controllata da un unico azionista, sul cui capitale esisteva alla data del 31 dicembre un patto parasociale avente ad oggetto la maggioranza del capitale. <sup>4</sup> Società non controllate da un singolo azionista (società controllate di diritto e debolmente controllate) né da patto con un flottante maggiore del 70 per cento delle azioni ordinarie. <sup>5</sup> Società non rientranti nei precedenti modelli. <sup>6</sup> Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun modello di controllo e la capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate italiane.

L'azionista di riferimento esercita il controllo di diritto nella maggior parte dei casi, detenendo oltre la metà del capitale ordinario in 119 società che, complessivamente, rappresentano circa un quarto della capitalizzazione di mercato. L'azionista di maggioranza, pur detenendo una partecipazione inferiore alla metà del capitale, appare in grado di esercitare un'influenza dominante in 45 casi, corrispondenti a società a più elevata capitalizzazione, che pesano per il 35,5 per cento nel complessivo valore di mercato. Le società controllate da una coalizione di azionisti sono 44 e rappresentano circa il 15 per cento della capitalizzazione di borsa.

Da un confronto nel medio termine emergono due tendenze. Da un lato, il peso in termini di capitalizzazione delle società controllate di diritto ha subito una flessione rispetto al 1998 (data di introduzione del Tuf), pur non essendo variata in misura sostanziale la rappresentatività numerica delle stesse. Dall'altro lato, l'incidenza delle società "controllate debolmente" e di quelle controllate da patto è aumentata rispetto al 1998, in termini sia numerici sia di valore di mercato.

Tra le società che risultano 'non controllate', solo 11 presentano un azionariato più diffuso (cosiddette '*widely held*', caratterizzate da un flottante superiore al 70 per cento del capitale ordinario). Si tratta di società di maggiori dimensioni, la cui capitalizzazione rappresenta quasi il 22 per cento di quella complessiva. La diffusione delle cooperative quotate rimane costante, contandosi a fine 2013 otto casi di emittenti operanti nel settore finanziario, pari a circa il 3 per cento della capitalizzazione di borsa.

Le evidenze sulle partecipazioni rilevanti confermano le tradizionali caratteristiche del mercato italiano in termini di concentrazione proprietaria, che non ha subito variazioni di rilievo nel breve come nel medio termine.

Nel 2013, la quota media detenuta dal primo azionista è pari al 46,8 per cento del capitale ordinario con diritto di voto, sostanzialmente in linea con i valori registrati negli anni più recenti e di poco inferiore al valore del 1998. La partecipazione media complessivamente detenuta dagli altri azionisti rilevanti è nel 2013 pari al 16,5 per cento, in leggera flessione rispetto al triennio precedente ma in crescita rispetto al 1998. L'azionariato diffuso, misurato dalla quota degli azionisti che detengono partecipazioni inferiori alla soglia di trasparenza proprietaria, è pari a circa il 37 per cento del capitale. Anche in questo caso, i valori non si discostano in maniera significativa da quelli riscontrati negli anni precedenti (Tav. 13).

**Tav. 13 Concentrazione proprietaria delle società quotate italiane<sup>1</sup>**  
(situazione al 31 dicembre)

	primo azionista	altri azionisti rilevanti	mercato <sup>2</sup>
1998	48,7	14,7	36,5
2010	46,0	17,9	36,1
2011	46,1	17,6	36,3
2012	46,8	16,9	36,4
2013	46,8	16,5	36,7

Fonte: Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta. Le cooperative sono escluse. <sup>1</sup> Media semplice della quota di capitale ordinario con diritto di voto di tutte le società quotate italiane. <sup>2</sup> Media semplice della quota del capitale ordinario non detenuta da azionisti rilevanti.

## 2 Le assemblee e gli organi societari

L'evidenza sulla partecipazione assembleare nelle società quotate italiane mostra sostanziali differenze a seconda della dimensione degli emittenti: nel 2013 il dato medio si attesta a circa 600 soggetti per le società appartenenti agli indici Ftse Mib e del Mid Cap e a solo 28 per le altre società. La presenza degli investitori istituzionali in assemblea è particolarmente significativa, risultando pari in media a 496 partecipanti nelle società del Ftse Mib e del Mid Cap, a fronte dei 17 nelle società più piccole.

I dati confermano, inoltre, una marcata differenza di comportamento tra investitori italiani ed esteri. La quota complessiva rappresentata in assemblea dagli investitori istituzionali è, infatti, in massima parte attribuibile agli investitori esteri, sia nelle società più grandi sia in quelle di minori dimensioni (Tav. 14).

Gli investitori istituzionali intervenuti alle assemblee delle società appartenenti agli indici Ftse Mib e Mib Cap detengono circa il 15,3 per cento del capitale presente in assemblea. Gli investitori istituzionali esteri rimangono largamente maggioritari: il valore medio della relativa quota è pari al 14,4 per cento (0,9 per gli italiani), mentre il valore mediano è pari al 13,5 per cento (nullo per gli italiani).

Tav. 14 Partecipazione alle assemblee 2013 delle società quotate italiane per indice

		numero di partecipanti		quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea			
		totale	investitori istituzionali	totale	investitori istituzionali	investitori istituzionali italiani	investitori istituzionali esteri
Ftse Mib and Mid Cap	media	601	496	69,5	15,3	0,9	14,4
	min	7	4	44,4	0,0	0,0	0,0
	max	3.886	3.850	90,5	48,6	9,5	47,6
	mediana	276	245	70,8	15,5	0,0	13,5
altre società	media	28	17	64,6	3,7	0,6	2,9
	min	1	—	3,6	0,0	0,0	0,0
	max	251	238	92,9	54,5	13,2	54,4
	mediana	13	1	66,7	0,3	0,0	0,0

Fonte: elaborazioni sui verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società italiane tenutesi nel 2013. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta; le cooperative sono escluse. Le imprese i cui verbali non erano disponibili alla data del 30 settembre 2013 sono state escluse (dati su 216 società).

Con riferimento agli organi di amministrazione, si rileva una correlazione tra indice di appartenenza delle società e composizione dell'organo.

Le società a più elevata capitalizzazione, appartenenti agli indici Ftse Mib e Mid Cap, sono caratterizzate da organi di amministrazione più numerosi (rispettivamente 12,3 e 13,2 componenti in media) rispetto alla media complessiva di mercato,

che per il 2012 è pari a circa 10 membri. Le società a minore capitalizzazione, quali quelle incluse nell'indice Star e le altre non comprese in nessuno degli indici considerati, sono caratterizzate da organi amministrativi più piccoli (rispettivamente 9,2 e 8,2 componenti in media). L'organo di amministrazione più numeroso è composto da 25 membri, mentre quello più piccolo da soli due componenti (Tav. 15).

**Tav. 15** Composizione degli organi di amministrazione delle società quotate italiane per indice di appartenenza (situazione al 31 dicembre 2012)

	numero	peso sulla capitalizzazione <sup>1</sup>	numero componenti dell'organo di amministrazione			
			medio	min	max	mediano
Ftse Mib	37	85,8	12,3	5	24	11
Mid Cap <sup>2</sup>	39	8,4	13,2	7	25	13
Star <sup>3</sup>	67	3,7	9,2	5	15	9
altro	108	2,1	8,2	2	17	7
<i>totale</i>	<i>251</i>	<i>100,0</i>	<i>9,9</i>	<i>2</i>	<i>25</i>	<i>9</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta pubblicate nel 2013 per l'esercizio 2012. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta. I consigli di sorveglianza sono esclusi. <sup>1</sup> Peso percentuale della capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun indice sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate. <sup>2</sup> Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili (242 su 251). <sup>3</sup> Le società che appartengono sia al segmento Star sia all'indice MidCap vengono incluse solo nella categoria Star.

Con riferimento alla composizione per genere, a fine 2013 il 17,8 per cento dei componenti degli organi di amministrazione delle società italiane quotate è costituito da donne e circa l'83,5 per cento delle società vede entrambi i generi rappresentati.

L'evoluzione degli ultimi anni mostra un trend positivo sia del numero di donne che siedono negli organi di amministrazione sia del numero di società in cui entrambi i generi sono rappresentati nel board. La partecipazione femminile è cresciuta di oltre 6 punti percentuali dal 2012 al 2013, mentre la percentuale di società in cui almeno una donna è presente è cresciuta di circa 17 punti percentuali (Tav. 16).

Tale evoluzione è conseguenza dell'entrata in vigore, nell'agosto 2012, della legge n. 120 del 12 luglio 2011, che ha introdotto le cosiddette quote di genere per la composizione degli organi sociali delle società quotate e delle società a controllo pubblico.

In particolare, la legge impone il rispetto di un criterio di composizione degli organi sociali, in base al quale al genere meno rappresentato spetta almeno un terzo di tali organi. Le società che hanno eletto i membri dei propri organi sociali dall'entrata in vigore della legge hanno dovuto garantire l'attribuzione di almeno un quinto dei posti al genere meno rappresentato, come stabilito dal Legislatore per il primo rinnovo dopo l'entrata in vigore della legge.

**Tav. 16 Presenza femminile negli organi di amministrazione delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre 2013)

	donne componenti gli organi di amministrazione		società in cui è presente almeno una donna nell'organo di amministrazione	
	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>2</sup>
2008	170	5,9	126	43,8
2009	173	6,3	129	46,4
2010	182	6,8	133	49,6
2011	193	7,4	135	51,7
2012	288	11,6	169	66,8
2013	421	17,8	202	83,5

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. <sup>1</sup> Peso percentuale sul totale dei componenti degli organi di amministrazione. <sup>2</sup> Peso percentuale sul numero totale delle società quotate italiane.

Dall'analisi della relazione tra composizione di genere e indici di mercato emerge come il peso relativo dei consiglieri appartenenti al genere femminile sia più elevato nelle società dell'indice Mid Cap e in quelle non comprese in nessuno degli indici considerati (rispettivamente 21,4 e 22,8 per cento; Tav. 17).

La percentuale di società in cui almeno una donna è presente risulta maggiore per le società incluse nell'indice Mid Cap, dove il dato si attesta al 92,5 per cento.

**Tav. 17 Presenza femminile negli organi di amministrazione delle società quotate italiane per indice di appartenenza**  
(situazione al 31 dicembre 2013)

indice	numero società <sup>1</sup>	peso sulla capitalizzazione <sup>1</sup>	percentuale delle società in cui è presente almeno una donna	percentuale media delle donne nei Cda <sup>2</sup>
Ftse Mib	32	67,5	84,2	19,8
Mid Cap <sup>3</sup>	37	92,0	92,5	21,4
Star <sup>2</sup>	53	78,3	79,1	19,5
altro	20	91,3	82,5	22,8
<i>totale</i>	<i>202</i>	<i>71,4</i>	<i>83,5</i>	<i>21,2</i>

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. <sup>1</sup> Rapporto percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun indice e la capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate italiane. <sup>2</sup> Le società che appartengono sia al segmento Star sia all'indice MidCap vengono incluse solo nella categoria Star. I dati si riferiscono alle sole società in cui è presente almeno una donna.

Gli organi di amministrazione delle società italiane quotate appartenenti all'indice Ftse Mib sono stati oggetto di un'analisi più approfondita allo scopo di rilevare le principali caratteristiche dei relativi componenti in termini di età, titolo di studio, profilo professionale, nazionalità, legame con l'azionista di controllo (Riquadro 7).

## Riquadro 7

### L'analisi degli organi di amministrazione delle società appartenenti al Ftse Mib

L'età media degli amministratori delle società italiane quotate appartenenti all'indice Ftse Mib è circa 61 anni; tale dato è omogeneo tra settori. Quasi tutti gli amministratori sono in possesso di una laurea (97,4 per cento), mentre solo il 17,4 per cento di coloro che sono laureati è anche in possesso di un titolo di studio *post-laurea* (master, dottorato o entrambi). I componenti degli organi di amministrazione sono prevalentemente italiani: in media solo il 9,6 per cento dei componenti del *board* è di nazionalità estera; nel settore dei servizi tale valore scende al 6,5 per cento. I dati relativi alla presenza degli amministratori alle riunioni del *board* evidenziano un'ampia partecipazione (in media gli amministratori partecipano al 93 per cento delle riunioni), in particolare tra le imprese operanti nel settore dei servizi e finanziario.

I membri degli organi di amministrazione sono laureati prevalentemente in economia (il 52 per cento circa); seguono i laureati in legge (14,2 per cento) e in ingegneria (13,5 per cento). Il profilo prevalente è quello manageriale (nell'80 per cento dei casi); gli accademici rappresentano il 10,2 per cento del totale, in linea con i professionisti/consulenti.

Infine, evidenze interessanti emergono classificando gli amministratori in base alla presenza o meno di una relazione di parentela con l'azionista di controllo. Complessivamente, nelle società del Ftse Mib per le quali è possibile individuare la presenza di uno o più azionisti di controllo, corrispondenti a 20 emittenti, 62 amministratori sono legati a questo/i da relazioni di parentela o sono essi stessi azionisti di controllo (cosiddetti amministratori *'family'*) mentre 201 sono privi di tali legami (cosiddetti amministratori *'non-family'*). I dati sulla presenza alle riunioni del *board* evidenziano come gli amministratori *family* partecipino più frequentemente alle riunioni rispetto ai *non-family* (con una media rispettivamente del 94,2 e 92,6 per cento). Tuttavia, distinguendo gli amministratori in base al sesso, l'analisi suggerisce che la maggiore partecipazione degli amministratori *family* è dovuta ai soli amministratori uomini. Infatti, tra le donne, le *non-family* si caratterizzano per un tasso medio di partecipazione sensibilmente più elevato di quello delle altre donne (96,2 a fronte del 91,6 per cento), mentre il contrario si verifica per gli uomini, che risultano in media presenti al 94,6 per cento delle riunioni se *family* e al 92 per cento delle riunioni se *non-family*.

### Alcune caratteristiche degli amministratori nelle società quotate italiane dell'indice Ftse Mib

(situazione al 31 dicembre 2012)

	numero società	età media	peso % laureati	peso % post laurea	peso % stranieri	presenza media alle riunioni
finanziario	12	60,9	98,3	16,5	10,4	93,6
industriale	15	60,8	96,1	17,4	10,6	91,8
servizi	10	61,1	98,1	19,0	6,5	93,8
<i>totale</i>	<i>37</i>	<i>60,9</i>	<i>97,4</i>	<i>17,4</i>	<i>9,6</i>	<i>92,9</i>

Fonte: elaborazioni su dati Consob e sulle relazioni sul governo societario delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta pubblicate nel 2013 per l'esercizio 2012; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta, appartenenti all'indice Ftse Mib.

### Tipologia di laurea a profilo professionale degli amministratori nelle società quotate italiane dell'indice Ftse Mib

(situazione al 31 dicembre 2012)

		numero amministratori	peso
tipologia laurea	economia	238	51,9
	legge	65	14,2
	ingegneria	62	13,5
	altro <sup>1</sup>	94	20,5
	<i>totale</i>	<i>459</i>	<i>100,0</i>
profilo	accademico	47	10,2
	manager	367	80,0
	professionista/consulente	45	9,8
	<i>totale</i>	<i>459</i>	<i>100,0</i>

Fonte: elaborazioni su dati Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta, appartenenti all'indice Ftse Mib. <sup>1</sup> Sono ricompresi 37 casi in cui il dato non è disponibile.

### Presenza media alle riunioni del *board* degli amministratori nelle società quotate italiane dell'indice Ftse Mib

(situazione al 31 dicembre 2012)

		numero amministratori	presenza media
tipo amministratore	<i>family</i>	62	94,2
	<i>non-family</i>	201	92,6
amministratore donna	<i>family</i>	7	91,6
	<i>non-family</i>	27	96,2
amministratore uomo	<i>family</i>	55	94,6
	<i>non-family</i>	174	92,0

Fonte: elaborazioni su dati Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta, appartenenti all'indice Ftse Mib. Sono escluse le società controllate dallo Stato o da enti pubblici, le società *widely held*, le società cooperative e le società controllate da una società *widely held* o da una cooperativa.

Con riferimento al fenomeno dell'*interlocking*, a fine 2013 lo svolgimento di incarichi in più società quotate interessa almeno un componente dell'organo di amministrazione per la maggior parte delle società quotate (Tav. 18).

Tav. 18 Società quotate italiane interessate da *interlocking*  
(situazione al 31 dicembre 2013)

quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica	società finanziarie		società non finanziarie		totale	
	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>
0%	9	4,8	65	8,3	74	7,1
< 25%	20	33,0	57	22,1	77	25,7
dal 25 al 50% <sup>2</sup>	21	61,9	40	51,9	61	55,2
dal 50 al 75% <sup>2</sup>	3	0,3	25	17,6	28	11,9
≥ 75%	-	-	2	0,1	2	0,1
<b>totale</b>	<b>53</b>	<b>100,0</b>	<b>189</b>	<b>100,0</b>	<b>242</b>	<b>100,0</b>

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. Classificazione settoriale Borsa Italiana. I dati si riferiscono alle società italiane che alla data del 31 dicembre 2012 non erano in liquidazione. <sup>1</sup> Percentuale sulla capitalizzazione totale del settore. <sup>2</sup> L'intervallo include l'estremo inferiore.

In particolare, la presenza di almeno un consigliere con incarichi in altre società quotate riguarda 168 emittenti, pari a circa il 70 per cento del mercato in termini numerici e al 93 per cento in termini di capitalizzazione. Il fenomeno risulta particolarmente rilevante in 30 casi, per i quali oltre la metà dei consiglieri è interessata da *interlocking*. Con particolare riguardo al settore finanziario, comprendente banche, assicurazioni e altri intermediari quotati, le evidenze mostrano che in circa il 17 per cento delle società (ossia 9 su 53) non sono presenti *interlocker*; il dato si attesta al 34 per cento nel settore non finanziario (65 casi su 189). Nella gran parte dei casi in cui sono presenti *interlocker*, il fenomeno più frequente è lo svolgimento di incarichi in altre quotate da parte di meno della metà dei componenti del *board* (nel 77 per cento delle società finanziarie e nel 51 per cento delle società non finanziarie).

Al riguardo si ricorda il recente intervento legislativo che vieta, tra gli altri, l'assunzione di incarichi di gestione, sorveglianza e controllo in imprese o gruppi bancari, assicurativi e finanziari concorrenti (art. 36 del d.l. 201/2011, convertito nella legge n. 214 del 22 dicembre 2011).

Dalle Relazioni sul governo societario delle società quotate italiane pubblicate nel 2013 per l'esercizio 2012 emerge che la presenza media di amministratori indipendenti, sia ai sensi del Codice di autodisciplina sia secondo i criteri di indipendenza previsti dal Tuf, è più elevata tra le imprese finanziarie, seguite dalle imprese che operano nel settore dei servizi e dalle industriali.

Complessivamente, gli amministratori indipendenti ai sensi del Tuf rappresentano il 39,9 per cento del totale, mentre la percentuale media di amministratori indipendenti ai sensi del Codice di autodisciplina è leggermente più bassa (39,1 per cento; Tav. 19).

**Tav. 19 Presenza di amministratori indipendenti negli organi di amministrazione delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre 2012)

	amministratori indipendenti (da Tuf)		amministratori indipendenti (da Codice di autodisciplina)		amministratori indipendenti (da Codice di autodisciplina e/o da Tuf) <sup>1</sup>	
	media	peso <sup>2</sup>	media	peso <sup>2</sup>	media	peso <sup>2</sup>
finanziario	5,8	43,1	5,0	39,0	5,9	45,7
industriale	3,7	37,4	3,4	36,2	3,8	40,9
servizi	4,5	42,9	4,8	46,0	5,0	49,5
<i>totale</i>	<i>4,3</i>	<i>39,9</i>	<i>4,1</i>	<i>39,1</i>	<i>4,5</i>	<i>43,9</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta pubblicate nel 2013 per l'esercizio 2012; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili (242 su 251). <sup>1</sup> Gli amministratori indipendenti secondo entrambe le definizioni sono considerati una sola volta. <sup>2</sup> Percentuale di amministratori indipendenti presenti negli organi di amministrazione.

Gli amministratori eletti dai soci di minoranza sono presenti in 93 società, per lo più industriali. Il numero medio di amministratori espressione delle minoranze è 0,7 se si considerano tutte le società quotate e 1,7 se si considerano solo le società in cui è presente almeno un amministratore di minoranza (Tav. 20).

In media gli amministratori di minoranza rappresentano il 6,6 per cento dei membri dell'organo di amministrazione; tale valore è più alto per le imprese operanti nel settore dei servizi (8,4 per cento), seguite dalle società industriali (6,3 per cento) e dalle finanziarie (5,7 per cento).

**Tav. 20 Presenza di amministratori di minoranza negli organi di amministrazione delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre 2012)

	società con almeno un amministratore di minoranza	amministratori di minoranza		amministratori di minoranza e/o indipendenti <sup>1</sup>	
		media <sup>2</sup>	peso <sup>3</sup>	media	peso <sup>3</sup>
finanziario	21	0,8 (1,8)	5,7	6,2	43,4
industriale	47	0,6 (1,7)	6,3	3,8	41,7
servizi	25	0,8 (1,8)	8,4	5,1	44,0
<i>totale</i>	<i>93</i>	<i>0,7 (1,7)</i>	<i>6,6</i>	<i>4,6</i>	<i>42,6</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta pubblicate nel 2013 per l'esercizio 2012; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili (242 su 251). Non sono incluse le società dualistiche, nei cui consigli di sorveglianza sono presenti consiglieri espressione delle minoranze in 5 casi (numero medio di consiglieri di minoranza pari a 3,5). <sup>1</sup> Gli amministratori che risultano sia di minoranza che indipendenti sono considerati una sola volta. <sup>2</sup> Numero medio di amministratori di minoranza. Il primo valore è calcolato considerando tutte le società quotate; i valori tra parentesi si riferiscono a un campione di imprese con almeno un amministratore di minoranza. <sup>3</sup> Percentuale di amministratori di minoranza presenti negli organi di amministrazione di tutte le società quotate. <sup>4</sup> Percentuale di amministratori di minoranza e/o indipendenti presenti negli organi di amministrazione.

Per quanto concerne la costituzione di comitati interni all'organo di amministrazione, i dati evidenziano l'ampia diffusione del comitato per le remunerazioni (presente in 215 società, per una capitalizzazione pari a quasi il 100 per cento) e del comitato controllo e rischi (istituito da 218 società, che rappresentano il 98,9 per cento del mercato); meno diffuso risulta, invece, il comitato per le nomine (adottato solo da 93 società; Tav. 21, Tav. 22 e Tav. 23).

La minore diffusione del comitato per le nomine si può ricondurre al fatto che la sua costituzione è stata raccomandata esplicitamente dal Codice di autodisciplina solo a seguito della sua ultima revisione, avvenuta nel dicembre 2011. Prima di tale revisione, il Codice rimetteva la scelta relativa alla costituzione del comitato alla discrezione delle società. I tre comitati non si differenziano in modo significativo in termini di composizione: il numero medio di membri è circa 3, di cui in media 0,4 donne, mentre il numero medio di amministratori indipendenti varia tra 2,4 a 2,7. Con riguardo al funzionamento, invece, i comitati controllo e rischio si riuniscono più frequentemente, tenendo in media quasi 7 riunioni all'anno, a fronte delle 3,4 riunioni mediamente tenute dal comitato per le remunerazioni e delle 4,1 riunioni del comitato per le nomine. In tutti i casi le riunioni sono più frequenti nelle società finanziarie.

**Tav. 21 Comitato per le remunerazioni nelle società quotate italiane per settore di attività**  
(situazione al 31 dicembre 2012)

	adottato n. di società <sup>1</sup>	peso sulla capitalizzazione <sup>2</sup>	dimensione e composizione		n. medio di amministratori indipendenti <sup>3</sup>	n. medio di riunioni
			n. medio di membri	n. medio di donne		
finanziario	52	99,9	3,3	0,5	2,7	4,2
industriale	114	98,0	3,0	0,3	2,3	2,9
servizi	49	99,7	3,0	0,3	2,3	3,6
<b>totale</b>	<b>215</b>	<b>98,9</b>	<b>3,1</b>	<b>0,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta pubblicate nel 2013 per l'esercizio 2012; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili (242 su 251). <sup>1</sup> Numero di società che hanno istituito il comitato. In 61 società il comitato per le remunerazioni coincide con il comitato per le nomine. <sup>2</sup> Rapporto percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società che hanno istituito il comitato in ogni settore e il valore di mercato del capitale ordinario di tutte le società dello stesso settore. <sup>3</sup> Numero medio di amministratori indipendenti secondo i criteri del Codice di autodisciplina o, in mancanza, del Tuf.

**Tav. 22 Comitato per le nomine nelle società quotate italiane per settore di attività**  
(situazione al 31 dicembre 2012)

	adottato n. di società <sup>1</sup>	peso sulla capitalizzazione <sup>2</sup>	dimensione e composizione		n. medio di amministratori indipendenti <sup>3</sup>	n. medio di riunioni
			n. medio di membri	n. medio di donne		
finanziario	30	94,0	4,0	0,5	2,8	5,1
industriale	45	72,1	3,0	0,3	2,4	3,5
servizi	18	38,7	3,1	0,3	2,5	3,7
<b>totale</b>	<b>93</b>	<b>69,9</b>	<b>3,3</b>	<b>0,4</b>	<b>2,5</b>	<b>4,1</b>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta pubblicate nel 2013 per l'esercizio 2012; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili (242 su 251). <sup>1</sup> Numero di società che hanno istituito il comitato. In 61 società il comitato per le remunerazioni coincide con il comitato per le nomine. <sup>2</sup> Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società che hanno istituito il comitato in ogni settore e il valore di mercato del capitale ordinario di tutte le società dello stesso settore. <sup>3</sup> Numero medio di amministratori indipendenti secondo i criteri del Codice di autodisciplina o, in mancanza, del Tuf.

**Tav. 23 Comitato controllo e rischi nelle società quotate italiane per settore di attività**  
(situazione al 31 dicembre 2012)

	adottato		dimensione e composizione			n. medio di riunioni
	n. di società <sup>1</sup>	peso sulla capitalizzazione <sup>2</sup>	n. medio di membri	n. medio di donne	n. medio di amministratori indipendenti <sup>3</sup>	
finanziario	51	98,5	3,5	0,8	3,0	9,3
industriale	115	98,6	3,0	0,4	2,5	5,6
servizi	52	99,9	3,2	0,4	2,6	6,5
<i>totale</i>	<i>218</i>	<i>98,9</i>	<i>3,2</i>	<i>0,5</i>	<i>2,7</i>	<i>6,7</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta pubblicate nel 2013 per l'esercizio 2012; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili (242 su 251). <sup>1</sup> Numero di società che hanno istituito il comitato. <sup>2</sup> Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società che hanno istituito il comitato in ogni settore e il valore di mercato del capitale ordinario di tutte le società dello stesso settore. <sup>3</sup> Numero medio di amministratori indipendenti secondo i criteri del Codice di autodisciplina o, in mancanza, del Tuf.

Il Codice di autodisciplina raccomanda agli organi di amministrazione di effettuare almeno una volta all'anno un'autovalutazione sul funzionamento del consiglio stesso e dei suoi comitati, nonché sulla loro dimensione e composizione. Nelle relazioni sul governo societario delle società quotate relative all'esercizio 2012, gli emittenti che dichiarano di avere effettuato l'autovalutazione sono 177, pari a circa il 70 per cento del mercato. Infine, solo 7 società dichiarano di aver predisposto dei piani di successione: tra questi, 5 riguardano gli amministratori e 2 esclusivamente i dirigenti (Tav. 24).

La predisposizione di piani per la successione per gli amministratori esecutivi è stata raccomandata esplicitamente dal Codice di autodisciplina solo a partire dal dicembre 2011. Nella nuova versione del Codice si raccomanda che il consiglio di amministrazione valuti se adottare un piano per la successione degli amministratori esecutivi e che, in caso di adozione, l'emittente ne dia informativa nella relazione sul governo societario.

**Tav. 24 Autovalutazione dell'organo di amministrazione e piani di successione nelle società quotate italiane per settore**  
(situazione al 31 dicembre 2012)

	autovalutazione		piani di successione	
	numero società <sup>1</sup>	peso sul totale <sup>2</sup>	numero società <sup>3</sup>	peso sul totale <sup>4</sup>
finanziario	44	17,5	3	1,2
industriale	96	38,2	7	2,8
servizi	37	14,7	3	1,2
<i>totale</i>	<i>177</i>	<i>70,5</i>	<i>13</i>	<i>5,2</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta pubblicate nel 2013 per l'esercizio 2012; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili (242 su 251). <sup>1</sup> Numero di società che dichiarano che l'organo di amministrazione ha realizzato il processo di autovalutazione. <sup>2</sup> Peso percentuale sul totale delle società quotate. <sup>3</sup> Numero di società che dichiarano di aver predisposto un piano di successione. Sono inclusi cinque casi in cui il piano non riguarda gli amministratori ma solo i dirigenti. Inoltre tre società dichiarano di avere pianificato l'adozione di un piano di successione.

Da ultimo, le evidenze sulla diffusione dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo confermano la scarsa diffusione dei sistemi dualistico e monistico.

Delle 7 società che adottano sistemi alternativi, due adottano il monistico mentre cinque il dualistico. Tra le società dualistiche, che rappresentano quasi il 9 per cento del mercato, figurano alcuni emittenti a elevata capitalizzazione, mentre le due società monistiche hanno dimensione ridotta (Tav. 25).

**Tav. 25 Sistemi di amministrazione e controllo adottati dalle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre 2013)

modello	numero società	peso <sup>1</sup>
tradizionale	237	91,3
dualistico	5	8,6
monistico	2	0,1
<i>totale</i>	<i>244</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Mta. <sup>1</sup> Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società appartenenti a ciascun modello e la capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società italiane con azioni ordinarie quotate in Borsa.

### 3 L'informativa sugli assetti proprietari

Nel corso del 2013 sono state pubblicate 792 comunicazioni (830 nel 2012) relative a partecipazioni in società quotate, effettuate ai sensi dell'art. 120 del Tuf (Fig. 100). La flessione registrata rispetto all'anno precedente (quando il dato si attestava a 830 comunicazioni) è dovuta principalmente all'esenzione concessa a metà del 2012 alle società di gestione del risparmio dall'obbligo di comunicare partecipazioni inferiori al 5 per cento.

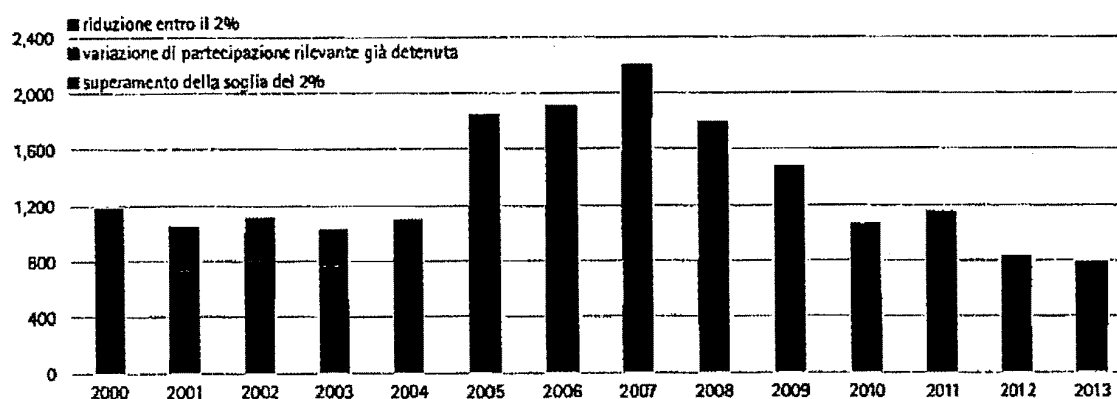
Le dichiarazioni hanno riguardato, per il 61 per cento dei casi, il superamento della soglia del due per cento del capitale o la riduzione entro la medesima soglia, e per il restante 39 per cento la variazione di partecipazioni rilevanti già detenute. Tale ultimo dato ricomprende anche le comunicazioni relative alle variazioni nel titolo del possesso o nella catena partecipativa, ovvero comunicazioni effettuate per aggiornamento della partecipazione, anche a seguito di esplicite richieste della Consob (per un valore pari a circa il 21 per cento del totale delle dichiarazioni). I dati sono in linea con quelli del 2012, ad eccezione di quello relativo alle comunicazioni pervenute per aggiornamento della partecipazione, che risulta aumentato di tre punti percentuale; tale aumento è dovuto essenzialmente alle richieste effettuate dalla Consob al fine di verificare il completo e corretto adempimento dell'obbligo di cui all'art. 120 del Tuf.

Nel corso del 2013 le comunicazioni da parte degli emittenti quotati relative a operazioni su azioni proprie sono state circa il 4 per cento del totale. Anche in questo caso, non si registra uno scostamento di rilievo rispetto allo scorso anno, sia con riguardo al numero delle dichiarazioni comunicate sia rispetto al numero di operazioni di acquisto e di vendita.

In linea con quanto avvenuto nel 2012, le dichiarazioni sono pervenute prevalentemente da soggetti italiani (circa il 56 per cento) e riconducibili per circa il 31 per cento a società di capitali, per il 27 per cento a società di gestione del risparmio, per il 24 per cento a persone fisiche e per il 18 per cento a banche.

Nel corso dell'anno sono state effettuate tre dichiarazioni relative all'acquisizione, cessione o modifica di partecipazioni potenziali e 4 comunicazioni relative a 3 società quotate, in merito alla dichiarazione della 'posizione lunga complessiva', fattispecie introdotta nel 2011 con l'obiettivo di fornire agli investitori un quadro il più possibile fedele dei potenziali azionisti delle società quotate.

Fig. 100 Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane



Fonte: Consob.

Nel 2013, infine, la Consob ha contestato violazioni dell'art. 120 del Tuf nei confronti di due *trusts* che avevano occultato per vari anni le partecipazioni rilevanti da essi detenute nella società (Riquadro 8).

Nel corso del 2013 sono stati pubblicati 156 annunci di patti parasociali (155 nel 2012) relativi a 65 società quotate, riferibili in 76 casi a variazioni di patti parasociali già esistenti, in 34 casi allo scioglimento o al venir meno degli scopi previsti nel patto stesso, e nei restanti 46 alla pubblicazione degli estratti di nuovi patti parasociali. Per tre delle cinque società che sono state ammesse a quotazione nel corso del 2013 è stato stipulato un accordo parasociale.

## Riquadro 8

### La prescrizione dell'illecito derivante dalla violazione dell'art. 120 del Tuf

Nell'ambito di una complessa istruttoria relativa alle partecipazioni detenute direttamente e indirettamente nel corso degli anni da parte di un soggetto in una società quotata, è stato affrontato il tema della prescrizione dell'illecito derivante dalla violazione dell'art. 120 del Tuf. Previa ricognizione dei principi giurisprudenziali accolti dalla Cassazione in materia di reati e illeciti amministrativi, si è giunti alla conclusione che la violazione dell'art. 120 del Tuf possa qualificarsi come illecito omissivo permanente. La natura di illecito permanente è data dal fatto che la comunicazione alla Consob può essere effettuata (e l'interesse ad essa sotteso essere soddisfatto) anche dopo lo scadere del termine di prescrizione (5 giorni dall'acquisto o dalla variazione rilevante), in considerazione del fatto che la finalità della norma è garantire la trasparenza degli assetti proprietari e tale esigenza non viene meno con lo scadere del termine. È stata pertanto ritenuta applicabile la norma penale di cui all'art. 158, comma 1, codice penale, secondo la quale il termine di prescrizione inizia a decorrere solo nel momento in cui cessa la permanenza, ovvero quando viene meno la situazione di illiceità. Con riferimento all'illecito in questione, l'illiceità può venir meno per effetto: i) del trasferimento della partecipazione; ii) dell'adempimento tardivo dell'obbligo di comunicazione; iii) di una nuova variazione rilevante dalla quale consegue il sorgere di un nuovo obbligo di comunicazione che assorbe il precedente.

## 4 L'informativa sulle operazioni con parti correlate

Nel corso del 2013, in applicazione del regime di trasparenza delle operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate previsto dal Regolamento Consob (di seguito il Regolamento), sono stati pubblicati 77 documenti informativi; lo stesso dato era pari a 79 nel 2012 e 80 nel 2011 (Tav. 26).

Nella maggior parte dei casi, i documenti informativi hanno riguardato operazioni di finanziamento poste in essere con parti correlate, in larga misura con soci di maggioranza o altri azionisti titolari di partecipazioni significative e, in alcuni casi, con amministratori o società agli stessi riferibili.

In quasi un caso su tre, l'operazione ha riguardato il trasferimento di asset e partecipazioni, in prevalenza con soci di riferimento o con società da questi ultimi controllate.

Con una minor frequenza i documenti informativi pubblicati nel corso del 2013 hanno avuto ad oggetto operazioni sul capitale, quali fusioni tra la società quotata e altre parti correlate, impegni di ripatrimonializzazione assunti dagli

azionisti della quotata o altre operazioni che hanno realizzato un aumento della partecipazione relativa delle controparti correlate rispetto agli altri azionisti.

Infine, in un più limitato numero di casi, il documento informativo ha trattato altri contratti, ad esempio di prestazione di beni o fornitura di servizi, con i soci di maggioranza o altri soci titolari di partecipazioni significative nel capitale dell'emittente.

**Tav. 26 Operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2013 dalle società quotate**  
(documenti informativi)

tipologia di operazione	controparte			totale
	amministratori / società riferibili ad amministratori	controllante/ soci di riferimento	controllata / collegata	
contratti di fornitura, servizi, sponsorizzazione, investimento	-	8	-	8
finanziamento	3	28	-	31
operazioni sul fusione	-	13	-	13
trasferimento di asset	1	23	1	25
<i>totale</i>	<i>4</i>	<i>72</i>	<i>1</i>	<i>77</i>

Fonte: Consob.

Come consentito dall'art. 13, comma 3, del Regolamento, le operazioni ordinarie e concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard possono essere escluse dall'applicazione degli obblighi procedurali e di informativa al pubblico. Si tratta in particolare delle operazioni che afferiscono all'ordinario esercizio dell'attività operativa o della connessa attività finanziaria, secondo la classificazione contenuta nello las 7, e concluse a condizioni di mercato o standard.

Il Regolamento richiede che siano comunicate alla Consob informazioni sulle operazioni 'ordinarie' per le quali si è derogato alla pubblicazione del documento informativo, ovvero sia quelle di importo superiore alle soglie che identificano le operazioni di maggiore rilevanza. Nel corso del 2013, la Consob ha ricevuto 22 comunicazioni relative a operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate qualificate come ordinarie e a condizioni di mercato e oggetto di deroga agli obblighi di informazione al pubblico. A comunicare l'effettuazione di un'operazione di maggiore rilevanza ordinaria sono state più frequentemente società dell'indice Ftse Mib (10 casi).

Le comunicazioni ricevute nel 2013 hanno riguardato sia operazioni di finanziamento (12 casi), relative soprattutto a società non finanziarie, sia contratti per la fornitura di beni o prestazione di servizi rientranti nell'attività operativa delle società che hanno reso la comunicazione.

Nella maggior parte dei casi, le operazioni 'ordinarie' sono state poste in essere con la società controllante, con società dalla stessa controllate ovvero con azionisti titolari di partecipazioni significative al capitale della società quotata (16

casi). In cinque casi le operazioni ordinarie di maggiore rilevanza sono state poste in essere con società controllate e in un caso con una società riferibile a un amministratore.

## 5 La vigilanza sul governo societario e sugli organi di controllo interno

In linea con gli obiettivi del piano strategico 2013-2015, la vigilanza in materia di governo societario si è concentrata sui conflitti di interessi tra azionisti di controllo e di minoranza e sul connesso rischio di fenomeni espropriativi realizzati attraverso operazioni con parti correlate.

Quale primo passo nell'ottica dello sviluppo di un sistema di selezione delle società secondo un approccio *risk-based*, parte dell'attività di vigilanza sull'applicazione della regolamentazione Consob in materia di operazioni con parti correlate è stata rivolta alle operazioni compiute in esenzione dagli obblighi informativi e/o procedurali ivi previsti, al fine di verificare la corretta qualificazione delle operazioni come 'esentabili'.

In primo luogo, la verifica della corretta identificazione delle operazioni ordinarie e a condizioni di mercato concluse continua a rivestire un'importanza centrale nell'attività di vigilanza. L'identificazione delle operazioni afferenti a « *l'ordinario esercizio dell'attività operativa e della connessa attività finanziaria* » deve avvenire sulla base della definizione contenuta nel Regolamento, che fa riferimento alla classificazione delle operazioni prevista dallo Ias 7 per la redazione del rendiconto finanziario, e degli orientamenti contenuti nella comunicazione 10078683 del 24 settembre 2010, che indicano in oggetto, ricorrenza, dimensione, termini e condizioni contrattuali e natura della controparte gli elementi di cui tenere conto nella valutazione dell'ordinarietà dell'operazione. L'erronea classificazione come ordinarie di operazioni che rientrano nell'attività di investimento ha tra l'altro dato luogo all'avvio di un procedimento sanzionatorio.

In secondo luogo, sono state condotte verifiche su alcune operazioni classificate come 'di importo esiguo', e in quanto tali escluse dall'applicazione del Regolamento. Oggetto dell'attenzione sono stati, da un lato, l'appropriatezza della soglia di esiguità, talvolta emersa come elevata in rapporto alla dimensione della società, alla tipologia di operazione e/o alla natura della controparte (ad esempio consulenze/incarichi professionali conferiti ad amministratori o a studi professionali di cui un amministratore è socio), dall'altro, il corretto computo dell'entità dell'operazione, in particolare in presenza di impegni che prevedono pagamenti pluriennali.

Infine, con riferimento alle deliberazioni di indennità di fine carica/rapporto nei confronti di amministratori esecutivi e dirigenti apicali, la Consob è intervenuta con richieste informative volte a verificare la corretta applicazione della facoltà di esenzione per le remunerazioni corrisposte in applicazione della politica retributiva sottoposta all'assemblea, e quindi l'effettiva coerenza tra indennità deliberata e le

relative previsioni della politica sulla remunerazione. Secondo la prassi consolidatasi negli ultimi anni, e soprattutto in presenza di *rumours* sull'entità dei benefici, la Consob ha richiesto la comunicazione al mereato dell'effettiva indennità e, qualora deliberata *ex novo*, delle procedure seguite per la sua determinazione. Nell'ottica di sistematizzare gli orientamenti e le prassi maturati in questo ambito, è allo studio la formulazione di specifiche raccomandazioni e richieste informative nei casi di cessazione anticipata circa il trattamento effettivamente deliberato a titolo di indennità di fine rapporto, le procedure deliberative seguite e la successione dell'amministratore o dirigente cessato.

Ulteriori aree di interesse della vigilanza, strumentali alla corretta applicazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate, sono rappresentate dall'applicazione delle nozioni alla base della regolamentazione, quelle di parti correlate e amministratori indipendenti.

Quanto al primo aspetto, sono stati condotti alcuni approfondimenti sul censimento delle parti correlate e sulla richiesta valutazione relativa all'individuazione – tenuto conto di particolari assetti proprietari della società, discipline di settore o particolari vincoli statutari o contrattuali – di ulteriori soggetti a cui applicare, in tutto o in parte, le disposizioni del Regolamento. L'adozione di un approccio formalistico e restrittivo nell'individuazione delle parti correlate è emersa in modo particolare in alcuni casi di azionisti titolari di partecipazioni significative ma inferiori alla soglia del 20 per cento del capitale, che i principi contabili internazionali individuano in via presuntiva per l'esercizio dell'influenza notevole, e di studi professionali di cui un amministratore sia socio.

Quanto alla vigilanza sull'applicazione della nozione di indipendenza degli amministratori, alcune criticità si sono presentate anche in ragione della sinteticità delle informazioni sugli esiti delle valutazioni medesime, come riportate nelle relazioni sul governo societario e nei comunicati diffusi ad esito delle verifiche. Tali informazioni, infatti, spesso non consentono un sufficiente apprezzamento delle valutazioni effettivamente svolte, soprattutto in presenza di relazioni che possono assumere rilievo nella valutazione dell'indipendenza tra gli amministratori e la società quotata o soggetti a questa legati. In presenza di tali relazioni è infatti necessario che la valutazione da parte degli organi di amministrazione e controllo, nell'ambito delle rispettive competenze di accertamento dell'indipendenza e di verifica della corretta applicazione dei relativi criteri, sia pienamente informata e avvenga quindi sulla base di una adeguata *disclosure* dei rapporti esistenti.

Gli approfondimenti istruttori svolti sulla valutazione della sussistenza del requisito di indipendenza mostrano l'esistenza di aree di miglioramento nel processo valutativo e nella motivazione delle relative conclusioni e suggeriscono l'opportunità che, oltreché degli esiti, sia fornita al mercato informazione anche del contenuto di tali valutazioni.

Nel corso del 2013 sono stati adottati i primi provvedimenti di diffida per il mancato rispetto della disciplina in materia di quote di genere introdotta nel Tuf con la legge 120/2011. Le diffide sono state adottate nei

confronti di società la cui composizione dell'organo amministrativo (Ternienergia Spa) o di controllo (Banca Intermobiliare Spa) non era conforme al criterio di riparto di genere richiesto per il primo rinnovo successivo all'entrata in vigore della legge. Entrambe le società hanno adeguato nei termini previsti la composizione dei propri organi alle prescrizioni legislative.

Con comunicazione 0061499/13 del 18 luglio 2013 la Consob ha adottato un orientamento interpretativo sull'adeguamento delle società quotande alla disciplina in materia di equilibrio tra generi prevista dagli artt.147-ter, comma 1-ter, e 148, comma 1-bis, del Tuf, ritenendo che gli emittenti, al momento dell'ammissione a quotazione, abbiano esclusivamente l'obbligo di adeguare il proprio statuto a detta normativa, in maniera tale da disporre di un assetto di governo societario che consenta l'adeguamento al primo rinnovo degli organi sociali successivo all'ammissione alla quotazione. Tale conclusione è motivata, da un lato, dalla circostanza che le norme imperative dettate dal Tuf per le società quotate sono applicabili a partire dal primo giorno di ammissione alla negoziazione delle azioni in un mercato regolamentato e, dall'altro, è supportata dal dato letterale delle norme in materia di equilibrio di genere, in base alle quali è lo statuto della società a dover prevedere le disposizioni volte ad assicurare che nell'elezione di componenti dell'organo di amministrazione e di controllo siano rispettate le quote di genere.

In ogni caso, la Consob, tenuto conto dei benefici che possono derivare dalla presenza negli organi sociali di entrambi i generi, anche al fine di evitare un'omologazione delle opinioni al loro interno, con conseguente formazione di un 'pensiero di gruppo' e resistenza alle idee innovative, ha raccomandato alle società quotande che nell'imminenza dell'ammissione a quotazione rinnovino integralmente i propri organi sociali (sia per scadenza naturale sia anticipata) di adeguare la composizione dei suddetti organi al requisito di genere previsto dal Tuf. Si è tuttavia precisato che, anche nell'ipotesi di volontario adeguamento degli organi sociali al requisito di genere prima dell'ammissione a quotazione, il primo mandato di applicazione della disciplina coincide con il primo rinnovo successivo alla quotazione stessa.

Sempre con riguardo alla nomina degli organi sociali, la Consob ha vigilato su rapporti di collegamento tra liste nell'ottica di garantire l'effettiva estraneità dalla compagine di maggioranza dei rappresentanti espressione delle minoranze, in linea con la finalità del voto di lista.

Tra i casi di maggiore interesse, la nomina del Consiglio di Sorveglianza di Intesa San Paolo Spa è stata caratterizzata dalla peculiare circostanza che Eurizon Capital Sgr Spa, gestore del risparmio appartenente al Gruppo Intesa, avesse partecipato alle discussioni e alle deliberazioni del Comitato dei Gestori costituito presso Assogestioni nel corso delle quali sono stati selezionati i candidati per la lista cosiddetta di minoranza presentata dai gestori per la nomina del medesimo Consiglio di Sorveglianza di Intesa. Tenuto conto di tale circostanza – e delle limitazioni che i codici di comportamento dei gestori pongono invece all'esercizio del diritto di voto

con riguardo alle azioni delle società controllanti - la Consob è intervenuta richiedendo al Consiglio di Sorveglianza di Intesa San Paolo di rendere note le proprie valutazioni sulla sussistenza di rapporti di collegamento tra la lista presentata per conto dei gestori del risparmio e la lista, tradizionalmente prima per numero di voti, presentata dalla Compagnia di San Paolo e dalla Fondazione Cariplo. Il Consiglio di Sorveglianza di Intesa ha reso noto di non ritenere sussistente alcun rapporto di collegamento tra le due liste in ragione dell'adozione da parte di Eurizon di presidi per la gestione dei conflitti di interessi, della circostanza che è ammessa la partecipazione alla discussione e votazione per il rappresentante di una SGR che abbia adottato i presidi di indipendenza e che, in concreto, non abbia conflitti di interessi a titolo personale o di terzi, oltreché della mancata partecipazione di Eurizon alla riunione del Comitato dei Gestori che ha approvato la lista definitiva.

Nel corso della stagione assembleare 2013 la Consob ha continuato ad assistere ad alcune assemblee di società quotate nell'intento di osservare lo svolgimento dei lavori e le modalità di partecipazione realmente offerte agli azionisti di minoranza. La partecipazione del personale, in qualità di meri uditori e in forma riservata, ha riguardato assemblee caratterizzate da deliberazioni connesse a situazioni di crisi aziendale, conflitti di interessi di soci, proposte di revoca dell'organo amministrativo, promozione di azioni di responsabilità, nomina degli organi sociali con presentazione di più liste, sollecitazioni di deleghe di voto.

Nell'ambito della vigilanza sugli organi di controllo, la Consob ha richiesto in via continuativa ai sindaci la formulazione delle proprie considerazioni sull'osservanza da parte degli amministratori di specifiche disposizioni legislative o regolamentari e di prassi raccomandate dall'autodisciplina in relazione alle diverse questioni che per ciascuna società quotata sono emerse come rilevanti nella vigilanza sul governo societario. Obiettivo di tale approccio è favorire la più tempestiva valutazione da parte degli organi di controllo dei possibili profili di criticità della *governance* e l'adempimento dei propri doveri di vigilanza in via preventiva e continuativa.

Al fine di rafforzare lo scambio di informazioni con gli organi di controllo e fornire indicazioni utili ad orientarne l'attività di vigilanza, la Consob ha avviato la revisione della comunicazione 1025564 del 6 aprile 2001 e successive modifiche. Tale processo mira ad aggiornare il contenuto delle informazioni di cui si raccomanda l'invio alla Consob con indicazioni più analitiche sullo svolgimento degli specifici compiti di verifica che gli organi di controllo sono tenuti a svolgere e sul contenuto delle relative valutazioni. Le aree su cui si intende concentrare le richieste attengono all'esercizio dei doveri e poteri che la legge attribuisce agli organi di controllo, alla vigilanza sui sistemi di controllo interno e ai rapporti con revisore legale e altri soggetti coinvolti nel sistema dei controlli, alle verifiche in tema di operazioni con parti correlate e di attuazione delle raccomandazioni dell'autodisciplina in tema di nomine, indipendenza e remunerazioni.

## 6 La vigilanza sulle società di revisione

L'attuale assetto normativo attribuisce alla Consob la vigilanza sui revisori legali degli Enti di Interesse Pubblico (Pie). Attualmente sono 25 le società che svolgono attività di revisione legale su Pie (di cui 17 già presenti nell'ex Albo Consob), a fronte di un numero complessivo di incarichi di revisione legale su Pie che supera le 1.500 entità.

Il venir meno nella seconda metà del 2012 dell'Albo precedentemente tenuto dalla Consob ha prodotto effetti abbastanza modesti sul mercato della revisione, con riferimento al settore dei Pie.

Il mercato della revisione legale dei Pie continua a presentare un alto grado di concentrazione. L'analisi della distribuzione degli incarichi di revisione legale dei conti annuali e consolidati 2013 conferma un'elevata concentrazione delle quote del mercato della revisione legale riferibili ai primi quattro operatori del mercato nazionale, le cosiddette *big four*, leader internazionali del settore. Più in particolare, le prime quattro società di revisione legale detengono complessivamente una quota di mercato (basata sul numero di incarichi conferiti dagli emittenti quotati) di poco superiore all'86 per cento. Le singole quote di mercato delle *big four* oscillano tra il 14 e il 26 per cento circa (Tav. 27).

Sulla distribuzione degli incarichi non ha inciso il fenomeno delle interruzioni anticipate dei mandati novennali, previste dall'art.13 del decreto 39/2010 e disciplinate attraverso un apposito Regolamento emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze nel dicembre 2012.

Tav. 27 Distribuzione degli incarichi di revisione sui bilanci 2013 delle società quotate

classe delle società di revisione legale	numero incarichi in società con azioni quotate	quota di mercato <sup>1</sup>
<i>big four</i>	211	86,5
società medie	30	12,3
società piccole	3	1,2
<i>totale</i>	<i>244</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Valori percentuali.

Con riferimento alla possibilità di interrompere anticipatamente gli incarichi di revisione legale dei conti, la nuova disciplina consente alle parti, ove ne ricorrano i requisiti normativi previsti dalle sopra citate disposizioni, di utilizzare, oltre alla preesistente revoca per giusta causa (su iniziativa del soggetto revisionato), anche l'istituto delle dimissioni dall'incarico (ad iniziativa del revisore legale) e la risoluzione consensuale del contratto di revisione.

Nel corso del 2013 sono state comunicate alla Consob 85 cessazioni anticipate di incarichi di revisione legale da parte di enti di interesse pubblico, a fronte delle 92 nel 2012, 25 nel 2011 e solo 9 nel 2010. Rispetto al 2012 sono sensibilmente aumentati i casi di risoluzione consensuale (passati da 25 a 45) e si sono ridotte le revoche (passate da 67 a 37). Le dimissioni si sono verificate in tre casi (nessuno nel 2012; Tav. 28).

Le revoche e le risoluzioni consensuali degli incarichi sono state motivate prevalentemente dal cambio del revisore nel gruppo, dalla modifica del soggetto controllante la società revisionata, dalla sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di revisione legale per intervenuta carenza di requisiti *ex lege* e per la perdita dello status di ente di interesse pubblico. Per quanto riguarda invece le tre dimissioni dall'incarico, in due casi si sono verificati problemi in merito al pagamento/adeguamento dei corrispettivi di revisione e in un caso è sopravvenuta una situazione idonea a compromettere l'indipendenza del revisore.

Tav. 28 Tipologie di cessazione anticipata dell'incarico di revisione legale dei conti  
(1° gennaio 2013 – 31 dicembre 2013)

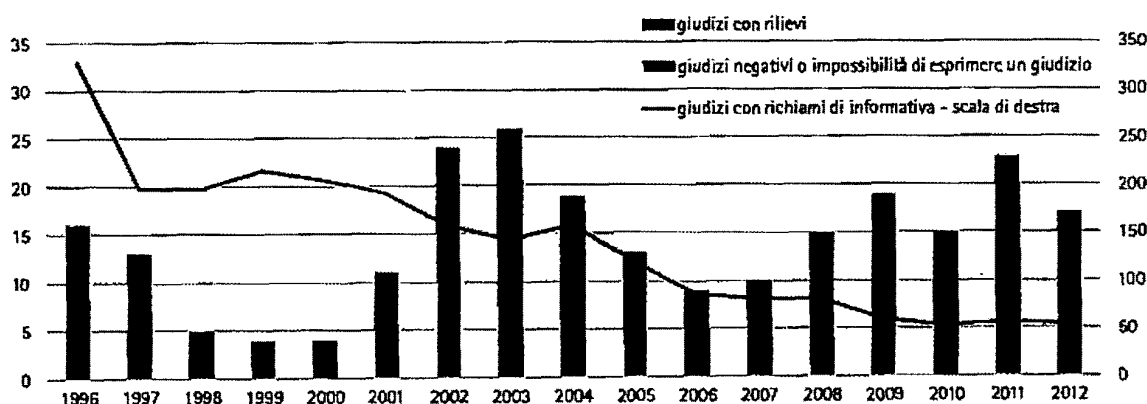
	numero casi	peso <sup>1</sup>
<b>revoca</b>	<b>37</b>	<b>43,5</b>
cambio del soggetto controllante	3	3,5
cambio del revisore del gruppo	7	8,2
cambiamenti all'interno del gruppo	2	2,4
perdita dello status di ente di interesse pubblico	16	18,8
situazione sopravvenuta idonea a compromettere l'indipendenza	1	1,2
sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di revisione legale per intervenuta carenza dei requisiti <i>ex lege</i>	6	7,1
sostituzione richiesta da Commissari Straordinari autorizzata dalla Banca d'Italia ex art. 72 co. 5-bis Tub	2	2,4
<b>dimissioni</b>	<b>3</b>	<b>3,5</b>
mancato pagamento / adeguamento corrispettivi dopo messa in mora	2	2,4
situazione sopravvenuta idonea a compromettere l'indipendenza	1	1,2
<b>risoluzione consensuale</b>	<b>45</b>	<b>52,9</b>
cambio del soggetto controllante	12	14,1
cambio del revisore del gruppo	18	21,2
cambiamenti all'interno del gruppo	2	2,4
perdita dello status di ente di interesse pubblico	2	2,4
sopravvenuta situazione di incompatibilità a seguito di cambio azionista di controllo	2	2,4
sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di revisione legale per intervenuta carenza dei requisiti <i>ex lege</i>	8	9,4
carenze rilevate nell'operato della società di revisione emerse a seguito di proc. sanz. Banca d'Italia vs coll. sind.	1	1,2
<b>totale</b>	<b>85</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Valori percentuali.

Con particolare riferimento alla revisione legale per l'esercizio 2012 dei bilanci annuali e consolidati delle società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani, i revisori e le società di revisione non hanno espresso giudizi negativi (un giudizio negativo nell'esercizio 2011) e hanno dichiarato l'impossibilità di esprimere un giudizio per 13 società (15 nel 2011); per altre 4 società sono stati espressi giudizi con rilievi (7 nel 2011). Infine, i revisori hanno espresso giudizi con richiami di informativa sui bilanci di 54 società (57 nel 2011; Fig. 101).

Con riferimento ai casi di richiami di informativa, per 21 società (15 nel 2011) il richiamo ha messo in evidenza l'esistenza di una significativa incertezza in merito a eventi o circostanze tali da far sorgere dubbi rilevanti circa la capacità dell'impresa di proseguire la propria attività in continuità aziendale, coerentemente con il quadro congiunturale.

Fig. 101 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.

Anche nel corso del 2013 la vigilanza sulle società di revisione è stata realizzata mediante interventi preventivi di controllo di qualità, che hanno natura sistematica, e interventi successivi su casi specifici (*enforcement*).

Per quanto riguarda i controlli di qualità finalizzati alla verifica dell'esistenza e della corretta applicazione delle procedure di controllo interno previste dall'art. 22, comma 1, del d.lgs. 39/2010, nel corso del 2013 è proseguita l'attività di vigilanza relativa al secondo ciclo dei controlli, avviata nel 2012. Sono stati altresì avviati nuovi controlli nei confronti di società di revisione di grandi dimensioni operanti sul mercato, con una richiesta di informazioni e di documentazione finalizzata all'acquisizione di informazioni aggiornate sul sistema dei controlli di qualità in essere presso le società.

Tale attività di vigilanza ha avuto come obiettivo la verifica dell'effettiva implementazione operativa e dell'efficacia delle misure

organizzative e procedurali adottate dalle società di revisione in risposta alle carenze riscontrate dalla Consob in esito al primo ciclo di controlli. È stato altresì svolto un esame delle modifiche e delle integrazioni apportate autonomamente dalle società di revisione alle procedure di controllo di qualità rispetto al quadro delineato nel precedente ciclo di controlli, al fine di individuare eventuali carenze, nonché valutarne l'impatto sia sulla configurazione delle singole procedure, sia sul sistema dei controlli nel suo complesso.

In via generale, il modello organizzativo e le procedure per il controllo della qualità applicati dalle società sottoposte a verifica sono risultati sostanzialmente adeguati rispetto alle indicazioni contenute nei principi di riferimento. È stata tuttavia riscontrata la sussistenza di talune carenze rispetto a specifici aspetti procedurali e organizzativi, in relazione alle quali si è resa necessaria l'indicazione di ulteriori interventi volti a rafforzare il sistema dei controlli della qualità in essere presso le società. È stata altresì riscontrata una non sempre puntuale e corretta applicazione da parte delle società delle procedure di controllo adottate.

Con riferimento alle società di piccole/medie dimensioni esaminate, i controlli svolti hanno evidenziato la presenza di alcune aree di miglioramento.

Per quanto riguarda le procedure poste in essere dalle società di revisione per il rispetto delle regole sull'indipendenza, è stata sottolineata l'importanza di garantire un corretto e tempestivo aggiornamento dei *database* aziendali contenenti le informazioni relative alla composizione degli organi sociali e della struttura dei gruppi Pie, utilizzate per la valutazione dell'indipendenza in sede di accettazione e mantenimento di un incarico nonché per il rilascio della conferma di insussistenza di cause di incompatibilità per lo svolgimento degli incarichi su tali tipologie di soggetti, così come un tempestivo avvio e completamento del processo di conferma annuale di indipendenza del personale professionale.

Con riferimento invece alle procedure relative alla preparazione e competenza del personale, è stato rilevato che la determinazione del fabbisogno annuale di personale per lo svolgimento dell'attività professionale non risulta sempre assistita dalla definizione di un piano delle assunzioni in cui siano esplicitati gli interventi da attuare nel corso dell'anno, sia in termini di nuove assunzioni, sia in termini di avanzamenti di qualifica delle risorse in organico, così come una non sempre adeguata partecipazione del personale professionale alle attività di formazione organizzate in ambito societario, anche su tematiche di primaria importanza ai fini del corretto svolgimento dell'attività di revisione, quali, ad esempio, i principi di etica e indipendenza, il manuale di revisione ovvero le funzionalità del *software* utilizzato per la documentazione del lavoro.

Con riferimento all'assegnazione del personale professionale agli incarichi, non sono state valutate sempre adeguate le forme di controllo volte a garantire l'adeguata composizione del *team* di lavoro e si è riscontrato come, nel determinare le risorse da assegnare agli incarichi, non venga propriamente considerato il numero

di ore effettivamente necessario per lo svolgimento degli stessi (in base ai dati consuntivati per gli incarichi già conclusi), basandosi solo sul numero di ore indicato nella proposta di servizi professionali, valore teorico stimato e non sempre rispondente agli effettivi carichi di lavoro necessari. Un ulteriore punto di attenzione ha riguardato la tempistica della designazione dei *partner* responsabili del lavoro agli incarichi, in taluni casi risultata tardiva, tenuto conto del conseguente coinvolgimento degli stessi solo in fasi avanzate dell'attività di revisione.

Inoltre, relativamente agli incarichi più rilevanti/rischiosi, in relazione ai quali è previsto un riesame indipendente sulla correttezza del processo di revisione da parte di un *partner* diverso da quello responsabile dell'incarico, è stato riscontrato che il ruolo di *independent reviewer* è stato assegnato talvolta a personale professionale in precedenza direttamente coinvolto nello svolgimento dell'attività di revisione, in relazione al quale non sussistevano le condizioni di indipendenza e terzietà richieste dai principi di riferimento per il corretto assolvimento di tale ruolo. Sempre in relazione a tale figura rilevante per la salvaguardia della qualità dell'*audit*, sono state incontrate difficoltà nell'apprezzamento dell'effettiva portata dell'intervento, in ragione di una non adeguata rilevazione delle ore effettivamente impiegate per ciascun incarico da tale figura professionale (circostanza che non consente di valutarne l'effettiva attività), nonché di una generalizzata insufficiente documentazione sia delle attività di verifica svolte, sia delle valutazioni formulate sugli aspetti significativi degli incarichi oggetto di riesame.

Con riferimento all'area della direzione e supervisione degli incarichi, sono stati riscontrati profili di miglioramento in relazione ai presidi di controllo introdotti all'interno delle società di revisione, in esito al primo ciclo di verifiche, dedicati ad analizzare gli scostamenti relativi ai tempi pianificati per lo svolgimento degli incarichi di revisione, nonché a verificare l'adeguata partecipazione agli incarichi da parte del personale professionale con responsabilità di direzione, supervisione e riesame del lavoro. In particolare, punti di miglioramento sono risultati necessari rispetto all'analisi delle ore impiegate a consuntivo dai *partner* responsabili dei lavori e dal personale professionale con responsabilità di direzione, supervisione e riesame, anche con riferimento agli incarichi in cui la partecipazione al lavoro si è discostata significativamente dalle previsioni.

Rispetto alle procedure relative all'importante fase dell'accettazione di nuovi clienti e incarichi, è stato poi rilevato come l'assetto organizzativo adottato non sempre garantisca il completamento dell'intero processo di accettazione, con l'attivazione dei diversi livelli autorizzativi, prima dell'emissione della proposta di prestazione di servizi professionali e dell'apertura della relativa commessa. Rispetto a quest'area procedurale sono state altresì riscontrate carenze attinenti al processo valutativo per l'accettazione e il mantenimento degli incarichi. In alcuni casi non è risultata infatti adeguatamente documentata la valutazione del rischio degli incarichi.

Infine, con riferimento al monitoraggio delle procedure, è stata riscontrata l'assenza di disposizioni interne di carattere operativo, in cui siano definiti i principi e i criteri sulla base dei quali pianificare e svolgere tali attività, così come una non

sempre adeguata e completa documentazione dei diversi passaggi procedurali per la nomina dei soggetti chiamati a svolgere la *review* degli incarichi e l'attribuzione di tali ruoli a figure differenti rispetto a quanto previsto dalla relativa procedura, delle attività di monitoraggio svolte da parte del personale professionale incaricato (*reviewer*) e dei relativi esiti (in particolare con riferimento alle *check-list* utilizzate per la documentazione delle attività di verifica e delle valutazioni formulate nel monitoraggio dei singoli incarichi).

Presidi organizzativi e procedurali sono stati altresì richiesti con riferimento al fenomeno della presenza di accordi commerciali tra società di revisione, che prevedano un rilevante utilizzo di personale professionale esterno nello svolgimento di incarichi di revisione legale. L'esame delle concrete modalità di svolgimento di tali lavori di revisione ha evidenziato infatti come le fasi fondamentali del processo di *audit* fossero di fatto rimesse ad una società di revisione diversa da quella incaricata, circostanza comprovata anche dall'utilizzo della metodologia operativa e della manualistica di tale società di revisione (senza alcuna preliminare valutazione circa l'adeguatezza della stessa), dall'assenza di interventi adeguati nell'ambito del processo di accettazione degli incarichi, dall'assegnazione delle risorse agli incarichi attribuita di fatto a tale ultima società, nonché da carenze nel processo di valutazione dell'indipendenza.

Le verifiche svolte hanno riguardato anche l'esame di un campione di incarichi di revisione svolti su bilanci di Pie. Nell'ambito dei controlli di qualità, la *review* degli incarichi ha come obiettivo la verifica della correttezza dell'attività di revisione e della conformità della stessa ai principi di revisione nelle sue fasi fondamentali, quali l'analisi dei rischi e la pianificazione, lo svolgimento delle procedure di revisione sulle voci di bilancio selezionate e la valutazione degli esiti del lavoro. La verifica non è quindi finalizzata ad identificare tutte le carenze presenti nello svolgimento del lavoro di revisione o nel bilancio sottoposto a revisione.

Le risultanze delle verifiche condotte sugli incarichi sono state considerate anche alla luce del complessivo assetto procedurale delle società, valutando la riconducibilità delle stesse ad eventuali debolezze dell'assetto medesimo. Ove riscontrata tale circostanza, sono stati ovviamente individuati specifici interventi procedurali volti a integrare le procedure e rafforzare il sistema dei controlli in essere presso le società.

In esito alla *review* degli incarichi, è stato richiesto di emanare una disposizione interna nella quale illustrare le carenze riscontrate sugli incarichi oggetto dei controlli e attraverso la quale sensibilizzare il personale professionale a prestare particolare attenzione, nello svolgimento e nella documentazione dell'attività di revisione, agli aspetti in relazione ai quali sono state riscontrate carenze. Aspetti che attengono all'attività di pianificazione dei lavori e alle singole fasi di cui essa si compone (valutazione del rischio, conoscenza del cliente, individuazione delle parti correlate, valutazione del *going concern*, rischio frodi, analisi dei sistemi di controllo, anche mediante il ricorso a esperti di *information technology*) e allo

svolgimento delle procedure di conformità e di validità sulle voci di bilancio selezionate, con particolare riferimento all'acquisizione di sufficienti ed appropriati elementi probativi e a un'adeguata analisi delle evidenze acquisite, nonché alla ripercorribilità nelle carte di lavoro delle verifiche svolte, delle valutazioni formulate e della documentazione di supporto acquisita ai fini delle conclusioni espresse dal revisore.

Per quanto riguarda infine gli *enforcement* svolti sulle modalità di esecuzione di incarichi di revisione legale, nel corso del 2013 sono state trasmesse quattro lettere di contestazioni a tre società di revisione, a seguito dell'accertamento di ipotesi di irregolarità nello svolgimento dei lavori di revisione relativi al bilancio di una banca e ai bilanci di tre emittenti quotati.

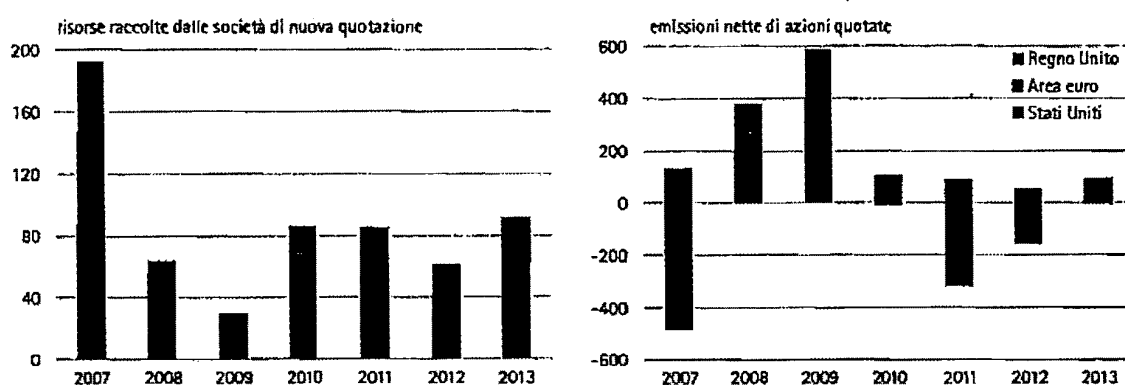
## La vigilanza sull'informativa societaria III

### 1 La raccolta di capitale di rischio e le operazioni di finanza straordinaria

Nel 2013, l'ammontare delle risorse complessivamente raccolte dalle imprese di nuova quotazione sulle principali borse finanziarie delle economie avanzate è risultato più elevato rispetto all'anno precedente del 48,5 per cento, portandosi a 91 miliardi di dollari. Il rinnovato clima di fiducia dei mercati si riflette, peraltro, anche nelle emissioni di azioni quotate, che hanno registrato un saldo netto positivo di quasi 100 miliardi di dollari, a fronte di un equivalente valore negativo nel 2012 (Fig. 102).

In particolare, le risorse raccolte tramite Ipo sui principali mercati dell'Area euro si sono più che triplicate (da 5 miliardi di dollari nel 2012 a quasi 17), mentre sono cresciute del 45 per cento nel Regno Unito (da 12 a 17 miliardi circa) e del 28 per cento negli Stati Uniti (da 44,5 a 57 miliardi circa). Le emissioni nette di azioni quotate sono sensibilmente aumentate nel 2013 raggiungendo 89 miliardi di dollari circa nell'Area euro (56 miliardi nel 2012) e 8 miliardi nel Regno Unito, dove nel biennio precedente si era registrato un flusso negativo di oltre 10 miliardi; negli Stati Uniti il saldo negativo si è ridotto a circa un miliardo (-300 e -150 miliardi, rispettivamente, nel 2011 e nel 2012).

Fig. 102 Risorse raccolte tramite Ipo ed emissioni azionarie nette nelle principali economie avanzate (miliardi di dollari USA)

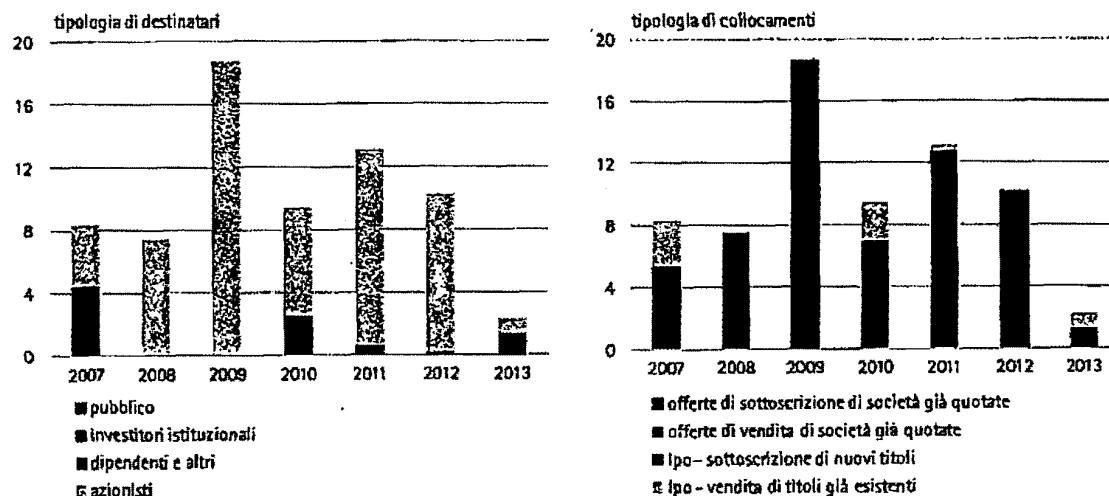


Fonte: elaborazioni su dati Fed, BCE e Bank of England (emissioni nette); World Federation of Exchanges e London Stock Exchange (risorse raccolte). Il dato sulle emissioni statunitensi è destagionalizzato. La raccolta sul mercato statunitense si riferisce ai collocamenti sul Nyse e sul Nasdaq.

Nel 2013 i mercati azionari italiani hanno sperimentato una sensibile contrazione della raccolta complessiva, pari a circa 2,3 miliardi di euro (-77,6 per cento rispetto all'anno precedente). In linea con il dato internazionale, il controvalore delle offerte finalizzate alla quotazione è, invece, aumentato considerevolmente, passando da meno di 200 milioni nel 2012 a quasi 1,4 miliardi nel 2013 (Fig. 103).

Le Ipo realizzate nel 2013, sebbene di ammontare complessivo ancora inferiori ai livelli del 2010, hanno rappresentato il principale canale di raccolta di capitali; la vendita di titoli detenuti dagli azionisti, in particolare, ha costituito il 45 per cento della raccolta totale (un miliardo di euro a fronte di 113 milioni nel 2012). Per contro, gli aumenti di capitale hanno subito una sensibile contrazione rispetto agli anni precedenti, attestandosi su un importo di poco inferiore al miliardo di euro (10 miliardi nel 2012), pari al 41 per cento dell'ammontare totale dei collocamenti.

Fig. 103 Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane (emissioni di nuovi titoli e vendita di titoli già esistenti; miliardi di euro)



Fonte: Borsa Italiana.

Nel 2013 sono state realizzate 16 offerte di società italiane finalizzate alla quotazione sui mercati azionari gestiti da Borsa Italiana, di cui due sul Mercato telematico azionario (Mta), una sul Mercato telematico degli *investment vehicles* (Miv). Con riferimento alle istruttorie relative all'approvazione dei prospetti di ammissione a quotazione si rimanda al paragrafo successivo.

I segnali di ripresa registrati sull'Mta, dove le ammissioni a quotazione sono cresciute rispetto all'anno precedente, sono emersi anche con riferimento all'*Alternative investment market* (Aim) Italia/Mac, che ha registrato 13 nuove ammissioni (oltre a due relative a emittenti esteri).

Le società che si sono rivolte all'Aim, caratterizzate da dimensioni contenute, hanno potuto effettuare offerte in esenzione dalla pubblicazione del prospetto ai sensi della Direttiva 2003/71/CE, prevedendo la distribuzione delle azioni tra investitori istituzionali, e in taluni casi al pubblico, sotto la soglia di 5 milioni di euro.

Il controvalore complessivo delle offerte e la dimensione delle società risultano sensibilmente più elevati rispetto al 2012, seppure lontani dai livelli registrati nel 2007 (Tav. 29).

**Tav. 29 Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane<sup>1</sup>**  
(valori monetari in milioni di euro)

	numero società	capitalizzazione ante offerta <sup>2</sup>	controvalore offerta		totale	peso sulla capitalizzazione post offerta <sup>3</sup>
			sottoscrizione	vendita		
2007	32	9.852	1.428	3.088	4.516	40,1
2008	8	341	147	6	153	31,4
2009	5	342	52	93	145	36,0
2010 <sup>4</sup>	10	8.354	46	2.636	2.682	31,9
2011	8	1.602	61	379	440	26,4
2012	6	602	71	113	184	29,6
2013	16	3.389	314	1.031	1.344	35,8

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia/Mac dal 2012 e sui singoli Mtf nei periodi precedenti all'accorpamento (dal 2007 al 2012 sul Mercato alternativo dei capitali; dal 2007 al 2011 sull'Aim Italia). <sup>2</sup> Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni ante offerta. <sup>3</sup> 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. <sup>4</sup> I dati includono la tranche dell'offerta di Enel Green Power rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti in Spagna (71 milioni di euro circa).

Nel dettaglio, l'ammontare delle Ipo del 2013 si è attestato a circa 1,3 miliardi di euro, pari a quasi 6 volte quello rilevato nel 2012, mentre la capitalizzazione complessiva ante offerta, calcolata al prezzo di offerta, è risultata pari a quasi 3,4 miliardi di euro, a fronte di soli 0,6 miliardi nel 2012.

L'operazione di maggior rilievo nel 2013 è stata l'offerta di Moncler, in termini di controvalore collocato, quasi 800 milioni di euro (58 per cento del totale) e di capitalizzazione ante offerta (oltre 2,5 miliardi, pari al 75 per cento di quella complessiva). L'offerta ha avuto ad oggetto quasi 67 milioni di nuove azioni ordinarie emesse da Moncler e offerte in vendita da 3 azionisti. In considerazione della rilevanza che il Giappone riveste in termini di business per Moncler, nell'ambito del collocamento istituzionale è stato previsto che circa 6,7 milioni di azioni Moncler venissero destinate a una offerta pubblica riservata ai cittadini giapponesi senza che l'offerta fosse finalizzata all'ammissione a quotazione delle stesse sui mercati finanziari del Giappone.

L'offerta globale di vendita e sottoscrizione promossa da Moleskine Spa, per un valore di quasi 270 milioni (un quinto del totale) ha avuto ad oggetto oltre

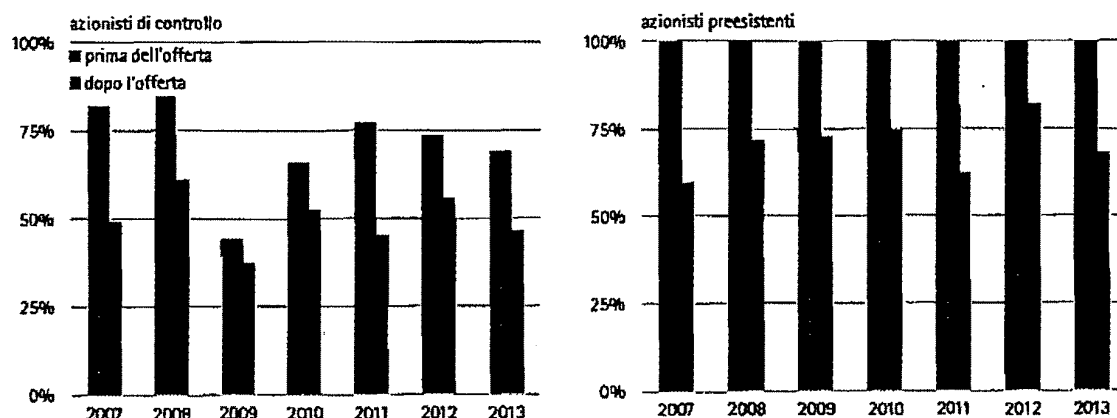
106 milioni di azioni ordinarie, di cui circa 94 posti in vendita dai due azionisti e 12 di nuova emissione.

Le Ipo di Moncler e Moleskine comprovano l'attrattiva del mercato finanziario per le società del settore della moda e del lusso, dopo le importanti Ipo di Brunello Cucinelli e di Salvatore Ferragamo degli anni precedenti.

L'analisi della struttura proprietaria delle società che si quotano ne conferma la scarsa contendibilità. Nel 2013, tuttavia, le quote di capitale detenute dagli azionisti di controllo si sono ridotte a seguito della quotazione (in media dal 69 per cento circa al 46,7 per cento del capitale con diritto di voto), riflettendo un sensibile aumento del flottante rispetto all'anno precedente; una dinamica analoga si rileva con riferimento alla quota degli azionisti preesistenti alla quotazione, scesa dopo l'offerta al 68,3 per cento (82 nel 2012; Fig. 104).

Gli assetti proprietari delle società neoquotate negli ultimi anni hanno presentato anche una modesta diminuzione delle partecipazioni di controllo *ante* quotazione; nel 2013 la quota media di controllo è stata di circa il 69 per cento, a fronte di valori superiori all'80 per cento riscontrati fino al 2008.

Fig. 104 Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione (quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto; valori medi)



Fonte: Consob e Borsa Italiana. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia/Mac dal 2012 (sull'Aim Italia dal 2009). Confronta Note metodologiche.

Anche nel 2013 gli investitori istituzionali sono risultati i principali destinatari dei collocamenti, a conferma del ruolo crescente rivestito nella realizzazione delle offerte finalizzate alla quotazione. In particolare, la quota a essi complessivamente assegnata si è attestata al 92 per cento del totale (lievemente più elevata del 2012), a fronte del 7,8 per cento destinato al pubblico (in contrazione rispetto all'anno precedente). Il rapporto domanda/offerta, più elevato degli anni precedenti, segnala il crescente interesse per le Ipo da parte degli investitori sia pubblici sia istituzionali (Tav. 30).

Con riferimento all'Ipo di Moncler, in particolare, il rapporto fra domanda e collocamento è stato pari a 14,5 per l'offerta pubblica e a 28,4 per l'offerta istituzionale.

Tav. 30 Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte<sup>1</sup>

	quota assegnata <sup>2</sup>				rapporto domanda/offerta <sup>3</sup>	
	pubblico	investitori istituzionali italiani	investitori istituzionali esteri	altri soggetti <sup>4</sup>	offerta pubblica	offerta istituzionale
2007	16,4	24,4	57,7	1,5	2,8	4,0
2008	10,4	46,0	28,0	15,6	1,0	1,1
2009	6,9	31,6	56,7	4,7	1,0	4,0
2010 <sup>5</sup>	75,6	12,7	11,7	—	1,0	1,4
2011	6,8	25,4	67,4	0,3	1,0	1,9
2012	10,0	30,0	60,0	—	6,2	16,5
2013	7,8	26,2	66,0	—	11,0	21,3

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia/Mac dal 2012 e sui singoli Mtf nei periodi precedenti all'accorpamento (dal 2007 al 2012 sul Mercato alternativo dei capitali; dal 2007 al 2011 sull'Aim Italia). <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> 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. <sup>4</sup> Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione. <sup>5</sup> I dati includono la *tranche* dell'offerta di Enel Green Power rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti in Spagna.

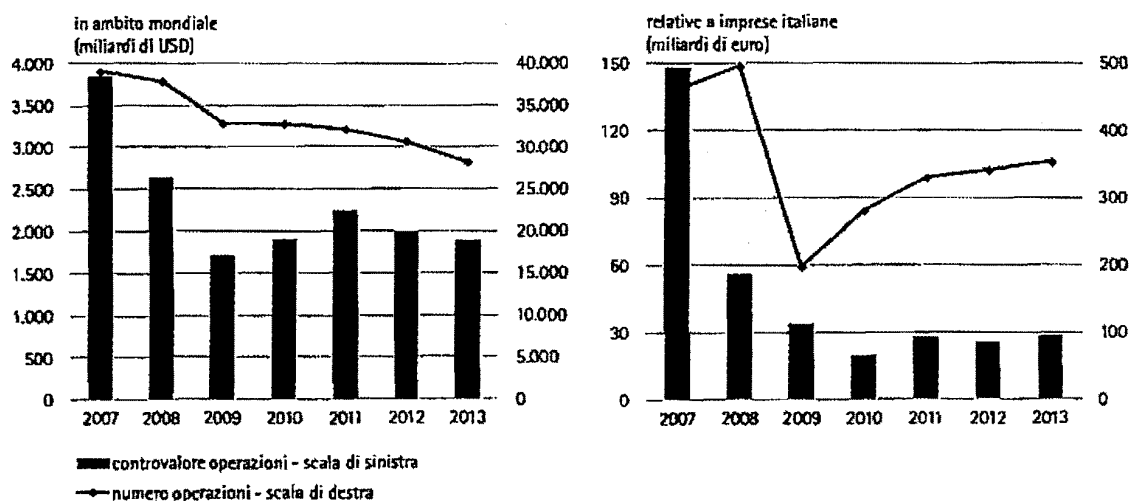
In merito alle operazioni internazionali di fusione e acquisizione (M&A), nel 2013 è proseguita la flessione avviatasi, seppure in maniera discontinua, dal 2009. In particolare, il controvalore delle operazioni completate ha segnato un calo di quasi 100 miliardi di dollari (-5 per cento circa) rispetto al 2012, a fronte di una riduzione dei volumi dell'8 per cento circa. Il comparto italiano evidenzia, tuttavia, segnali di ripresa con un aumento sia del numero di operazioni concluse nell'anno (352 operazioni contro 340 nel 2012) sia del controvalore delle transazioni prossimo al 12 per cento (28,7 miliardi di euro contro 25,7 nel 2012; Fig. 105).

Nonostante sia ancora lontano dai livelli del 2007, il controvalore delle operazioni relative a imprese italiane è risultato lievemente superiore ai valori registrati negli ultimi quattro anni.

Delle oltre 350 operazioni concluse nel 2013, nove hanno superato il miliardo di euro (i cosiddetti *big deals*). Rispetto al 2012, è cresciuta sensibilmente, inoltre, la quota delle acquisizioni di aziende italiane da parte di investitori esteri (da 7,3 a 12,8 miliardi di euro circa; +75 per cento); anche gli investimenti italiani in aziende estere hanno mostrato un significativo incremento (da 1,8 a 4,2 miliardi; +133 per cento). Le operazioni domestiche hanno invece registrato una riduzione, passando dai 16,5 miliardi di euro (pari al 64 per cento del controvalore totale) nel 2012 a 12 miliardi circa nel 2013. Si conferma, infine, la caratteristica dimensionale del mercato italiano, con l'80 per cento dell'ammontare delle transazioni riconducibile alle prime 20 operazioni.

Con riferimento alle offerte realizzate in occasione di operazioni di finanza straordinaria, si rimanda al paragrafo successivo per l'illustrazione dei giudizi di equivalenza espressi dalla Consob.

Fig. 105 Operazioni di acquisizione e fusione



Fonte: Thomson Reuters e KPMG Corporate Finance.

## 2 La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni

Nel corso del 2013 la Commissione ha rilasciato il provvedimento di approvazione di 1.132 prospetti informativi, di cui 517 riconducibili a prestiti obbligazionari e 478 relativi a Oicr (Tav. 31).

Con riferimento alle operazioni di ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario (Mta), la Consob ha approvato la pubblicazione di tre prospetti. Le offerte pubbliche sono andate a buon fine nel caso di Moncler e Moleskine, mentre Savino del Bene, dopo aver ottenuto la proroga dell'offerta e abbassato la forchetta di prezzo, ha deciso di revocare l'offerta in quanto le adesioni ricevute sono risultate insufficienti.

In merito agli aspetti prettamente operativi del processo istruttorio, nel corso del 2013 si è confermata la tendenza da parte degli emittenti di richiedere l'approvazione di prospetti tripartiti, sfruttando la possibilità concessa dalla normativa comunitaria e nazionale di articolare il prospetto in tre diversi documenti (documento di registrazione, nota informativa sugli strumenti offerti e nota di sintesi) sottoposti all'attenzione dell'autorità di vigilanza in momenti distinti.

**Tav. 31 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni**  
(numero prospetti informativi)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ammissione a quotazione di titoli azionari <sup>1</sup>	38	17	6	7	7	2	5
di cui: tramite offerta	27	9	1	2	5	2	3
giudizi di equivalenza	—	6	2	4	6	7	6
aumenti di capitale in opzione ai soci <sup>2</sup>	14	16	23	16	23	7	11
altre offerte <sup>3</sup>	—	—	—	—	—	1	1
offerte di titoli non quotati di emittenti italiani <sup>4</sup>	18	23	28	29	31	24	10
prestiti obbligazionari	1.163	986	748	655	777	535	517
di cui: prospetti base	870	639	472	405	416	286	196
prospetti informativi	115	45	36	24	14	7	3
documenti di registrazione e supplementi	178	302	240	226	347	242	327
covered warrant <sup>5</sup> e certificates	109	99	102	27	65	52	104
ammissione a quotazione di warrant	3	2	10	—	—	—	—
Oicr <sup>6</sup>	422	428	337	380	330	415	478
<b>totale</b>	<b>1.767</b>	<b>1.571</b>	<b>1.254</b>	<b>1.114</b>	<b>1.234</b>	<b>1.043</b>	<b>1.132</b>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati warrant e obbligazioni convertibili). <sup>3</sup> Il dato riguarda offerte di vendita, pubbliche o private, o di sottoscrizione, non finalizzate all'ammissione a quotazione e include anche i piani di stock options riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. <sup>4</sup> Sono inclusi i prospetti relativi a emittenti diffusi, a emittenti azioni non diffuse e a costituende banche; sono esclusi, invece, i prestiti obbligazionari, i covered warrant e certificates e le offerte riservate ai dipendenti. <sup>5</sup> Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più 'serie' di covered warrant. Il totale include 34 prospetti di base, 5 documenti di registrazione e 65 supplementi. <sup>6</sup> 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: i) a partire dal 1° luglio 2009 la pubblicazione di prospetti di Oicr italiani aperti non è più soggetta ad autorizzazione preventiva; ii) dal 1° luglio 2011 è entrata in vigore la nuova procedura di notifica tra l'autorità dello Stato membro d'origine e la Consob stabilita dall'art. 93 della Direttiva 2009/65/CE e dal Regolamento UE 584/2010. Per gli anni fino al 2008 il dato comprende anche le offerte di adesione a fondi pensione che dal 2007 non rientrano più negli ambiti di vigilanza della Consob.

L'approvazione del documento di registrazione è accompagnata da un giudizio di ammissibilità alla quotazione da parte di Borsa Italiana che rende più rapido il rilascio del provvedimento di ammissione a quotazione nel momento in cui si richiede l'approvazione della nota informativa e della nota di sintesi. Tale modalità operativa, pur richiedendo maggiore impegno per l'autorità di vigilanza in termini di risorse impiegate, rende più flessibili le tempistiche e consente agli emittenti di meglio sfruttare le finestre positive di mercato.

Sia Moleskine sia Savino del Bene hanno richiesto, in prima istanza, l'approvazione del documento di registrazione (nel quale sono concentrate tutte le informazioni riguardanti l'emittente) e, successivamente, il provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione della nota informativa (relativa agli strumenti finanziari) e della nota di sintesi.

Delle cinque ammissioni a quotazione indicate, le restanti due sono riconducibili rispettivamente a un'operazione realizzata sul Miv e all'ammissione sull'Mta di Sesa Spa avvenuta tramite passaggio dall'Aim.

Con riferimento alla prima, la Commissione ha autorizzato la pubblicazione di un prospetto informativo relativo all'ammissione a quotazione sul Miv delle azioni ordinarie e dei *market warrant* emessi da Space Spa.

Space è una *Special Purpose Acquisition Company* (Spac) costituita al fine di reperire, mediante un collocamento istituzionale, risorse finanziarie per un ammontare massimo di 150 milioni di euro al fine di procedere, entro due anni dall'inizio delle negoziazioni, alla realizzazione di un'operazione rilevante. In caso di mancata realizzazione dell'operazione rilevante (cosiddetto *business combination*) entro il termine massimo di due anni, l'emittente sarà posto in stato di liquidazione. Il collocamento ha avuto ad oggetto complessivamente 13 milioni di azioni ordinarie, al prezzo unitario di sottoscrizione di 10 euro, per un controvalore complessivo di 130 milioni di euro.

Una delle peculiarità di tale operazione è consistita nell'attribuzione agli azionisti dell'emittente non favorevoli alla proposta di acquisizione societaria formulata dal consiglio di amministrazione all'assemblea dei soci di una duplice facoltà di uscita dall'investimento. In particolare, oltre all'istituto del recesso riconosciuto *ex lege*, è stato previsto che ciascun socio dissenziente potesse esercitare un'opzione di vendita nei confronti della società, nei venti giorni successivi alla convocazione dell'assemblea dei soci, chiamata ad approvare l'operazione rilevante. Tale meccanismo è stato strutturato dall'emittente attraverso un'operazione di acquisto di azioni proprie da parte di Space, mediante l'attribuzione ai soci di una opzione di vendita. Tale fattispecie è disciplinata dall'art. 144-bis, lett. d) del Regolamento Emittenti.

Nel 2013 sei società quotate hanno usufruito dell'esenzione dalla pubblicazione del prospetto di quotazione prevista dall'art. 57, comma 1, lettera d) del Regolamento Emittenti, mettendo a disposizione del pubblico documenti giudicati dalla Consob equivalenti al prospetto informativo.

Molto complessa è risultata, in particolare, l'istruttoria relativa alla fusione transfrontaliera fra Fiat Industrial Spa e CNH Global NV, operazione che ha condotto alla costituzione di una società di diritto olandese, CNH Industrial NV, con azioni quotate in Italia e sul *New York Stock Exchange*, e che, tra l'altro, ha reso necessario, secondo l'interpretazione fornita dall'ESMA in materia, l'attivazione di un processo di collaborazione con l'*Autoriteit Financiële Markten* (Autorità di vigilanza del mercato finanziario dei Paesi Bassi).

La fusione transfrontaliera fra Fiat Industrial e CNH Global NV si inseriva in un progetto di riorganizzazione del Gruppo Fiat Industrial finalizzato alla costituzione di una società capogruppo, CNH Industrial NV, con sede legale nei Paesi Bassi e con sede operativa nel Regno Unito. L'operazione è stata caratterizzata dall'emissione delle cosiddette 'azioni a voto speciale', strumenti non ammessi a quotazione su mercati finanziari che attribuiscono un diritto di voto nelle assemblee aggiuntivo rispetto a quello riconosciuto dalla corrispondente azione ordinaria, e 'diritti

patrimoniali limitati' (quali il diritto a un dividendo accantonato in una speciale riserva che può essere distribuita esclusivamente previa proposta del consiglio di amministrazione e successiva approvazione dell'assemblea generale dei titolari di azioni a voto speciale). Tali azioni sono state assegnate agli azionisti che ne hanno fatto richiesta nell'ambito della fusione ovvero in ogni momento successivo al perfezionamento della fusione, purché l'azionista avesse posseduto azioni ordinarie per un periodo ininterrotto di tre anni. Il documento informativo, integrato secondo le richieste della Consob, ha dunque posto in evidenza i profili di rischio connessi alla circostanza che gli ex azionisti di Fiat Industrial avrebbero ricevuto, ad esito della fusione, azioni di una società non avente più sede legale né operativa in Italia, con l'indicazione sintetica delle principali differenze fra i diritti spettanti alle azioni di CNH Industrial e quelli spettanti alle azioni di Fiat Industrial e di CNH Global, e le principali conseguenze per gli azionisti connesse al diverso regime fiscale applicabile. Inoltre, è stata fornita una compiuta descrizione del meccanismo di voto basato sulle azioni a voto speciale, dei diritti amministrativi e patrimoniali a esse attribuiti e del regime giuridico applicabile. Il documento informativo ha, infine, illustrato le informazioni relative alle previsioni di risultato per l'anno 2013 per il Gruppo Fiat Industrial e i presupposti su cui le stesse sono basate.

Un altro giudizio di equivalenza su cui si è pronunciata la Consob ha riguardato la fusione per incorporazione di Gemina Spa in Atlantia Spa, entrambi emittenti quotati sull'Mta (in merito a tale operazione si veda anche il precedente Capitolo).

Il documento informativo riconosciuto equivalente dalla Consob ha messo in evidenza principalmente: i) i rischi derivanti dall'operatività dei gruppi Atlantia e Gemina in settori fortemente regolamentati, caratterizzati da vincoli e impegni di investimento a carico delle società concessionarie; ii) il significativo indebitamento finanziario netto del gruppo Atlantia (pari a 11,9 milioni al 30 settembre 2013) e del gruppo Gemina (pari a 878 milioni di euro); iii) le ripercussioni sul gruppo post fusione delle difficoltà finanziarie di Alitalia, principale vettore attivo sugli aeroporti gestiti dalla controllata ADR; iv) le difficoltà di valorizzazione e i rischi legati alle particolarità degli strumenti Diritti di Assegnazione Condizionati emessi da Atlantia a favore degli azionisti Gemina nell'ambito del con scambio.

Nel 2013, sempre nell'ambito di un giudizio di equivalenza al prospetto, la Consob ha esaminato la fusione per incorporazione di Premafin Finanziaria Spa, Milano Assicurazioni Spa e Unipol Assicurazioni Spa in Fondiaria-Sai Spa, società che, ad esito della fusione, ha assunto la denominazione di UnipolSai Assicurazioni Spa. Tale operazione porta a compimento il più ampio e complesso progetto di integrazione fra Unipol Gruppo Finanziario Spa (UGF) e Fondiaria-Sai Spa avviato nel 2012 (in merito a tale operazione si veda anche il precedente Capitolo).

Il documento informativo descrive termini e condizioni del progetto di integrazione per fusione e del piano di risanamento ex art. 67, comma 3, lett. d) della Legge Fallimentare, predisposto da Premafin per far fronte alla propria esposizione debitoria, in esecuzione dell'accordo di investimento stipulato tra UGF e Premafin nel

gennaio 2012 con l'obiettivo di salvaguardare la solvibilità di Premafin e Fonsai. Il piano di risanamento, in particolare, ridefinisce le condizioni dell'indebitamento finanziario di Premafin con le banche creditrici, prevedendo due fasi successive. La prima (cosiddetta Fase 1) è legata sostanzialmente all'esecuzione dell'aumento di capitale Premafin - avvenuto il 19 luglio 2012 - e la seconda (cosiddetta Fase 2) è connessa al perfezionamento della fusione. La Fase 2, descritta nel documento e avviatasi al realizzarsi della condizione sospensiva dell'efficacia della fusione, ha dato luogo all'efficacia del contratto di finanziamento di importo pari a 330 milioni di euro, modificativo di quello in vigore all'esito della Fase 1, e dei piani di rimborso in esso pattuiti, nonché all'emissione da parte della società risultante dalla fusione di un prestito obbligazionario convertendo di 201,8 milioni di euro, con scadenza al 31 dicembre 2015, che sarà sottoscritto dalle banche finanziatrici e da UGF. A seguito delle richieste istruttorie effettuate dalla Consob nell'ambito degli approfondimenti relativi alla correttezza dell'informativa contabile degli emittenti interessati all'operazione, con la collaborazione, per i profili di competenza, della Banca d'Italia e dell'Ivass, il documento informativo messo a disposizione del pubblico contiene informazioni in ordine a: i) i rischi relativi al mancato raggiungimento delle sinergie previste dalla fusione; ii) il controllo diretto che UGF avrebbe assunto ad esito della fusione (detenendo il 63 per cento del capitale ordinario di UnipolSai); iii) i profili di rischio connessi alle partecipazioni e al portafoglio titoli delle società coinvolte nella fusione, dando particolare evidenza alle metodologie di *pricing* utilizzate dal Gruppo UGF per i titoli strutturati; iv) gli adempimenti richiesti a UGF dall'Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato - in conseguenza dell'acquisizione del controllo da parte di UGF sul gruppo Premafin - concernenti, tra l'altro, la riduzione delle quote di mercato del Gruppo e la riduzione dei legami partecipativi e dell'indebitamento verso Mediobanca Spa, e il relativo rischio di sanzioni pecuniarie, con conseguenti effetti sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria di UnipolSai, in caso di mancata ottemperanza; v) gli obiettivi e i presupposti del piano industriale del gruppo UnipolSai per il triennio 2013-2015, relativi essenzialmente al conseguimento di un utile netto di 814 milioni di euro e di un indice di solvibilità corretta nel 2015 stimato per un valore superiore al 180 per cento, nonché i profili di rischio connessi al parziale o mancato raggiungimento degli obiettivi posti dal Piano; v) i profili di rischio connessi alle azioni di responsabilità nei confronti degli ex amministratori di Fonsai e Milano Assicurazioni e all'eventuale responsabilità solidale di UnipolSai quale società risultante dalla fusione, al procedimento penale in corso presso la Procura della Repubblica di Torino, anche in termini di misure ex d.lgs. 231/2001, e alle denunce ex art. 2408 del c.c. al collegio sindacale di Fonsai da parte del socio Finleonardo in merito alle procedure di riservazione; vi) i profili di rischio relativi ai business *non core* con riferimento al comparto bancario.

Nel corso del 2013 la Commissione si è anche pronunciata su tre quesiti rivolti da soggetti vigilati. Di questi, due si riferivano all'interpretazione dei casi di esenzione della disciplina del Tuf in materia di offerta al pubblico e quotazione, come specificata negli artt. 34-ter e 57 del Regolamento Emittenti, mentre il terzo concerneva l'ammissione a quotazione di un particolare strumento finanziario.

Nel primo caso, un emittente chiedeva alla Consob se nel computo della soglia di esenzione dalla disciplina dell'offerta prevista dall'art. 34-ter, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti, riguardante i prodotti finanziari inclusi in un'offerta il cui corrispettivo totale, calcolato all'interno dell'Unione Europea e in un arco temporale di 12 mesi, sia inferiore a 5 milioni di euro, occorra considerare congiuntamente l'emissione di azioni e di obbligazioni convertibili in azioni, avvenute contestualmente nel predetto arco temporale. La Commissione ha precisato che, ai fini della definizione di titoli di capitale contenuta nell'art. 2, par. 1, lett. b) della Direttiva 2003/71/CE, così come interpretata anche dall'ESMA, le obbligazioni convertibili sono equivalenti alle azioni e, pertanto, l'emittente, per valersi dell'esenzione prevista dal Regolamento Emittenti, dovrà considerare congiuntamente l'importo di azioni e obbligazioni convertibili emesse.

Nel secondo caso, una società di diritto statunitense, quotata sul Nasdaq e sul NYSE, illustrava alla Commissione un'operazione di compravendita azionaria intercorsa con un'altra società, di diritto inglese e quotata sul *London Stock Exchange*, che prevedeva il pagamento del corrispettivo in parte in denaro e in parte in azioni di nuova emissione della società acquirente, con l'assegnazione di queste ultime, a titolo gratuito, direttamente agli azionisti della società venditrice. La società acquirente, tenuto conto del numero di azionisti della società venditrice residenti in Italia destinatari dell'assegnazione gratuita di azioni, chiedeva alla Commissione se detta distribuzione potesse integrare i requisiti previsti dalla disciplina del Tuf in materia di offerta al pubblico. La Commissione, al riguardo, ha posto in rilievo che la vigente definizione di offerta al pubblico di strumenti finanziari presuppone che il singolo investitore sia chiamato ad assumere un'autonoma decisione di investimento e, di conseguenza, escludeva che nel caso di specie potesse ravvisarsi un'ipotesi di offerta al pubblico: l'operazione rappresentata, infatti, non consente al sottoscrittore di accettare individualmente una proposta, in quanto il perfezionamento della stessa avviene con l'approvazione assembleare da parte dei destinatari e, nel caso di raggiungimento di determinate maggioranze, essa diviene vincolante per tutti i soggetti destinatari della proposta stessa, ancorché assenti o dissenzienti; inoltre, l'elemento di gratuità che caratterizza la distribuzione delle azioni della società acquirente porta a escludere ulteriormente la possibilità di ravvisare l'elemento del corrispettivo, che invece avrebbe dato luogo a un'operazione di reinvestimento da parte degli azionisti della società che ha distribuito dividendi sotto forma di azioni e, quindi, a un'offerta al pubblico di sottoscrizione o vendita.

La Commissione, infine, si è pronunciata sull'impossibilità di ammettere a quotazione un particolare strumento finanziario, emesso da Atlantia Spa nel contesto della fusione fra Atlantia Spa e Gemina Spa. Tale strumento avrebbe conferito ai possessori il diritto all'attribuzione di azioni ordinarie della società emittente a seconda degli esiti di un procedimento penale in cui era coinvolta la società controllata Autostrade per l'Italia Spa. Secondo gli emittenti, l'ammissione a quotazione su un mercato regolamentato di tale strumento avrebbe consentito agli investitori *retail* di monetizzare i diritti, e agli investitori istituzionali esteri di fruire di un regime tributario neutro, contemperando gli interessi di entrambe le categorie di azionisti. Dopo aver escluso che fra le proprie competenze rientri la decisione di

ammettere a quotazione uno strumento finanziario in un mercato regolamentato, la Commissione ha messo in evidenza l'esistenza di dubbi significativi sull'effettiva possibilità per Atlantia di procedere a una compiuta e tempestiva *disclosure* di tutte le informazioni necessarie agli investitori per pervenire a un fondato giudizio sull'investimento proposto, così come richiesto dall'art. 94, comma 2, primo periodo, del Tuf, possibilità che deve accompagnare lo strumento per tutto il periodo in cui lo stesso resta ammesso alle negoziazioni. La controversia in relazione alla quale sarebbero stati emessi i diritti in esame, infatti, verteva su materia particolarmente complessa e caratterizzata da una rilevante situazione di incertezza in tutta la fase del giudizio penale antecedente la sentenza di primo grado; inoltre, la *disclosure* sarebbe stata fortemente condizionata dalla necessità di evitare un conflitto con le strategie processuali che Autostrade per l'Italia intendeva assumere e, in definitiva, con l'esercizio del diritto alla difesa in giudizio.

Nel 2013 la Commissione ha esaminato le operazioni di ricapitalizzazione di undici società quotate nell'ambito delle istruttorie di approvazione del prospetto informativo. Alcune di queste operazioni sono particolarmente degne di nota poiché i relativi aumenti di capitale hanno costituito parte integrante di più ampi progetti di riequilibrio finanziario e di rafforzamento patrimoniale, e risultano strettamente connessi alla contestuale rinegoziazione dei finanziamenti bancari in essere, all'assunzione di impegni di sottoscrizione da parte dei soci prima dell'avvio dell'offerta, alla costituzione di consorzi di garanzia e all'implementazione di nuovi piani industriali. Data la complessità di tali operazioni, la Commissione ha valutato con particolare attenzione l'adeguatezza dell'informativa contenuta nel prospetto ai fini del 'fondato giudizio' di cui all'art. 94, comma 2, del Tuf.

L'aumento di capitale deliberato da RCS (400 milioni di euro in azioni ordinarie e 100 milioni di euro in azioni di risparmio) era parte integrante di un progetto di riequilibrio finanziario e rafforzamento della struttura patrimoniale del Gruppo RCS, comprensivo dell'operazione di rifinanziamento dell'indebitamento finanziario esistente (pari a 600 milioni di euro del debito in scadenza nel secondo semestre 2013 e nei primi mesi del 2014) e dell'implementazione di un piano di sviluppo per gli anni 2013-2015. Il buon esito dell'aumento di capitale e dell'operazione di rifinanziamento del debito bancario dipendeva dall'efficacia di impegni e accordi contrattuali che, seppur giuridicamente autonomi, risultavano tra loro reciprocamente collegati e condizionati: gli impegni di sottoscrizione di alcuni soci di RCS (per almeno 200 milioni di euro); gli impegni di sottoscrizione delle banche garanti (per 182,5 milioni di euro); l'accordo fra RCS e le banche creditrici per il rifinanziamento del gruppo RCS (per 600 milioni di euro). Il prospetto, integrato con le richieste della Commissione, pertanto, riportava informazioni riguardanti: i) i profili di rischio connessi al mancato buon esito dell'aumento di capitale, con specifico riferimento alla prospettiva di continuità aziendale del Gruppo RCS; ii) le esigenze di finanziamento del piano di sviluppo 2013-2015 e i profili di rischio connessi all'eventuale mancata implementazione o all'eventuale implementazione parziale dello stesso; iii) i profili di rischio connessi alle interazioni tra l'efficacia dell'accordo di garanzia sull'aumento di capitale e l'efficacia dell'accordo di rifinanziamento con

le banche; iv) la situazione di conflitto di interessi in capo al *pool* di banche finanziatrici (e/o garanti dell'operazione di aumento di capitale), che rivestivano la posizione di socio o comunque di parte correlata di RCS.

Anche la successiva operazione di aumento di capitale eseguita da Maire Tecnimont Spa, nel giugno 2013, si è svolta nell'ambito di una più complessa manovra di riorganizzazione finanziaria, così come quella effettuata da Prelios Spa nel mese di luglio 2013. In entrambe possono rinvenirsi analoghi profili di rischio. L'operazione complessiva realizzata da Maire Tecnimont, in particolare, prevedeva un aumento di capitale in opzione e un aumento di capitale riservato, a favore di un partner industriale, da versarsi in denaro per un ammontare complessivo di 150 milioni di euro; la ristrutturazione del debito per complessivi 307 milioni di euro e la concessione di una nuova linea di finanziamento per 50 milioni di euro; un piano di dismissione di *assets* ritenuti non più strategici per un controvalore stimato in complessivi 300 milioni di euro. La ristrutturazione del debito, la concessione della nuova linea di finanziamento e l'operazione di aumento del capitale di Maire Tecnimont risultavano inscindibilmente collegati tra loro, al fine di conseguire il risanamento aziendale e realizzare le previsioni del piano industriale, caratterizzato, tra l'altro, dai rilevanti elementi di incertezza connessi all'effettuazione di dismissioni.

Il progetto di riequilibrio finanziario di Prelios Spa comprendeva, invece, un aumento di capitale riservato e un'operazione di rimodulazione dell'indebitamento finanziario dell'emittente definita sulla base di un piano di risanamento asseverato, ex art. 67, comma 3, lett. d), della Legge Fallimentare, relativo agli anni 2013-2016. L'operazione di aumento di capitale, dell'importo complessivo di 185 milioni di euro, prevedeva una quota da offrire in opzione ai soci, pari a 115 milioni di euro, garantita, in parte, da impegni di sottoscrizione assunti dai soci aderenti al previgente patto di sindacato e, in parte, da impegni di garanzia assunti da alcune banche finanziatrici; una quota, pari a 70 milioni di euro, inscindibile, riservata a una società di nuova costituzione riconducibile ad alcuni soci e ad alcune banche finanziatrici. Il prospetto conteneva informazioni in relazione alla contestuale rimodulazione e conversione di parte del debito di Prelios verso i principali creditori (fino a complessivi 519 milioni di euro) in obbligazioni a conversione obbligatoria a scadenza (31 dicembre 2019), e in azioni ordinarie e di categoria B di Prelios. Fra le condizioni della complessiva operazione vi era anche il rispetto della delibera della Commissione del 31 maggio 2013 e della successiva delibera del 9 luglio 2013, nelle quali la Consob ha riconosciuto che l'eventuale superamento, nel capitale di Prelios, delle soglie di partecipazione indicate nell'art. 106, comma 1, e comma 3, lettera b), del Tuf, non avrebbe comportato l'obbligo di offerta pubblica di acquisto in capo ai soggetti che avessero superato le soglie rilevanti per effetto della sottoscrizione dell'aumento di capitale o della conversione dei richiamati strumenti convertendi, potendosi ricondurre tale fattispecie all'ipotesi di esenzione per 'operazioni dirette al salvataggio di società in crisi' di cui all'art. 106, comma 5, lett. a), del Tuf (per maggiori dettagli si rimanda al precedente Capitolo). Nel prospetto, pertanto, si evidenziava che il perfezionamento e l'esecuzione dell'operazione complessiva rappresentavano la condizione necessaria per consentire al Gruppo Prelios di proseguire la propria attività mantenendo il presupposto della continuità aziendale.

Tra le offerte di titoli non quotati di emittenti italiani, nel corso del 2013 sono state realizzate 6 offerte per le quali è stato richiesto all'Autorità l'approvazione di un prospetto (Cassa di Risparmio di Asti – Banca della Provincia di Macerata – Banca Popolare di Vicenza – Banca Popolare Etica – Banca Popolare Sant'Angelo – BCC di Roma).

La peculiarità del tessuto industriale italiano, caratterizzato in modo significativo da piccole e medie imprese, ha mantenuto viva l'aspirazione delle realtà locali a puntare alla costituzione di banche di credito cooperativo o di banche popolari dedicate allo sviluppo del territorio di riferimento. Nel 2013 sono stati presentati alla Consob tre prospetti informativi finalizzati alla offerta pubblica di sottoscrizione di azioni di costituende banche.

In materia, la Consob ha rafforzato l'attività di vigilanza, soprattutto al fine di ridurre i rischi di frode, dal momento che gli investitori sono chiamati a investire in un'entità non ancora costituita e soggetta a un iter costitutivo e autorizzativo lungo e complesso. In particolare, l'attività di vigilanza è stata focalizzata, oltre che sull'informativa resa nel prospetto, anche sulla verifica dei requisiti di stabile organizzazione e autonomia decisionale delle sedi secondarie dei comitati promotori in cui è possibile aderire all'offerta pubblica, sulla trasparenza e sulla corretta previsione del riconoscimento di benefici e dell'assunzione degli oneri da parte dei promotori che hanno sottoscritto il programma dell'attività, ex art. 2337 del c.c., per lo sviluppo dell'iniziativa.

In un caso si è proceduto a rigettare la richiesta di pubblicazione del prospetto informativo. Nella fattispecie in esame, un comitato promotore aveva elaborato una struttura di collocamento dei prodotti finanziari offerti particolarmente articolata su tutto il territorio nazionale, con il coinvolgimento di alcune associazioni sindacali di professionisti. Tuttavia, il programma di attività non risultava sottoscritto né dalle suddette associazioni, né dai professionisti aderenti alle associazioni stesse, presso i cui studi professionali si intendeva stabilire alcune sedi secondarie del comitato. La Consob ha ritenuto detta struttura di collocamento non conforme, poiché il collocamento di prodotti finanziari rappresenta un'attività riservata a soggetti che la prestano professionalmente, previa autorizzazione e sotto la vigilanza della Consob. Gli emittenti, e quindi anche i promotori, possono eccezionalmente svolgere attività di collocamento degli strumenti finanziari dagli stessi emessi, ma di tale deroga possono beneficiare i soli promotori, e non anche associazioni con le quali i promotori abbiano stipulato accordi di collaborazione o *sponsorship*, o i professionisti soci di dette associazioni che non siano anche sottoscrittori del programma di attività ai sensi dell'art. 2337 c.c..

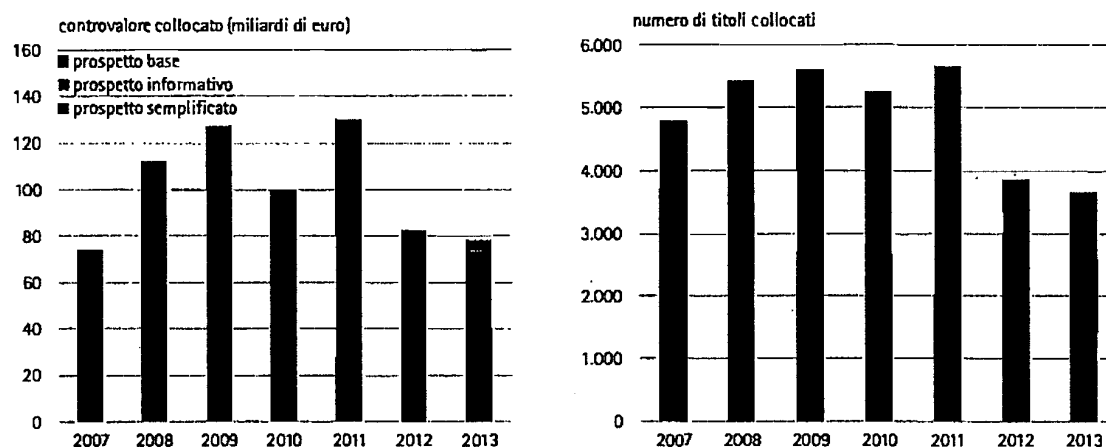
Con riferimento alle offerte al pubblico e/o alle ammissioni alle negoziazioni di strumenti finanziari comunitari *non-equity*, 515 prospetti approvati nel corso del 2013 sono riconducibili a prestiti obbligazionari di emittenti bancari sia italiani sia esteri, mentre 104 si riferiscono a *covered warrant* e *certificates*.

Al riguardo, la perdurante diminuzione della numerosità dei soggetti istanti nonché dei prospetti base approvati, già riscontrata nel corso del 2012, è ascrivibile alle modifiche regolamentari riguardanti l'innalzamento della soglia rilevante per l'adozione del regime semplificato di cui all'art. 34-ter, comma 4 del Regolamento Emittenti.

Dall'analisi delle segnalazioni di vigilanza inviate alla Consob con cadenza trimestrale dagli emittenti bancari, si riscontra una sostanziale stabilità dei volumi collocati nel corso del 2013, pari a circa 78,5 miliardi di euro (circa 83 miliardi nel 2012), a fronte di una lieve riduzione nel numero di titoli collocati, pari a circa 3700 (in flessione del 5 per cento rispetto al 2012; Fig. 106).

In particolare, gli emittenti hanno segnalato circa 2300 emissioni effettuate a valere su prospetti approvati da Consob (circa 2.850 nel 2012) e quasi 1.400 emissioni tramite prospetti semplificati (poco più di 1.000 nel 2012). Il dato evidenzia l'incremento del peso percentuale delle offerte effettuate con il ricorso a prospetti semplificati, rispetto al totale delle operazioni segnalate.

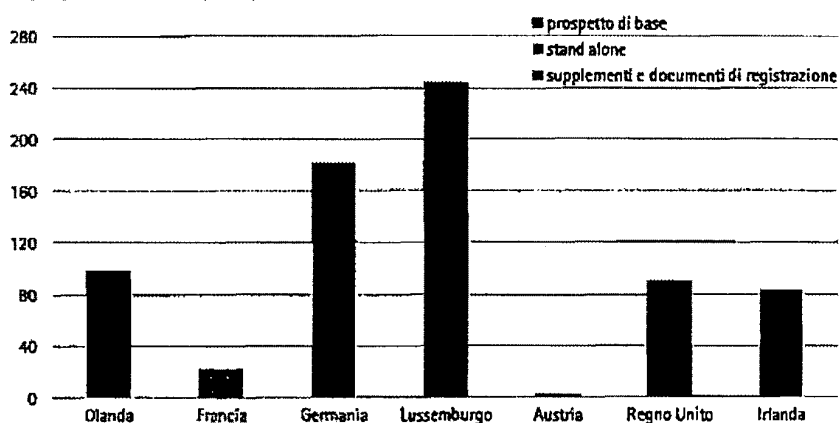
Fig. 106 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrant* di banche italiane



Fonte: Consob.

Con riferimento ai prospetti cosiddetti passaportati relativi a prodotti *non equity* di società finanziarie, ossia prospetti notificati alla Consob da autorità dell'Unione Europea ai sensi della Direttiva 71/2003/CE, nel corso del 2013 la Commissione ha verificato la completezza documentale e la regolarità del certificato di approvazione di 727 documenti, ai sensi della Direttiva 71/2003/CE (872 nel 2012). Detti documenti sono riconducibili per il 16 per cento a prospetti di base, per il 5 per cento a prospetti *stand alone* e per il 79 per cento a supplementi (Fig. 107).

Fig. 107 Offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari non equity – documenti 'passaportati'



Fonte: Consob.

Nel 2013 sono stati, inoltre, trasmessi alla Consob 1280 *final terms* a valere su prospetti di base passaportati (981 nel 2012) stante l'obbligo, in capo agli emittenti, di trasmettere tale documentazione anche alle autorità competenti degli Stati membri ospitanti.

Nel corso dell'anno, infine, 10 soggetti (46 nel 2012) sono stati autorizzati a procedere con 14 emissioni di 'Titoli di Risparmio dell'Economia Meridionale' (64 nel 2012), per un importo complessivo pari a 221,5 milioni di euro (circa 970 milioni nel 2012). A fronte di tali richieste, alla data del 16 febbraio 2014 il controvalore collocato risultava pari a circa 197 milioni di euro.

A tal proposito, si ricorda che dal 2012 è stato attribuito alla Consob il compito di rilasciare il nulla-osta, previa verifica della sussistenza dei presupposti fissati dalla normativa, all'emissione dei cosiddetti 'Titoli di Risparmio per l'Economia Meridionale', di cui al Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, attuativo dell'art. 8 comma 4 del d.l. 70/2011, convertito nella legge 106/2011. Tali strumenti, ideati al fine di sostenere lo sviluppo di lungo termine delle piccole e medie imprese del mezzogiorno, sono oggetto di una disciplina puntuale, per effetto della quale la Consob è tenuta a pubblicare sul proprio sito internet l'elenco dei nominativi degli emittenti e dei controvalori emessi per ciascun anno solare.

Nel corso del 2013 sono stati depositati presso la Consob 410 prospetti (545 nel 2012) relativi a prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, di cui 202 con potenziali criticità informative (Tav. 32).

Tali criticità sono riconducibili all'informativa resa in merito alla struttura finanziaria e al profilo di rischio della proposta d'investimento, al grado di rischio e all'orizzonte temporale a essa connessi, agli scenari probabilistici, ai rendimenti potenziali offerti dall'investimento.

Le imprese di assicurazione, nei casi in cui è risultato necessario, hanno tempestivamente aggiornato l'informativa agli investitori al fine di ripristinare la completezza e la coerenza, dandone opportuna evidenza, nei casi più rilevanti, attraverso appositi avvertimenti sui siti internet.

Tav. 32 Interventi di *enforcement* sui prodotti assicurativi svolti nel 2013

tipologia di contratto	prospetti depositati	prospetti oggetto di monitoraggio	Interventi di vigilanza distinti per area					totale
			unbundling dell'investimento	struttura finanziaria e rischio	meccanismi di rivalutazione	scenari di rendimento	altro	
unit linked	325	198	—	198	—	71	102	371
index linked	6	3	—	3	—	3	2	8
capitalizzazione	79	1	—	1	—	—	1	2
<i>totale</i>	410	202	—	202	—	74	105	381

Fonte: Consob.

Sempre con riferimento all'offerta dei prodotti assicurativi a contenuto finanziario, nel corso del 2013 sono stati esaminati circa 80 prospetti (60 relativi a prodotti *unit linked* e 21 relativi a *index linked*), nonché 37 messaggi pubblicitari reperiti sui siti internet, al fine di individuare eventuali aree di miglioramento della rappresentazione delle caratteristiche dei prodotti.

L'estrazione del campione è stata effettuata sulla base dei volumi relativi ai premi lordi contabilizzati nel corso del 2012 per i prodotti di ramo III e tiene conto, pertanto, della maggiore diffusione tra i risparmiatori *retail* dei prodotti *unit linked*. Dalle analisi svolte sono emerse diverse criticità: in primo luogo, il rischio di ottenere, al momento del disinvestimento, un ammontare inferiore a quanto versato non è risultato sempre rappresentato con la dovuta attenzione; in secondo luogo, la rappresentazione del profilo relativo all'onerosità del prodotto è talvolta di non immediata comprensibilità a causa di meccanismi articolati di commisurazione delle componenti di costo. Tali aspetti sono stati discussi con le singole imprese di assicurazione interessate nel corso di incontri dedicati nei primi mesi del 2014.

Peraltro, anche alla luce delle evidenze delle suddette analisi, nel quadro della più ampia rivisitazione della disciplina Consob dei messaggi pubblicitari, verranno meglio specificati i principi cui devono uniformarsi le imprese di assicurazione che offrono prodotti assicurativi a contenuto finanziario.

### 3 Le offerte al pubblico di acquisto e scambio

Nel corso del 2013 la Commissione ha approvato la pubblicazione di otto documenti di offerta (13 nel 2012) relativi a cinque offerte di acquisto e tre offerte di scambio, aventi ad oggetto in sette casi titoli quotati nei mercati regolamentati. In cinque casi le offerte promosse sono state volontarie, mentre nei restanti tre casi si è trattato di offerte obbligatorie (Tav. 33).

Le offerte pubbliche di acquisto hanno riguardato azioni ordinarie delle società Impregilo, Meridiana Fly, Saras-Raffinerie Sarde, Camfin e Dada. Le offerte di scambio sono state promosse da Hera su azioni Acegas-Aps; da Mittel su azioni proprie, con corrispettivo in obbligazioni di nuova emissione; da Cassa di Risparmio di Bolzano su quote del fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso 'Dolomit', gestito da Castello Sgr.

Nell'ambito delle offerte pubbliche di acquisto, due sono state obbligatorie: si tratta dell'offerta avente ad oggetto azioni ordinarie Dada, promossa a seguito del passaggio della quota di controllo, e dell'offerta su azioni ordinarie Camfin, promossa in esito alla ridefinizione degli assetti proprietari dell'emittente. Tra le offerte di scambio, è stata promossa un'offerta obbligatoria su azioni Acegas-Aps da parte di un soggetto che, a seguito di un'operazione di fusione, era entrato in possesso di circa il 62 per cento del capitale dell'emittente.

A due offerte relative a titoli quotati (una volontaria e una obbligatoria) è conseguita la revoca dei titoli dalla quotazione (Meridiana Fly e Acegas-Aps).

**Tav. 33 Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio per i quali è stata autorizzata la pubblicazione del documento d'offerta nel 2013**

	su azioni quotate	su azioni non quotate <sup>1</sup>	totale
volontarie	3	1	4
preventive			
successive/obbligatorie	3		3
su azioni proprie	1		1
<i>totale</i>	<i>7</i>	<i>1</i>	<i>8</i>
<i>obblig/diritto di acquisto<sup>2</sup></i>	<i>3</i>		

Fonte: Consob. <sup>1</sup> L'offerta ha avuto ad oggetto quote di un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso. <sup>2</sup> Nei casi di obblig/diritto di acquisto non è stato redatto alcun documento di offerta in quanto l'informativa è stata diffusa al mercato tramite apposito avviso/comunicato stampa.

Sei offerte sono state promosse dai soggetti indicati all'art. 39-bis del Regolamento Emittenti. Pertanto, è stato predisposto dagli amministratori indipendenti dell'emittente, ai sensi del predetto articolo, un parere motivato contenente le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo offerto. È risultato, inoltre, applicabile l'art. 40-bis del Regolamento Emittenti concernente la riapertura dei termini dell'offerta.

In tutti i casi menzionati gli amministratori indipendenti che hanno rilasciato il parere hanno espresso una valutazione positiva in merito alla congruità del prezzo offerto.

Nel corso dell'anno la Commissione ha determinato, ai sensi dell'art. 108, comma 4, del Tuf, il corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 2, del medesimo decreto, delle azioni ordinarie Ref Group da parte di Treemee Srl ad esito della relativa offerta.

È stato, inoltre, fissato ai sensi degli artt. 108, comma 4, e 111, comma 2, del Tuf, il corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108 comma 1, del Tuf con contestuale esercizio del diritto di acquisto ex art. 111, comma 1 del medesimo decreto, avente ad oggetto le azioni ordinarie Meridiana Fly Spa da parte di Meridiana Spa.

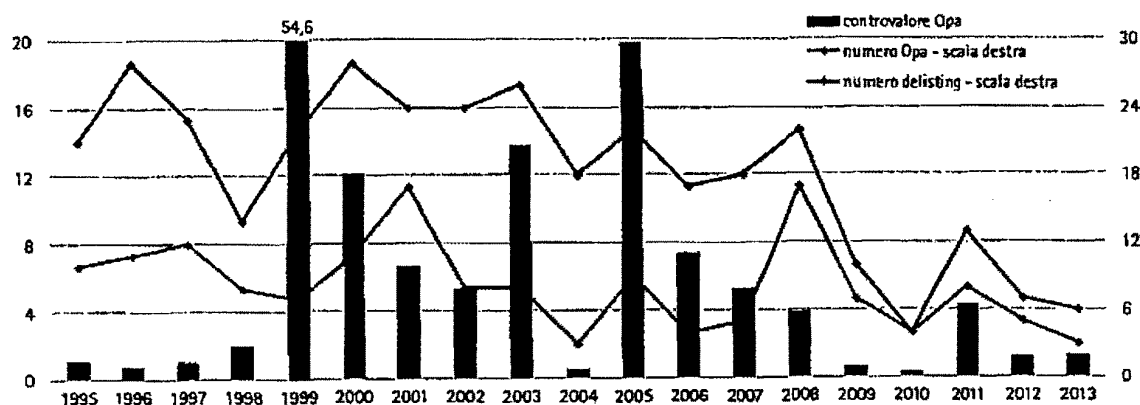
Nel 2013 le offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su titoli di società quotate (Opa) sono risultate in linea con le operazioni dell'anno precedente, sia in termini di controvalore (rispettivamente 1,3 e 1,2 miliardi di euro) sia di numero di offerte (6 e 7; Fig. 108).

Il 70 per cento del valore complessivo delle Opa eseguite nel 2013 è riferibile all'offerta preventiva totalitaria sulle azioni Impregilo promossa da Salini.

Le revocche dalle negoziazioni si sono attestate, nel 2013, al 50 per cento del numero totale di operazioni, in linea con la media di lungo periodo.

Tra il 1995 e il 2013, il *delisting* è stato realizzato a seguito di Opa residuali obbligatorie, ovvero a operazioni di fusione per incorporazione di due o più società; negli ultimi anni le revocche hanno prevalentemente fatto seguito a Opa obbligatoria o volontaria.

Fig. 108 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su titoli di società italiane quotate (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.

Di particolare interesse è stata la struttura dell'offerta di scambio promossa da Mittel su azioni proprie, caratterizzata dalla contemporanea presenza di due operazioni tra loro connesse: i) un'offerta pubblica di scambio volontaria parziale su azioni proprie con corrispettivo in obbligazioni di nuova emissione e quotazione e ii) un'offerta pubblica di sottoscrizione ('Opso'), avente ad oggetto le medesime obbligazioni (con un possibile diverso prezzo di emissione) rivolta a tutti (a prescindere dalla qualità di soci). L'efficacia dell'offerta di scambio era soggetta a talune condizioni tra cui la sottoscrizione di un determinato quantitativo di obbligazioni in sede di Opso (di valore nominale pari almeno a 20 milioni di euro).

L'istruttoria relativa all'offerta ha avuto ad oggetto diversi aspetti, tra cui: i) il prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di sottoscrizione e alla contestuale ammissione a quotazione sul mercato delle obbligazioni del prestito denominato 'Mittel Spa 2013-2019'; ii) il documento di offerta relativo all'Opso; iii) il giudizio di equivalenza delle informazioni ivi contenute.

Nell'ambito dell'offerta pubblica obbligatoria totalitaria promossa da Lauro Sessantuno Spa sulle azioni Camfin Spa, la Consob ha avviato d'ufficio, ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. d), n. 2, del Tuf e degli articoli 47-*sexies* e 47-*octies* del Regolamento Emittenti, un procedimento di aumento del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto, ad esito del quale, ritenendo accertata una collusione tra Malacalza Investimenti Srl e Lauro Sessantuno Spa e i soggetti agenti di concerto con quest'ultimo, con provvedimento motivato del 25 settembre 2013 ha aumentato il prezzo dell'offerta da euro 0,80 a euro 0,83.

Dalle evidenze acquisite dalla Consob nel corso dell'attività di vigilanza è emerso che la cessione della partecipazione detenuta da Malacalza Investimenti Srl in Camfin Spa rappresentava soltanto una parte di un'operazione più complessa, che comprendeva il contestuale acquisto da parte di Malacalza Investimenti Srl di azioni Pirelli & C Spa da soggetti individuati da taluni soci di Lauro Sessantuno Spa. In particolare, è stato accertato che le due compravendite di azioni Camfin Spa e Pirelli & C Spa realizzate il 5 giugno 2013 erano funzionalmente collegate e che l'acquisto di azioni Camfin, presupposto dell'offerta pubblica di acquisto promossa da Lauro Sessantuno Spa, aveva avuto come corrispettivo non soltanto il pagamento in denaro di euro 0,80 per azione, ma anche la possibilità di acquistare con la liquidità ricevuta (integrata dalla quota di spettanza del debito Camfin) poco meno del 7 per cento di azioni Pirelli & C Spa al prezzo unitario di euro 7,80. Pertanto, l'operazione nel suo complesso permetteva a Malacalza Investimenti Srl di ottenere un corrispettivo ulteriore rispetto a quello derivante dalla vendita delle azioni Camfin, pari alla differenza tra il prezzo di euro 8 per azione Pirelli & C Spa (che, secondo i calcoli delle parti coinvolte nell'operazione risultanti dalla documentazione acquisita, risultava dalla valorizzazione a euro 0,80 delle azioni Camfin Spa) e il prezzo di euro 7,80 (prezzo al quale Malacalza Investimenti Srl ha poi effettivamente acquistato le azioni Pirelli & C Spa). A tale maggior corrispettivo equivaleva un maggior valore per azione Camfin pari a euro 0,03. Pertanto, la Commissione, con provvedimento motivato adottato ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. d) del Tuf e dell'art. 47-*octies*

del Regolamento Emittenti, ha proceduto all'innalzamento del corrispettivo dell'offerta promossa da Lauro Sessantuno su azioni Camfin portandolo da 0,80 a 0,83 euro. Avverso tale provvedimento è stato presentato ricorso da Lauro Sessantuno Spa, Unicredit Spa e Marco Tronchetti Provera & C. Spa innanzi al TAR per il Lazio, che ha respinto i predetti ricorsi con sentenze rispettivamente n. 3009/14, n. 3011/14 e n. 3012/14. Il provvedimento di aumento del prezzo è stato, inoltre, oggetto di ricorso innanzi al TAR per il Lazio da parte di Antares European Fund Limited, Antares European Fund II Limited e Antares European Fund Lp, che, in qualità di azionisti di minoranza di Camfin Spa, hanno ritenuto che il corrispettivo offerto non sarebbe stato pari a quello realmente percepito da Malacalza Investimenti per la vendita delle proprie azioni Camfin a Lauro Sessantuno Spa neppure all'esito dell'intervento correttivo della Consob la quale avrebbe dovuto individuare tale corrispettivo in Euro 0,99; anche tale ricorso è stato respinto dal TAR per il Lazio con sentenza n. 3010/14 che non ha ravvisato nell'individuazione del prezzo compiuta dalla Consob alcun difetto di istruttoria.

Di particolare rilievo è stata la vicenda relativa all'acquisizione del controllo di Impregilo Spa da parte del Gruppo Salini, rispetto alla quale si è ipotizzata la sussistenza di un caso di 'azione di concerto' rilevante ai sensi degli artt. 122, 101-bis, comma 4 del Tuf, tra il Gruppo Salini, i fondi d'investimento Amber ed Equità Sim. Più specificamente, l'ipotesi sulla quale sono state svolte le indagini è stata quella dell'esistenza di un patto rilevante ai sensi dell'art. 122 del Tuf tra il fondo Amber e Salini, ovvero, a prescindere dall'esistenza dell'accordo, di una azione di concerto ai sensi dell'art. 101-bis, comma 4, del Tuf.

L'istruttoria ha preso avvio da un'attenta osservazione delle operazioni di acquisto di azioni Impregilo e dall'esame degli esiti ispettivi. Nel corso dell'istruttoria la Consob ha più volte audito i soggetti coinvolti nelle operazioni analizzate e ha loro richiesto la comunicazione di dati e notizie. Nel corso dell'indagine la Commissione si è, inoltre, avvalsa dello scambio di informazioni con la Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano.

Con riguardo alla complessa operazione di salvataggio di Prelios Spa, la Commissione ha escluso l'applicabilità nei confronti dei soggetti coinvolti della disciplina dell'Opa obbligatoria, applicando in via analogica la norma di cui all'art. 106, comma 6, del Tuf.

Tale operazione comprendeva più fasi (un aumento di capitale in opzione garantito da taluni soci e da taluni creditori, un aumento di capitale riservato a un veicolo societario di nuova costituzione, la conversione di parte dell'indebitamento finanziario di taluni creditori-finanziatori in obbligazioni a conversione obbligatoria, la ristrutturazione del debito residuo), tutte funzionalmente dirette al salvataggio dell'emittente attraverso il risanamento dell'esposizione debitoria e il riequilibrio della situazione finanziaria (per ulteriori dettagli in merito all'operazione di salvataggio di Prelios Spa si veda il Riquadro 9).

## Riquadro 9

### L'operazione di salvataggio di Prelios Spa

Con riguardo alla complessa operazione di salvataggio di Prelios Spa, la Commissione ha adottato, ai sensi dell'art. 106, comma 6, del Tuf, un provvedimento motivato con il quale ha disposto l'esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni Prelios Spa da parte dei soggetti coinvolti nell'operazione. Il provvedimento è stato subordinato al rispetto di talune condizioni, tra cui il divieto per i soggetti partecipanti alle fasi dell'operazione di compiere acquisti di azioni Prelios o dei relativi diritti di opzione, nei dodici mesi precedenti la sottoscrizione dell'aumento di capitale o la conversione degli strumenti finanziari convertendi. Tale condizione è stata posta al fine di garantire la parità di trattamento tra i soci, in linea con le finalità del divieto di acquisto previsto dall'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2, del Regolamento Emittenti.

La Commissione ha fornito precisazioni in merito alla portata del divieto. In primo luogo, sono stati esclusi dall'ambito del divieto gli acquisti di azioni Prelios compiuti in esecuzione di ordini per conto dei clienti e gli acquisti effettuati dagli intermediari per conto proprio ma nell'ambito dei servizi prestati alla propria clientela.

Sono state inoltre escluse le operazioni di negoziazione per conto proprio effettuate dall'intermediario con finalità di trading, per scopi propri e non nell'ambito dei servizi prestati alla propria clientela, nonché quelle effettuate con finalità di gestione della propria tesoreria. Tale scelta ha tenuto conto della temporaneità e dell'interesse prettamente finanziario che caratterizzano tali operazioni. Da un lato, si è rilevato, infatti, che l'ampiezza della durata dell'operazione avrebbe comportato una limitazione dell'operatività degli intermediari senza un preciso termine finale di riferimento; dall'altro, si è messo in luce che l'ordinamento già prevede un trattamento di favore per le operazioni di trading, accordato all'art. 119-bis, comma 4, del Regolamento Emittenti. Al fine di tutelare la parità di trattamento tra i soci e di evitare interferenze nella *governance* dell'emittente da parte degli intermediari coinvolti, tuttavia, l'esclusione è stata subordinata al rispetto di talune condizioni (l'acquirente doveva essere un ente creditizio o un'impresa di investimento; l'acquirente non avrebbe dovuto esercitare i diritti di voto inerenti le azioni acquistate né altrimenti utilizzarli per intervenire nella gestione di Prelios; le azioni Prelios detenute nel portafoglio di negoziazione non avrebbero potuto eccedere il limite quantitativo dello 0,5 per cento del capitale sociale dell'emittente; gli acquisti avrebbero dovuto essere effettuati sul mercato e, dunque, senza individuazione della controparte e a condizioni e prezzi di mercato).

Considerate le peculiarità del caso di specie e non ritenendo applicabile a tutti i superamenti di soglia derivanti dai predetti eventi l'esenzione dall'obbligo di Opa disciplinata dall'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2 del Regolamento Emittenti, la Commissione ha ritenuto sussistenti i presupposti per esercitare il potere attribuitole dall'art. 106, comma 6, del Tuf e ha proceduto, in sostanza, a una applicazione in via analogica della predetta norma regolamentare. In particolare, con specifico riferimento all'aumento di capitale in opzione e al connesso impegno di garanzia di sottoscrizione dell'inoptato formulato da taluni creditori-finanziatori, la Commissione ha ritenuto che le caratteristiche dell'operazione, seppur non in linea con la lettera della citata norma, apparivano in linea con la *ratio* sottesa alla medesima e con le finalità di tutela perseguite dall'esenzione in parola. Con provvedimento motivato adottato ai sensi dell'art. 106, comma 6, del Tuf, la Commissione ha dunque disposto che l'eventuale superamento nel capitale di Prelios delle partecipazioni indicate all'art. 106, comma 1, e comma 3, lettera b), del Tuf, individualmente o congiuntamente, da parte dei soggetti coinvolti nell'operazione di salvataggio a seguito dell'esercizio della garanzia di sottoscrizione nell'ambito dell'aumento in opzione e a seguito della conversione delle obbligazioni attribuite a fronte della compensazione del proprio credito, non avrebbe comportato l'obbligo di Opa, potendosi ricondurre la fattispecie in esame all'ipotesi di esenzione per 'operazioni dirette al salvataggio di società in crisi', di cui all'art. 106, comma 5, lett. a), del Tuf, presentando la medesima *ratio* della fattispecie contemplata dall'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2 del Regolamento Emittenti, seppur dalla stessa non espressamente prevista.

Di particolare interesse è stata la vicenda relativa a Telecom Italia Spa, che ha preso avvio dalla stipula, in data 24 settembre 2013, di un accordo modificativo del patto parasociale relativo a Telco (principale azionista di Telecom, con una partecipazione pari al 22 per cento circa) da parte dei soci di Telco Generali, Intesa Sanpaolo, Mediobanca e Telefonica.

L'accordo prevede diverse fasi ad esito delle quali Telefonica potrà rilevare integralmente la partecipazione dei soci italiani, attraverso la sottoscrizione di aumenti di capitale in azioni Telco senza diritto di voto e, a decorrere dal primo gennaio 2014, attraverso l'esercizio sia della facoltà di convertire le azioni senza voto in azioni con diritto di voto, sia dell'opzione di acquisto sul totale delle restanti azioni Telco (per un corrispettivo implicito per azione Telecom almeno pari a euro 1,10 ciascuna). La realizzazione di tali operazioni è subordinata all'ottenimento da parte di Telefonica delle necessarie autorizzazioni da parte delle Autorità antitrust brasiliana e argentina.

L'attività di vigilanza della Consob ha avuto ad oggetto diversi aspetti. In particolare, l'Istituto ha vigilato su alcune operazioni effettuate da Telecom (quali la cessione della partecipata Telecom Argentina e l'emissione di un prestito obbligazionario convertendo in azioni Telecom) e sul corretto svolgimento dell'assemblea degli azionisti di Telecom in sessione ordinaria e straordinaria del 20 dicembre 2013, avente ad oggetto, tra l'altro, la revoca del consiglio di

amministrazione su richiesta dell'azionista Findim Group Sa (possessore del 5,004 per cento del capitale) e l'aumento di capitale a servizio del prestito convertendo.

Nello svolgimento della sua attività di vigilanza, tuttora in corso, la Consob si è avvalsa dei consueti strumenti istruttori previsti dall' art. 115 del Tuf (audizioni, richieste, ispezioni) e della collaborazione con l'Autorità giudiziaria (per maggiori dettagli in merito all'esercizio dei poteri di cui agli artt. 114 e 115 del Tuf si veda il successivo Capitolo).

Con riguardo all'integrazione intervenuta tra i due gruppi assicurativi Unipol e Premafin, nel corso del 2013 la Consob ha provveduto a verificare la coerenza tra quanto stabilito nelle delibere di maggio e luglio 2012, con le quali la Commissione aveva affermato la non applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria, e gli eventi intervenuti successivamente.

La Consob ha valutato la sussistenza delle condizioni a cui è subordinata la concessione dell'esenzione. In primo luogo, a fronte dell'emissione del provvedimento l'ass di autorizzazione alla fusione, è stato accertato che l'operazione di integrazione, unitariamente considerata, è stata strumentale al rafforzamento patrimoniale e al ripristino delle condizioni di solvibilità di Fondiaria Sai e Premafin. Pertanto, si è ritenuta realizzata la condizione apposta per l'applicabilità del caso di esenzione, di cui all'art. 49, comma 1, lett. b), n. 1, (iii), del Regolamento Emittenti, rispetto all'incremento - superiore alla soglia del 5 per cento - della partecipazione detenuta da Unipol Gruppo Finanziario in Fondiaria Sai. In secondo luogo, con riguardo all'acquisto del controllo di diritto di Premafin da parte di Unipol Gruppo Finanziario, a seguito dell'approvazione in assemblea della fusione da parte degli azionisti di Premafin, la Commissione ha valutato la sussistenza della condizione per la concessione dell'esenzione prevista dall'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2, del Regolamento Emittenti, relativa all'esclusione del diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, del codice civile, da parte degli azionisti che, al momento della delibera di esenzione, detenevano il controllo della società.

La Commissione nel corso dell'anno è intervenuta come di consueto a fornire chiarimenti e orientamenti interpretativi in materia di offerta pubblica di acquisto in risposta a quesiti collegati a specifiche operazioni.

Nell'ambito di un'Opa volontaria parziale avente ad oggetto quote di un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso quotato, è stato chiesto alla Consob di valutare l'applicazione di criteri di riparto ulteriori rispetto a quello proporzionale (o *pro rata*) comunemente usato, al fine di assicurare un'effettiva applicazione del principio di parità di trattamento tra i destinatari/aderenti all'Opa nel caso di adesioni superiori al quantitativo di strumenti finanziari oggetto dell'operazione. Considerata, infatti, la consistenza delle quote e l'impossibilità di procedere a un loro frazionamento, l'applicazione del metodo *pro rata* avrebbe reso impossibile soddisfare un numero più o meno ampio di quotisti aderenti.

La Commissione ha stabilito che, al fine di preservare il principio di parità di trattamento ex artt. 103 del Tuf e 42 del Regolamento Emittenti e assicurare a

tutti gli aderenti il diritto di disinvestire, è opportuno che il criterio di riparto sia individuato dall'offerente solo a chiusura dell'offerta, avendo questi a disposizione, soltanto in quel momento, una chiara rappresentazione dei titoli complessivamente portati in adesione, del numero degli aderenti e delle quote da ciascuno apportate.

La Commissione, in risposta a un quesito formulato da una società appartenente alla categoria dei confidi vigilati - iscritta all'albo di cui all'art. 106 del Tub - si è espressa escludendo che l'operazione di scambio tra azioni della società confidi e le quote di un costituendo consorzio sia qualificabile come offerta pubblica di acquisto e scambio ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. v) del Tuf.

A tal fine, la Commissione ha escluso che i titoli oggetto di scambio siano riconducibili alla categoria dei valori mobiliari di cui alla lett. a) del citato art. 1, comma 1-bis e ha altresì escluso che essi rappresentino una 'altra forma di investimento di natura finanziaria' ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. t) del Tuf.

Sono inoltre pervenuti due quesiti relativi all'applicabilità dell'esenzione dalla disciplina dell'Opa a due operazioni di salvataggio di emittenti quotati in crisi.

In un primo caso (Gabetti Property Solution Spa) la condizione di crisi societaria veniva attestata dall'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182-bis della Legge Fallimentare, reso noto al mercato in data 17 ottobre 2013. Le quattro operazioni di aumento di capitale rientranti nell'accordo di ristrutturazione, tutte potenzialmente rilevanti ai fini dell'applicabilità della disciplina sull'Opa, sono state esentate dall'obbligo di Opa in quanto nel complesso volte al salvataggio dell'emittente.

In un secondo caso (Zucchi Spa), la condizione di crisi societaria veniva attestata dall'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182-bis della Legge Fallimentare, intervenuta in data 4 giugno 2013 e resa nota al mercato con comunicato stampa diffuso dalla società il 5 giugno 2013. L'accordo di ristrutturazione risultava connesso all'adozione del piano industriale per gli anni 2013-2017 e prevedeva due operazioni di aumento del capitale volte a dotare la società di una più adeguata struttura patrimoniale e finanziaria. Anche in questo caso la Commissione ha ritenuto di esentare l'operazione dall'obbligo di Opa obbligatoria, ai sensi degli artt. 106 e 109 del Tuf.

Con riferimento a un caso di ristrutturazione societaria volta alla realizzazione di un'intesa strategica fra la società quotata Isagro Spa e un suo partner industriale, la Commissione è stata interrogata in merito alla rilevanza dell'operazione ai fini dell'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria. Dagli accertamenti effettuati in merito al nuovo assetto di controllo della quotata e al contenuto del patto parasociale sottoscritto dal socio entrante e dall'azionista di controllo di Isagro, l'Istituto ha ritenuto che l'ingresso del finanziatore nella catena di controllo della quotata (specificatamente nella Newco che, ad esito dell'operazione, controlla

direttamente Isagro) non comportasse modifiche negli assetti di controllo della società rilevanti ai fini dell'insorgere di un obbligo di Opa.

Inoltre, la Commissione si è pronunciata, su richiesta delle società interessate, in merito all'irrilevanza rispetto alla disciplina dell'Opa obbligatoria dell'operazione di integrazione fra le due holding quotate Gemina Spa e Atlantia Spa, avvenuta tramite fusione per incorporazione.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulla trasparenza delle partecipazioni rilevanti sono emersi alcuni profili critici connessi all'operatività dei *trust*. In particolare, il ricorso all'istituto del *trust*, che nella maggior parte dei casi determina un effetto di 'segregazione patrimoniale', potrebbe essere volto a eludere la disciplina degli assetti proprietari per via dell'ambigua distribuzione dei poteri tra le varie figure del *trust* e delle ricadute sull'individuazione del soggetto che può esercitare il diritto di voto, indipendentemente dalla titolarità della partecipazione.

Con riferimento al *trust* che detiene partecipazioni rilevanti, la Consob aveva già emanato una comunicazione nel 1996 (Comunicazione 96004904 del maggio 1996), con la quale forniva chiarimenti in merito al soggetto tenuto ad adempiere agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni (*trustee*). Di recente, tenuto conto della frequenza con cui tale istituto ricorre nella compagine azionaria degli emittenti quotati in Italia, la Consob è nuovamente intervenuta sul tema, emanando una comunicazione di carattere generale tesa ad aumentare l'informazione relativa ai *trust*. La comunicazione indica una serie di informazioni che i *trust* che detengono una partecipazione rilevante nel capitale o che partecipano a un patto parasociale rilevante ai sensi dagli artt. 120 e 122 del Tuf, sono tenuti a comunicare alla Consob. La Consob ha poi provveduto a pubblicare sul proprio sito internet gli elementi informativi necessari per una corretta trasparenza degli assetti proprietari, al fine di tutelare gli investitori e garantire il regolare funzionamento del mercato.

#### 4 L'informativa societaria

Nel corso del 2013, come di consueto, l'attività di vigilanza sull'informativa societaria si è avvalsa di numerose richieste di informazioni, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, nonché di pubblicazioni di dati e notizie, ai sensi dell'art. 114 [Tav. 34].

In particolare, sono state formulate quasi 750 richieste di comunicazioni alla Consob e oltre 160 richieste di pubblicazioni di dati e notizie. Numerosi interventi sono stati adottati nei confronti degli emittenti per ripristinare l'integrità informativa del mercato, soprattutto in corrispondenza di andamenti anomali delle negoziazioni, nonché di vicende societarie particolarmente complesse o in situazioni di difficoltà finanziaria del soggetto vigilato.

Tav. 34 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>richieste di informazioni ex art. 115 Tuf</b>							
assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate	59	132	155	198	178	141	258
richieste di dati e informazioni	151	392	422	244	404	404	472
richieste di conferma di partecipazioni rilevanti	44	30	214	33	20	18	12
richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione	48	102	—	—	—	—	2
richieste di informazioni sull'azionariato	14	12	20	31	9	7	4
<b>totale</b>	<b>316</b>	<b>668</b>	<b>811</b>	<b>506</b>	<b>611</b>	<b>570</b>	<b>748</b>
<b>richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 Tuf</b>							
integrazioni di notizie da fornire in assemblea	5	11	38	24	18	30	16
integrazioni a documenti contabili periodici	1	21	59	7	15	20	15
informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)	100	90	112	109	76	55	104
informazioni periodiche mensili	1	8	3	9	10	12	6
informazioni periodiche trimestrali	—	—	20	6	—	—	8
integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie <sup>1</sup>	3	8	25	1	6	4	15
integrazioni di documenti Opa	49	30	10	8	4	2	—
integrazioni a prospetti di sollecitazioni deleghe	—	—	—	—	—	5	—
<b>totale</b>	<b>159</b>	<b>168</b>	<b>267</b>	<b>164</b>	<b>129</b>	<b>128</b>	<b>164</b>
esoneri dalla comunicazione di dati e notizie ex art. 114, comma 6, Tuf	3	5	4	2	9	1	18
ritardi nella comunicazione di dati e notizie ex art. 114, comma 3, Tuf	20	4	1	2	4	6	13
richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di rumors	14	5	4	4	2	—	9
segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	—	5	10	6	3	8	13
lettere di richiamo	1	—	—	2	—	—	2
impugnative di bilancio	3	2	1	1	—	1	1
procedimenti di non conformità ex art. 154-ter, comma 7, Tuf	—	—	1	3	—	10	5

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato del 2012 comprende anche una richiesta di integrazione di documenti informativi relativi a operazioni con parti correlate.

L'attività istruttoria svolta, spesso derivante dal costante monitoraggio dei comunicati diffusi al pubblico, del relativo impatto sulle quotazioni e della coerenza con le notizie diffuse da organi di informazione, ha condotto in quasi 260 casi alla convocazione di un rappresentante legale della società o alla richiesta di dati e informazioni (oltre 470 casi) ex art. 115 del Tuf.

Ai sensi dell'art. 114 del Tuf, la Consob ha richiesto in oltre 100 casi di diffondere ulteriori informazioni rispetto a quelle contenute nei comunicati stampa degli stessi emittenti o di integrare e commentare le notizie pubblicate da organi di stampa (quotidiani, agenzie di stampa e siti internet). In più di 30 casi, l'esercizio dei poteri ex art. 114 del Tuf è, invece, stato motivato dalla necessità di rendere più complete le informazioni contenute nella documentazione contabile o redatte ai fini dell'esame da parte delle competenti assemblee dei soci. In 14 casi, inoltre, le società

quotate sono state assoggettate a specifici obblighi di informazione periodica aggiuntiva (per maggiori dettagli si veda il paragrafo successivo).

Nel corso del 2013 sono stati ricevuti 18 reclami motivati, ai sensi dell'art. 114, comma 6, del Tuf, con i quali è stata chiesta la sospensione temporanea degli obblighi di comunicazione.

Sono state inoltre ricevute 13 comunicazioni di ritardo di diffusione di informazioni da parte di emittenti quotati, intenzionati ad avvalersi della facoltà prevista dall'art. 114, comma 3, del Tuf, di posticipare la comunicazione di informazioni privilegiate.

Nel corso dell'anno, la Consob ha anche disposto la pubblicazione di alcune raccomandazioni d'investimento, ai sensi dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti, allo scopo di ridurre le asimmetrie informative presenti sul mercato in corrispondenza della diffusione di notizie significative e di sensibili variazioni del prezzo degli strumenti oggetto delle raccomandazioni.

La Commissione, infine, ha svolto il consueto monitoraggio delle comunicazioni in merito all'operatività degli emittenti sui propri titoli (cosiddetto *buy back*) e alle operazioni di *internal dealing*, nonché un attento controllo delle informazioni, concernenti gli emittenti strumenti finanziari quotati o diffusi, veicolate attraverso internet (siti specializzati, *blog*, *forum* e *social network*).

Con riferimento alle operazioni di *buy back*, nel 2013 gli emittenti azioni quotate hanno trasmesso alla Consob 371 comunicazioni (484 nel 2012). La diminuzione nel numero delle comunicazioni inviate deriva dall'esenzione delle operazioni con controvalori mensili inferiori ai 100 mila euro prevista dalla delibera Consob 18214 del 9 maggio 2012.

Le comunicazioni sono state inviate da 60 soggetti e hanno avuto ad oggetto 64 titoli di cui: 58 azioni ordinarie; un'azione privilegiata; tre azioni di risparmio; due obbligazioni convertibili. Non sono state segnalate operazioni su prodotti derivati.

Inoltre, 11 titoli sono stati oggetto di sole operazioni di acquisto da parte di società del gruppo, 26 di sole operazioni di vendita, mentre su 27 titoli sono state effettuate sia operazioni di acquisto sia di vendita (con una prevalenza delle quantità in acquisto).

Nell'anno 2013 la Consob ha ricevuto, ai sensi dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti, oltre 22 mila studi, con riferimento ai quali l'Istituto ha verificato il rispetto delle disposizioni in materia di correttezza delle informazioni contenute e di *disclosure* dei conflitti di interessi, nonché l'appropriatezza delle modalità di diffusione.

Come di consueto, le società quotate oggetto degli studi sono valutate prevalentemente in termini positivi: circa il 43,7 per cento degli studi monografici contiene, infatti, un giudizio di tipo *buy*. Il contesto congiunturale negativo si riflette, tuttavia, nell'aumento dei giudizi di tipo *sell* (quasi il 17 per cento dei giudizi, nel 2013) e nella netta diminuzione dei giudizi positivi (poco più del 48 per cento, nel 2012). I giudizi di tipo *hold* hanno rappresentato circa il 38 per cento del totale degli studi prodotti (Tav. 35).

**Tav. 35 Distribuzione degli studi monografici per tipologia di consiglio operativo**  
(valori percentuali)

	consiglio operativo				numero complessivo degli studi
	buy	hold	senza giudizio	sell	
2007	53,4	29,6	9,6	7,4	5.648
2008	52,5	31,8	4,3	11,4	6.665
2009	46,5	31,2	5,4	16,9	5.808
2010	53,2	29,4	6,3	11,1	5.358
2011	55,3	28,5	4,7	11,5	5.750
2012	48,2	34,1	2,9	14,8	6.190
2013	43,7	38,2	1,2	16,8	6.497

Fonte: Consob.

Nel corso dell'anno, sono state oggetto di studi monografici 239 società quotate (5 per cento in più del 2012; Tav. 36).

Con riferimento alla ripartizione delle società esaminate dagli analisti finanziari per numero di studi prodotti, si conferma la tendenza rilevata nel 2012: circa il 25 per cento delle società è stato oggetto di oltre 50 studi, mentre altrettante società sono state coperte da meno di 5 studi.

**Tav. 36 Distribuzione delle società oggetto di studi monografici per grado di copertura**

	numero di società oggetto di studi monografici <sup>1</sup>	ripartizione delle società oggetto di studi per numero di studi prodotti <sup>2</sup>					totale
		≥ 51	25 - 50	13 - 24	5 - 12	≤ 4	
2007	246	18,6	8,8	18,5	22,4	31,7	100,0
2008	229	19,7	10,6	17,8	21,6	30,3	100,0
2009	223	22,3	12,4	16,7	19,9	28,7	100,0
2010	215	23,9	9,8	17,7	20,7	27,9	100,0
2011	208	25,9	11,6	14,5	20,7	27,3	100,0
2012	227	23,3	12,3	19,1	18,9	26,4	100,0
2013	239	24,6	10,8	16,9	22,1	25,6	100,0

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Società quotate su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana. <sup>2</sup> Dati in percentuale.

## 5 L'informativa contabile

La vigilanza sull'informativa finanziaria e contabile delle società quotate, come previsto dagli articoli 118-bis del Tuf e 89-quater del Regolamento Emittenti, è stata prevalentemente svolta su base campionaria e in ottemperanza al consueto approccio *risk based*.

Sono stati, inoltre, effettuati approfondimenti specifici per alcuni settori ritenuti particolarmente esposti alla crisi (si veda il successivo Riquadro 10 *La vigilanza sull'informativa contabile del settore bancario*).

L'attività di indagine ha riguardato profili peculiari degli emittenti selezionati e i temi individuati dall'ESMA, nel documento del 12 novembre 2012, quali *European Common Enforcement Priorities* per i bilanci annuali 2012.

Come anticipato nel precedente paragrafo, nell'ambito della vigilanza sull'informazione degli Emittenti, nel corso del 2013 sono state effettuate numerose richieste di dati e informazioni e svolte audizioni di organi societari ai sensi dell'art. 115 del Tuf.

Ai sensi dell'art. 114, inoltre, è stato in molti casi richiesto di integrare le informazioni contenute nei documenti contabili periodici e quelle predisposte per le assemblee o di diffondere informazioni al mercato.

Al termine dell'attività istruttoria, in cinque casi sono stati avviati procedimenti ex art. 154-ter comma 7 del Tuf relativi alla non conformità dei documenti contabili alle norme di redazione e in un caso sono stati attivati i poteri di cui all'art. 157 comma 2 del Tuf (impugnativa di bilancio).

Particolarmente intensa è stata l'attività relativa a emittenti, anche di primario *standing*, interessati da interventi di ristrutturazione finanziaria e aziendale o per i quali è stato necessario condurre approfondimenti di natura contabile in relazione a poste rilevanti dei bilanci.

Nei confronti di Telecom, ad esempio, l'attività di vigilanza si è concentrata sull'eccessivo indebitamento e sul conseguente rischio di *downgrade* da parte delle agenzie di rating e sulle operazioni di natura straordinaria (i.e. scorporo e/o trasformazione in società per azioni della infrastruttura di accesso, integrazione con altri operatori, ricapitalizzazione, cessione di *assets* strategici, ecc.) volte a sanare tali problematiche. Da un punto di vista prettamente contabile, le iniziative della Consob si sono, invece, concentrate sulle verifiche effettuate da Telecom in merito alla recuperabilità degli avviamenti iscritti in bilancio, oggetto di svalutazione in sede di redazione del bilancio 2012 e della semestrale 2013 per un ammontare complessivo pari a circa il 20 per cento del valore di carico iniziale. Particolare attenzione è stata posta all'analisi delle ipotesi sottostanti il piano industriale 2013-2015, in ragione dei mutamenti manifestatisi nei contesti macroeconomico e regolatorio nel medesimo considerati.

Nei confronti della società Unipol Gruppo Finanziario Spa è stato esercitato il potere ex art. 114, comma 5 del Tuf al fine di far integrare - prima dell'assemblea dei soci convocata per l'approvazione del bilancio di esercizio - le informazioni relative ad alcuni strumenti finanziari di debito definiti 'strutturati', detenuti dalla società o da società consolidate, riportate nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2012. A seguito di tale intervento e prima della citata assemblea dei soci, la società - in conformità al principio contabile internazionale las B - ha corretto nel suddetto bilancio consolidato gli errori di classificazione contabile di tali strumenti finanziari rilevati dalla Consob, con riferimento al bilancio 2011 e alla semestrale al 30 giugno 2012, nell'ambito del provvedimento ex art. 154-ter, comma 7 del Tuf assunto il 21 dicembre 2012. È stato, inoltre, chiesto alla società di integrare anche l'informativa riportata nel bilancio 2012 in relazione agli effetti dei cambiamenti compiuti da Unipol nel corso del 2012 nella stima dei valori di mercato dei titoli strutturati emessi da società veicolo. La Consob ha, peraltro, verificato che tali cambiamenti abbiano trovato evidenza anche nel Documento informativo - redatto ai sensi dell'art. 70 del Regolamento Emittenti - relativo alla fusione per incorporazione di Premafin Finanziaria Spa, Unipol Assicurazioni Spa e Milano Assicurazioni Spa in Fondiaria-Sai Spa, in particolare nel paragrafo 1.2.6 'Rischi connessi al portafoglio titoli'.

Nel corso del 2013, ai sensi dell'art. 114 del Tuf, sono state effettuate anche due richieste di diffusione di informazioni al pubblico e due richieste di integrazione di documenti informativi alle società del gruppo Premafin-Fondiaria Sai.

È stato, infatti, richiesto ai consigli di amministrazione delle suddette società, convocati in occasione dell'approvazione del bilancio 2012, di integrare le note ai bilanci consolidati con informazioni riguardanti la consistente rivalutazione delle riserve sinistri di esercizi precedenti, effettuate nel corso dell'esercizio, e le modalità di contabilizzazione di tale rivalutazione.

Nei primi mesi del 2013 è stato, inoltre, richiesto alle suddette società di rendere pubbliche senza indugio, e comunque entro il giorno precedente l'assemblea degli azionisti, le motivazioni degli amministratori in ordine alla mancata applicazione, ai fini della redazione dei bilanci consolidati al 31 dicembre 2012, delle disposizioni del principio contabile internazionale las B 'Principi contabili, cambiamenti nelle stime contabili ed errori' al fine della correzione di errori di esercizi precedenti, secondo quanto era stato riportato nelle delibere di non conformità adottate dalla Commissione nel 2012.

Alle suddette società è stato richiesto, infine, di integrare il documento informativo sulle operazioni con parti correlate e il documento informativo sulla fusione per incorporazione in Fondiaria Sai di Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni e Premafin Finanziaria, con informazioni riguardanti, in particolare, i vari aspetti e le varie fasi costituenti il progetto di integrazione tra le predette società.

La vigilanza sulla correttezza contabile e l'esercizio dei poteri di cui all'art. 154-ter, comma 7, del Tuf, ha riguardato anche il gruppo Carige e Saipem.

Nei confronti del gruppo Carige la Consob si è espressa, in una prima istruttoria, in ordine al trattamento contabile dei profili di fiscalità differita connessi al progetto di riorganizzazione posto in essere dal Gruppo. In particolare, l'orientamento espresso dalla Commissione ha riguardato la contabilizzazione nel bilancio consolidato degli effetti del conferimento del ramo d'azienda di Banca Carige in favore della newco Carige Italia (integralmente posseduta dalla conferente). Nella fattispecie, la Consob ha ritenuto che, in conformità ai principi contabili di riferimento, tali effetti andassero neutralizzati nel processo di consolidamento, configurandosi il conferimento in parola come un'operazione infragruppo. La contabilizzazione della fiscalità differita in continuità con quanto avvenuto prima del conferimento ha comportato l'iscrizione nel bilancio consolidato di un beneficio economico non ricorrente di 259,3 milioni di euro, in luogo del beneficio di 715 milioni, già comunicato al mercato dalla Banca nel maggio 2012.

Nei confronti di Banca Carige l'attività di vigilanza ha inoltre evidenziato criticità nella redazione dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2012 nonché nel bilancio semestrale abbreviato al 30 giugno 2013. In particolare, con riferimento ai bilanci 2012, le principali carenze riscontrate attengono alla valutazione dell'avviamento, delle partecipazioni detenute nelle controllate bancarie e nelle compagnie assicurative e delle attività finanziarie disponibili per la vendita, con particolare riguardo all'interessenza detenuta dall'emittente nella Banca d'Italia. Relativamente al bilancio consolidato semestrale, le carenze riscontrate attengono alla valutazione dell'avviamento e alla quota di partecipazione al capitale della Banca d'Italia. Per quanto riguarda la valutazione degli avviamenti, è stato in particolare rilevato l'utilizzo di presupposti non conformi alle regole sancite dal principio contabile internazionale IAS 36 ai fini del cosiddetto *impairment test*, con particolare riferimento alle assunzioni sottostanti la determinazione del valore d'uso delle controllate bancarie. Considerata la rilevanza delle criticità riscontrate, la Commissione ha ritenuto necessario richiedere la predisposizione di un'apposita situazione economico-patrimoniale consolidata pro-forma al fine di evidenziare gli effetti che una contabilizzazione conforme alle regole avrebbe prodotto sulla situazione patrimoniale, sul conto economico e sul patrimonio netto dell'esercizio 2012 e del primo semestre 2013, per i quali è stata fornita un'informativa ritenuta errata.

La Consob ha, altresì, verificato la correttezza contabile dell'informativa finanziaria fornita da Saipem Spa in seguito alle criticità emerse nel gennaio 2013 sui progetti in portafoglio.

In particolare, la Commissione ha richiesto, ai sensi dell'art. 114 del Tuf, l'integrazione del fascicolo della relazione finanziaria annuale 2012, al fine di chiarire

al mercato la modalità di contabilizzazione delle commesse seguita dalla società, nonché le principali incertezze del processo di predisposizione dei dati prospettici oggetto del *profit warning* annunciato dall'emittente. Successivamente, è stato avviato un procedimento ai sensi degli artt. 154-ter, comma 7 e 157, comma 2, del Tuf nei confronti di Saipem Spa, in relazione alla non conformità ai principi contabili internazionali las 11 e las 1 dei bilanci d'esercizio e consolidato 2012 con riferimento ad alcune commesse per le quali la società aveva imputato solo nel bilancio semestrale 2013 i maggiori costi di *execution* e le penali contrattuali, ritenute di competenza, invece, dell'esercizio 2012. Al riguardo, a seguito dell'attività di *enforcement*, l'emittente ha comunicato nel resoconto intermedio al 30 settembre 2013 la decisione di procedere alla correzione di tali bilanci attraverso l'applicazione, nella relazione finanziaria 2013, del principio las 8 par. 42 ('Errori'), pubblicando, altresì, dei prospetti *pro forma* al fine di fornire evidenza degli effetti che una contabilizzazione conforme alle regole avrebbe prodotto sulla situazione economica e patrimoniale del 2012. La Commissione, tenuto conto che quanto comunicato da Saipem possa consentire di ripristinare la correttezza delle informazioni al mercato, ha chiuso il procedimento in oggetto in quanto venuti meno i presupposti per l'attivazione del potere di chiedere all'emittente la pubblicazione di informazioni supplementari, previsto dall'art. 154-ter, comma 7, o del potere di cui all'art. 157, comma 2, del Tuf.

Due richieste di diffusione al pubblico di informazioni hanno riguardato anche la relazione finanziaria al 31 dicembre 2012 e la relazione semestrale al 30 giugno 2013 di Enel.

Il primo intervento si è focalizzato sul contesto di mercato dell'emittente, sul calo della domanda elettrica e sulla conseguente riduzione dei margini operativi, nel mercato italiano e spagnolo in particolare, sull'*impairment test* dell'avviamento, nonché sulle informazioni relative all'indebitamento finanziario e agli obiettivi dichiarati nel piano industriale di riduzione dello stesso e di dismissione degli *assets* non strategici.

Nell'ambito della seconda iniziativa, è stato richiesto di illustrare gli impatti sulla gestione operativa di ciascuna divisione del gruppo rivenienti dal perdurare del calo della domanda di energia elettrica e gli effetti di detto calo sui risultati previsti nel piano industriale, fornire aggiornamenti in merito all'andamento dell'indebitamento finanziario rispetto agli obiettivi previsti dal piano industriale, nonché le determinazioni assunte dal governo spagnolo in materia di politica energetica per la copertura del cosiddetto 'deficit tariffario', che prevedevano aumenti tariffari per il settore e tagli agli incentivi.

La Consob ha posto in essere, inoltre, diversi interventi volti ad assicurare un adeguato grado di trasparenza circa i piani di rilancio annunciati da società coinvolte in operazioni di ripatrimonializzazione per far fronte a situazioni di crisi economico-finanziaria.

Per quanto riguarda RCS Mediagroup, la Commissione ha richiesto integrazioni di informazioni riferite alle assunzioni e alle ipotesi del nuovo piano industriale connesso all'operazione di rafforzamento patrimoniale realizzata nel 2013. La Commissione ha, inoltre, richiesto la pubblicazione trimestrale di informazioni concernenti l'indebitamento e lo stato di avanzamento del piano industriale, nonché integrazioni di informazioni riferite a specifiche operazioni di cessione di assets.

Nel 2013 la Consob ha, altresì, dichiarato la difformità dai principi di redazione dei bilanci delle società Sintesi Società di Investimenti e Partecipazioni Spa, Investimenti e Sviluppo Spa, K. R. Energy ed Ergy Capital Spa. Le censure hanno riguardato principalmente la valutazione di partecipazioni di controllo e collegamento, nonché le valutazioni previste dallo las 36 'Riduzione di valore delle attività'.

La Commissione ha deliberato anche l'attivazione dei poteri previsti dall'art. 157, comma 2, del Tuf relativamente ai bilanci al 31 dicembre 2011 di Aion Renewables Spa (già Kerself Spa).

Tale iniziativa fa seguito ad altre due avviate dalla Consob nei confronti dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2009 e al 31 dicembre 2010 della allora Kerself Spa. In particolare, le criticità riscontrate hanno riguardato la valutazione dei 'lavori su ordinazione'. Analogamente a quanto riscontrato per i bilanci 2009 e 2010, gli approfondimenti svolti, anche in sede ispettiva, hanno evidenziato il persistere di una significativa carenza e inadeguatezza del sistema amministrativo-contabile e del sistema di controllo di gestione della società e del gruppo, con particolare riguardo al sistema di previsione e rendicontazione economico-finanziaria adottato dalla società e al relativo quadro procedurale.

Di particolare rilievo, per la sua complessità, è stata l'attività di vigilanza sull'informazione finanziaria riguardante Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS), tenuto conto anche della collaborazione con la Procura inquirente in relazione a operazioni poste in essere negli anni 2008 e 2009.

Tra gli aspetti oggetto di approfondimenti si segnala la contabilizzazione delle operazioni di *long term repo* nel portafoglio di MPS stipulate con Deutsche Bank e Nomura e per le quali, nel febbraio 2013, la stessa Banca MPS ha accertato l'esistenza di significative perdite relative al momento in cui tali operazioni sono state poste in essere.

Lo schema contrattuale delle predette operazioni (acquisto titoli di Stato, finanziato da pronti contro termine) è stato trattato da Consob, unitamente a Banca d'Italia e Ivass, anche nel Documento 6 del 'Tavolo las', pubblicato l'8 marzo 2013, indirizzato alle società vigilate, raccomandando, nei casi in cui tali operazioni siano rilevanti, la diffusione di informazioni cosiddette *pro-forma* che evidenzino gli effetti del trattamento contabile delle stesse come derivato. Si è osservato, infatti, che le operazioni di *term structured repo* vengono, generalmente, rilevate in bilancio considerando separatamente le singole componenti contrattuali. Tuttavia, tenuto conto della complessità tecnica delle operazioni e di alcune incertezze interpretative ravvisate negli las/lfrs, si è ritenuto utile che fossero fornite al mercato informazioni

finanziarie ottenute anche con una tecnica di contabilizzazione alternativa rispetto a quella generalmente adottata. In altri termini, è stato chiesto di fornire gli effetti dell'adozione di una contabilizzazione pro-forma 'sintetica' (quale unico derivato, in particolare un *credit default swap* con *physical delivery*, mediante il quale la banca vende protezione sui titoli oggetto di compravendita e riceve una commissione periodica) in alternativa a quella 'a saldi aperti' (ovvero evidenziando l'investimento in Btp tra le attività e la relativa modalità di finanziamento tra le passività).

Banca MPS ha pubblicato il progetto di bilancio 2012, approvato dal Consiglio di Amministrazione del 28 marzo 2013, dando evidenza delle informazioni pro-forma richieste dal Documento 6. I prospetti *pro forma* evidenziavano che la contabilizzazione come derivato comporta una maggiore variabilità dei risultati economici ed effetti più contenuti sul Patrimonio netto. Le informazioni fornite dalla Banca nel progetto di bilancio sono state integrate con un apposito comunicato stampa in data 24 aprile 2013, a seguito di richiesta ex art. 114 del 19 aprile 2013 da parte della Commissione.

In merito al trattamento contabile delle operazioni, la Commissione ha attivato i canali della collaborazione internazionale, anche al fine di reperire elementi comparativi con riferimento al trattamento adottato dalle controparti interessate. Il tema è stato discusso dall'*International Financial Reporting Standards Interpretations Committee* (Ifrs Ic, l'organismo deputato all'interpretazione dei principi internazionali di contabilità, che opera d'intesa con l'*International Accounting Standard Board*, l'organo che definisce questi stessi principi) in data 12 novembre 2013. L'Ifrs Ic ha rilevato che l'applicazione dei paragrafi previsti dai principi contabili internazionali richiede elementi di giudizio tali per cui ha ritenuto di non esprimere uno specifico parere. Su tale posizione è attesa la pronuncia definitiva dell'organo interpretativo ad esito del processo di consultazione.

Tenuto conto della posizione interlocutoria assunta dall'Ifrs Ic, la Consob in data 10 dicembre 2013 ha richiesto a Banca MPS di rendere, su base obbligatoria ai sensi dell'art. 114, nelle rendicontazioni contabili future le informazioni *pro forma* relative alla contabilizzazione come derivato delle suddette operazioni.

Di particolare importanza è stata, altresì, l'attività di monitoraggio sulle informazioni finanziarie delle principali banche quotate. Il proseguimento delle tensioni sull'andamento delle quotazioni del settore bancario, connesse con la persistente congiuntura economica negativa e il crescente deterioramento della qualità degli attivi bancari, ha indotto l'Istituto, coerentemente con l'approccio di vigilanza *risk based*, a intensificare l'attività di monitoraggio sull'informativa finanziaria dei principali istituti di credito quotati. Gli interventi della Commissione sono allineati con i lavori avviati da varie autorità europee e internazionali (ESMA, EBA, FSB, ESRB) finalizzati a rafforzare la trasparenza dei bilanci e la comparabilità dei rendiconti contabili delle istituzioni finanziarie, con ciò contribuendo ad accrescere la fiducia del mercato sull'informativa finanziaria di tali emittenti (Riquadro 10).

## Riquadro 10

### La vigilanza sull'informativa contabile del settore bancario

Nel corso del 2013 è stata condotta un'approfondita analisi comparativa delle informazioni finanziarie riportate nei rendiconti contabili con riferimento alle aree di maggiore interesse per il settore bancario. In tale contesto, è proseguita l'attività di analisi svolta sulle informazioni previste dallo IAS 36, in tema di *impairment test*, e dagli IAS 39, IAS 32, IFRS 7 e IFRS 13 – quest'ultimo entrato in vigore dal 1° gennaio 2013 – in materia di strumenti e rischi finanziari, nonché il costante monitoraggio della qualità della *disclosure* fornita dalle banche italiane sui temi più rilevanti, quali l'*impairment* degli avviamenti, la qualità dei crediti, il *fair value* degli strumenti finanziari, l'esposizione al debito sovrano e gli strumenti derivati.

Le verifiche sono state condotte in coerenza con i lavori internazionali in materia di standardizzazione e miglioramento della *disclosure* dei bilanci degli emittenti bancari. Si richiama l'attenzione, in particolare, sulla fattiva collaborazione che l'Istituto ha prestato all'ESMA per la preparazione del documento pubblicato dall'autorità europea lo scorso 18 novembre (*Review of Accounting Practices – Comparability of IFRS Financial Statements of Financial Institutions in Europe*).

La Commissione ha intensificato l'esame dell'informativa resa al mercato dagli emittenti bancari in merito ai piani economici previsionali e ai programmi di rafforzamento patrimoniale adottati, tenuto conto della rilevanza che tali profili rivestono nell'attuale contesto congiunturale e alla luce dell'evoluzione in corso del quadro regolamentare. In particolare, l'attività di monitoraggio dell'Istituto si è concentrata sugli emittenti bancari quotati o con azioni diffuse che hanno manifestato, nel corso dell'ultimo anno, situazioni di criticità, soprattutto in seguito a esiti sfavorevoli di accertamenti ispettivi condotti dalla Banca d'Italia (si citano ad esempio Banca MPS, Banca Carige, Banca Popolare di Milano, Banca Etruria, Banca Marche, Banca Popolare di Spoleto, Veneto Banca).

La Commissione ha, altresì, ritenuto opportuno svolgere una specifica attività istruttoria sulle informazioni rese al mercato dalle principali banche italiane quotate in merito all'esposizione nei confronti della Società Carlo Tassara Spa – azionista rilevante di diversi grandi emittenti quotati italiani – e al processo di ristrutturazione dell'indebitamento di tale società, in corso di svolgimento. Al termine delle attività istruttorie, la Commissione ha esercitato i poteri ex art. 114 del Tuf, richiedendo a Intesa Sanpaolo e Unicredit – a causa della relativa esposizione nei confronti del gruppo Tassara – di comunicare al mercato gli elementi essenziali del nuovo accordo di ristrutturazione del Gruppo e gli effetti dell'accordo sulla situazione patrimoniale ed economica delle stesse, al fine di garantire agli investitori un sufficiente grado di trasparenza della *disclosure* sui rischi.

Un ulteriore strumento di vigilanza è rappresentato dall'assoggettamento delle società quotate a specifici obblighi di informativa periodica aggiuntiva, imposti sulla base dei poteri conferiti dall'art. 114 del Tuf. Tali obblighi vengono modulati tenendo conto dei possibili mutamenti della situazione in cui versano le società, e a tal fine sono oggetto di relazioni di revisione due volte l'anno, in occasione della pubblicazione del bilancio e della semestrale delle società interessate. Ad esito della revisione, gli obblighi informativi possono essere confermati, ovvero modificati nella frequenza (che può essere mensile o trimestrale), ovvero revocati, laddove emerga un definitivo superamento delle condizioni di crisi aziendale che ne avevano comportato l'imposizione.

Nel corso del 2013, sei società sono state sottoposte a obblighi informativi mensili e 8 a obblighi trimestrali. Al 31 dicembre 2013, 33 emittenti quotate risultavano sottoposti a obblighi mensili e 15 a obblighi trimestrali.

## IV La vigilanza sugli intermediari

### 1 I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento

Nel 2013 il numero di banche e Sim autorizzate alla prestazione di servizi di investimento è risultato pari a 723, a fronte di 744 nel 2012 (Tav. 37).

In particolare, a fine 2013 il numero di banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento risultava pari a 629 (643 a fine 2012), di cui 41 succursali di banche comunitarie o extracomunitarie, mentre il numero di Sim era pari a 94 (101 a fine 2012).

Tav. 37 Intermediari per servizi di investimento autorizzati

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Sim</b>							
<i>numero soggetti autorizzati</i>	108	113	115	110	102	101	94
consulenza	108	109	110	103	94	92	84
negoziazione per conto proprio	24	20	17	15	14	14	15
negoziazione per conto terzi	35	31	25	23	20	20	22
collocamento con preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	12	9	8	6	5	5	5
collocamento senza preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	74	68	61	53	47	46	44
gestione su base individuale	56	50	49	47	46	44	43
ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	59	60	54	52	49	50	48
gestione di Mtf	—	2	2	3	3	3	3
<i>numero medio di servizi per soggetto</i>	3,30	3,01	2,77	2,69	2,68	2,67	2,81
<b>Banche</b>							
<i>numero soggetti autorizzati</i>	742	734	725	701	676	643	629
consulenza	723	700	692	673	651	617	602
negoziazione per conto proprio	559	540	535	516	500	467	461
negoziazione per conto terzi	561	541	536	515	499	466	461
collocamento con preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	267	261	261	242	225	208	201
collocamento senza preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	713	705	699	674	651	616	603
gestione su base individuale	222	212	208	195	181	170	169
ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	722	713	705	683	660	624	614
gestione di MTF	1	1	1	1	1	1	1
<i>numero medio di servizi per soggetto</i>	4,72	4,65	4,66	4,65	4,65	4,60	4,63

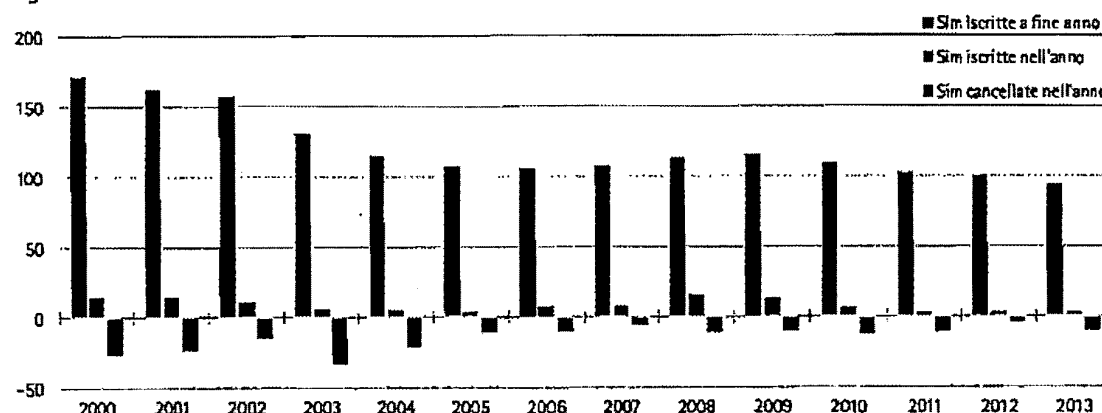
Fonte: Consob e Banca d'Italia. <sup>1</sup> Include il collocamento con acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

Rispetto al 2007, si è ridotto sensibilmente il numero di soggetti abilitati alla prestazione di almeno un servizio di investimento, con 127 unità in meno, di cui 113 banche e 14 Sim. Tale andamento riflette, presumibilmente, un processo di concentrazione innescato sia dalla crisi finanziaria sia dall'entrata in vigore della MiFID.

Il livello di concentrazione nel settore della prestazione dei servizi di investimento da parte di intermediari bancari risulta elevato, con il 30 per cento della clientela complessiva riferibile a tre banche (il 50 per cento a dieci banche). Con riferimento ai gruppi bancari, oltre i due terzi della clientela è riferibile a 10 gruppi.

Con riferimento all'Albo delle Sim, nel corso del 2013 il numero di iscrizioni è stato di tre unità, mentre le cancellazioni sono state 8, in prevalenza conseguenti a uscite volontarie dal mercato ovvero ad acquisizione da parte di altri intermediari (Fig. 109). Inoltre, due Sim sono state oggetto di un provvedimento del Ministero dell'Economia e delle Finanze di revoca dell'autorizzazione alla prestazione di servizi e attività di investimento (con conseguente cancellazione dall'albo) e di sottoposizione alla liquidazione coatta amministrativa, ai sensi dell'art. 57 del Tuf.

Fig. 109 Albo delle Sim e delle società fiduciarie



Fonte: Consob.

A fine 2013 si contavano 2.449 imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia in regime di libera prestazione di servizi (2.377 a fine 2012) e 58 imprese autorizzate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale (55 a fine 2012).

Con riferimento ai singoli servizi di investimento, 14 imprese comunitarie risultano autorizzate alla negoziazione per conto proprio, 32 all'esecuzione di ordini per conto dei clienti, 13 alla sottoscrizione e/o al collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, 27 al collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, 21 alla gestione di portafogli, 51 alla ricezione e trasmissione di

ordini, 42 alla consulenza in materia di investimenti e una alla gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Delle imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante succursale, 43 hanno come paese di origine la Gran Bretagna.

Nel corso del 2013 tre soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento hanno manifestato una situazione di insolvenza (due Sim e una Sgr), portando a 36 il totale degli interventi da parte del Fondo nazionale di garanzia (di cui 33 con avvenuto deposito dello stato passivo).

Dal 1997 il sistema di indennizzo è intervenuto complessivamente in 36 casi (20 Sim, 10 agenti di cambio, 4 Sgr e due banche). Tale gestione, relativa alle procedure concorsuali con stato passivo depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998, si affianca alla cosiddetta gestione speciale, relativa alle insolvenze pregresse, alla cui copertura concorre il Ministero dell'Economia e delle Finanze (Tav. 38).

**Tav. 38 Interventi del Fondo nazionale di garanzia**  
(situazione al 31 dicembre 2013; valori monetari in migliaia di euro)

	insolvenze <sup>1</sup>				
	Sim	agenti di cambio	Sgr	banche	totale
1997-2007	16	8	—	—	24
2008	—	1	—	—	1
2009	—	—	1	—	1
2010	2	—	1	—	3
2011	—	—	1	1	2
2012	—	1	—	1	2
2013	2	—	1	—	3
<b>totale insolvenze</b>	<b>20</b>	<b>10</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>36</b>
<b>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</b>	<b>18</b>	<b>10</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>33</b>
numero creditori ammessi	2.616	1.008	1	—	3.625
importo crediti ammessi <sup>2</sup>	27.674	42.338	3.751	—	73.763
interventi del fondo <sup>3</sup>	9.306	11.183	—	—	20.489

Fonte: elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. <sup>1</sup> Insolvenze il cui stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. <sup>2</sup> Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. <sup>3</sup> Indennizzi deliberati, pagati o impegnati a fronte delle istanze pervenute.

Nel 2013 la Consob ha istituito il Registro dei gestori dei portali di *equity crowdfunding*, suddiviso in due sezioni. La sezione ordinaria è destinata ad accogliere l'elenco dei soggetti – diversi da banche e imprese di investimento – autorizzati dalla Consob previa presentazione di apposita istanza di iscrizione; la sezione speciale è destinata ad accogliere l'elenco delle banche e imprese di investimento che hanno comunicato preventivamente l'intenzione di svolgere attività di gestione di portali.

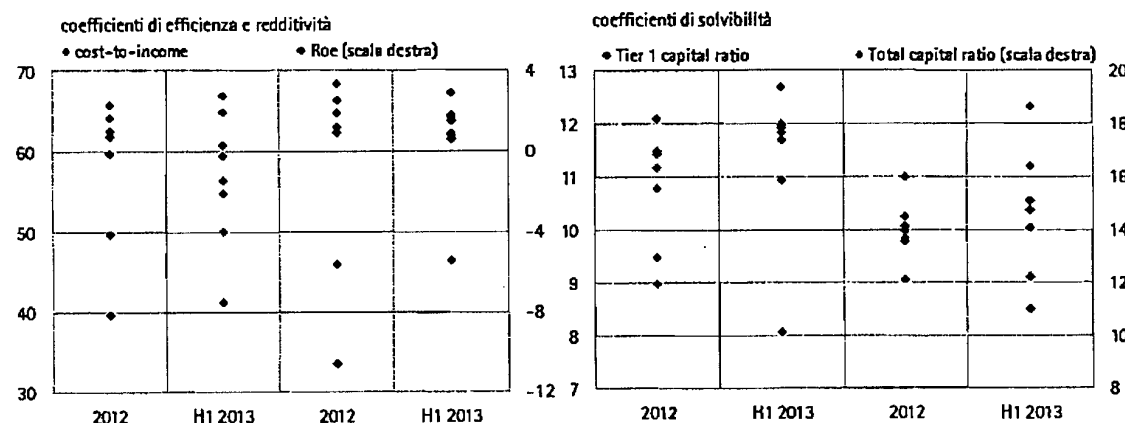
L'istituzione del Registro dei gestori dei portali di *equity crowdfunding* (di cui all'art. 4 della delibera Consob 18592/2013, recante il 'Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *online*', in vigore dal 27 luglio 2013) è conseguente all'entrata in vigore del d.l. 179/2012 (il cosiddetto 'decreto crescita-bis'), convertito nella legge 221/2012, che ha introdotto in Italia la normativa riguardante l'attività di raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *online* (*equity crowdfunding*). Tale decreto ha inserito nel Tuf gli artt. 50-*quinquies* (gestione di portali per la raccolta di capitali per *start-up* innovative) e 100-*ter* (offerte attraverso portali per la raccolta di capitali), che affidano alla Consob il compito di determinare i criteri per l'istituzione e la tenuta del suddetto Registro.

Al 31 dicembre 2013 nella sezione ordinaria del Registro dei gestori dei portali risultava iscritto un soggetto, mentre nella sezione speciale risultava iscritta una Sim.

## 2 Le banche italiane

Nel primo semestre del 2013 la redditività dei principali gruppi bancari italiani si è leggermente ridotta, nonostante il lieve miglioramento dell'efficienza operativa, mentre l'adeguatezza patrimoniale è aumentata per quasi tutte le banche considerate (Fig. 110).

Fig. 110 Coefficienti di redditività e solvibilità dei principali gruppi bancari italiani



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Dati relativi ai primi 8 gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche.

Nello specifico, dal punto di vista reddituale, il *cost-to-income ratio* (rapporto tra costi operativi e margine di intermediazione) si è ridotto per numerose banche portandosi, per 5 istituti, a livelli inferiori al 60 per cento (tre a fine 2012); il Roe invece è risultato positivo ma in calo per tutte le banche italiane considerate ad eccezione di una. I coefficienti di adeguatezza patrimoniale sono migliorati notevolmente; in particolare il *tier 1 ratio* e il *total capital ratio* sono risultati prossimi

o superiori, rispettivamente, all'11 e al 12 per cento per tutti i gruppi bancari considerati ad eccezione di uno.

Nei primi nove mesi del 2013, l'utile netto dei maggiori gruppi bancari italiani è apparso in diminuzione, in particolare per effetto della contrazione del margine di interesse (-13 per cento circa) che non è stata compensata dalla crescita delle commissioni nette (+5 per cento). Anche i profitti da operazioni finanziarie sono risultati in calo. Nel medesimo periodo sono, inoltre, aumentati sia i costi operativi (+12 per cento circa) sia le rettifiche per deterioramento dei crediti (+8 per cento), mentre quelle su altre operazioni finanziarie si sono ridotte (-11 per cento circa). Tali dinamiche hanno determinato un calo dell'utile netto superiore al 48 per cento (Tav. 39).

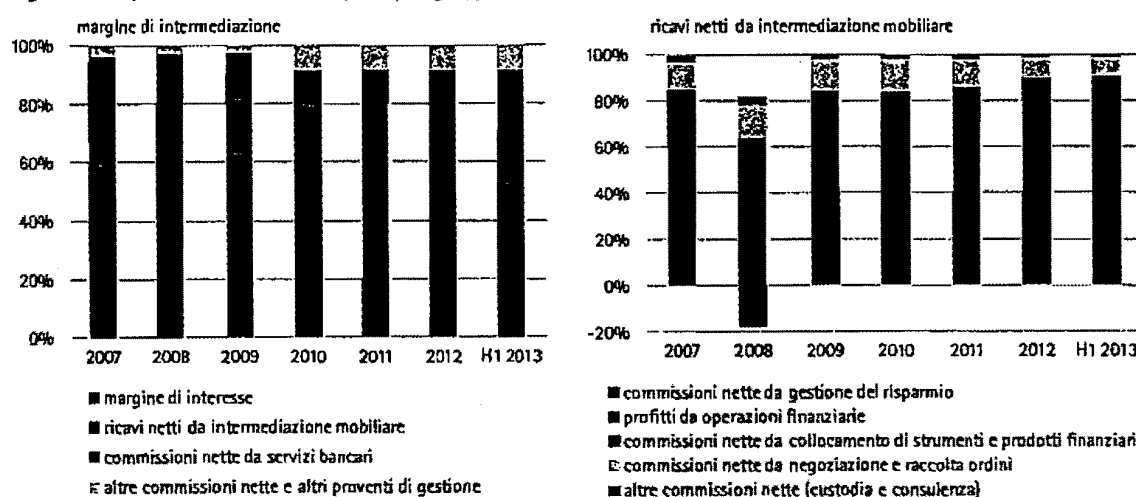
**Tav. 39 Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani**  
(milioni di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

	2009	2010	2011	2012	30 giu. 2013	var. 98'	30 set. 2013 <sup>2</sup>	var. 98'
<b>margine di interesse (a)<sup>1</sup></b>	40.331	37.428	36.944	34.779	15.576	-14,4	21.437	-12,9
<b>commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)</b>	18.888	20.653	19.815	19.372	10.063	4,7	14.019	5,1
<b>di cui: da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)</b>	7.982	8.603	8.164	7.947	4.629	13,7		
negoziare titoli e valute e raccolta ordini	1.257	1.499	1.257	1.172	658	2,4		
gestioni individuali	668	690	668	626	364	9,2		
gestioni collettive	3.063	2.838	3.063	3.017	1.653	18,3		
banca depositaria	104	118	104	83	48	-0,1		
custodia titoli	73	106	73	53	22	52,1		
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	2.773	3.147	2.773	2.825	1.778	15,5		
consulenza	227	204	227	170	106	11,5		
<b>da servizi bancari (b.2)<sup>2</sup></b>	10.496	7.239	7.312	7.088	3.415	5,5		
<b>altre commissioni nette (b.3)<sup>3</sup></b>	410	4.332	4.338	4.337	2.019	-12,4		
<b>profitti/perdite da operazioni finanziarie (c)<sup>4</sup></b>	3.899	2.562	2.994	5.545	3.564	1,1	4.001	-23,7
<b>altri proventi netti di gestione (d)</b>	1.051	958	691	825	575	62,2	842	63,1
<b>risultato della gestione assicurativa (e)</b>	468	613	540	828	448	-0,9	653	-2,4
<b>margine di intermediazione (f = a+b+c+d+e)</b>	64.636	61.979	60.984	61.349	30.228	-5,9	40.952	-7,7
<b>costi operativi (g)<sup>5</sup></b>	37.178	37.130	36.522	35.557	16.967	-4,4	22.072	11,6
<b>risultato di gestione (f-g)</b>	27.458	24.849	24.462	25.792	13.261	-7,9	18.879	-23,2
<b>rettifiche nette su crediti</b>	-16.358	-13.965	-14.146	-20.930	-8.088	9,2	-11.624	8,39
<b>rettifiche nette su altre operazioni finanziarie</b>	-1.649	-523	-1.882	-1.696	-419	-25,9	-523	-10,7
<b>utile netto<sup>6</sup></b>	6.136	6.524	2.836	1.306	1.585	-46,5	2.056	-48,4

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni intermedie. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. I dati tengono conto anche dei principali gruppi bancari confluiti successivamente nei gruppi esistenti attraverso operazioni di fusione o acquisizione, salvo che per HVB (consolidato in Unicredit a partire dal 1° novembre 2005). <sup>1</sup> Variazione percentuale del primo semestre del 2013 rispetto al primo semestre del 2012. <sup>2</sup> I dati al 30 settembre 2012 non includono il gruppo Bnl. <sup>3</sup> Variazione percentuale dei primi nove mesi del 2013 rispetto ai primi nove del 2012. <sup>4</sup> 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. <sup>5</sup> 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. <sup>6</sup> Commissioni nette per servizi di servicing per operazioni di cartolarizzazione, di factoring e per servizi di esattorie e ricevitorie. <sup>7</sup> 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. <sup>8</sup> Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. <sup>9</sup> Incluso l'utile di terzi.

Quanto alla composizione dei ricavi, nei primi sei mesi del 2013 l'incidenza del margine di interesse sul totale dei ricavi è sceso portandosi a livelli prossimi al 50 per cento (a fronte di valori superiori al 60 per cento registrati prima del 2012). Con la ripresa dei mercati, invece, il peso dei ricavi derivanti dall'attività di intermediazione mobiliare è significativamente cresciuto portandosi a valori di poco inferiori al 30 per cento, principalmente per effetto dell'aumento dei profitti da operazioni finanziarie. L'incidenza sul totale dei ricavi delle commissioni nette da servizi bancari e di altre commissioni e proventi di gestione è rimasta invece sostanzialmente stabile (Fig. 111).

Fig. 111 Composizione dei ricavi dei principali gruppi bancari italiani a metà 2013



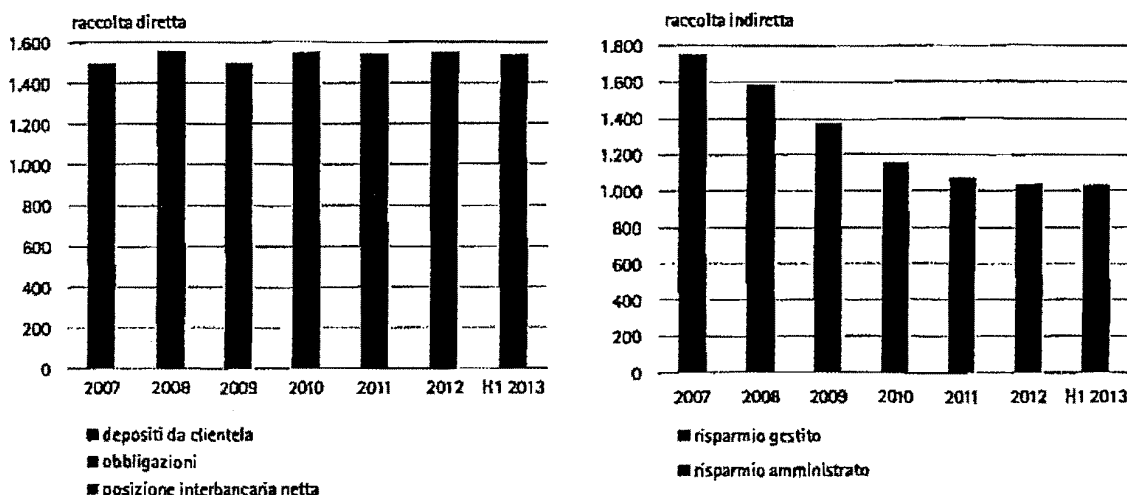
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche

Con riferimento alla struttura della raccolta bancaria, nei primi sei mesi del 2013 l'ammontare dei depositi della clientela è rimasto invariato, mentre si è leggermente ridotto il *funding* tramite obbligazioni. La raccolta indiretta ha registrato un lieve calo della componente del risparmio amministrato (Fig. 112).

Nel corso del 2013 si sono ulteriormente ridotte le emissioni di obbligazioni da parte delle banche italiane, passando da circa 150 miliardi di euro nel 2012 a 135 miliardi nel 2013 (Fig. 113).

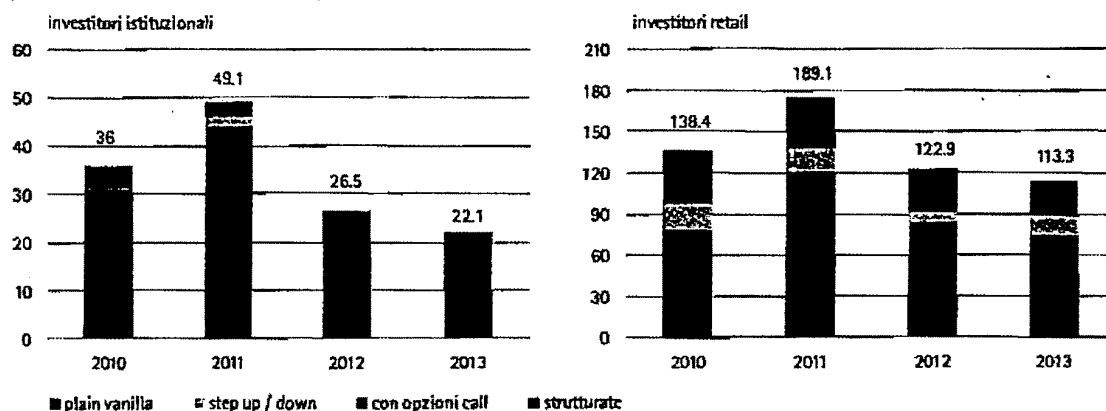
Il calo è stato di 4 miliardi circa per le obbligazioni collocate presso investitori istituzionali (-17 per cento circa) e di quasi 10 miliardi per quelle collocate sul mercato domestico presso investitori *retail* (-7 per cento). Per queste ultime il calo osservato è stato la conseguenza di una marcata riduzione delle emissioni di obbligazioni *plain vanilla* (passate da 84 a 75 miliardi di euro) e di quelle *callable* (passate da 20 a 8 miliardi); al contrario le obbligazioni strutturate e quelle *step up/down* sono risultate in aumento (passando, complessivamente, da 18 a 30 miliardi).

**Fig. 112 Raccolta dei principali gruppi bancari italiani**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. 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.

**Fig. 113 Emissioni di obbligazioni di banche italiane**  
(ammontare collocato in miliardi di euro)

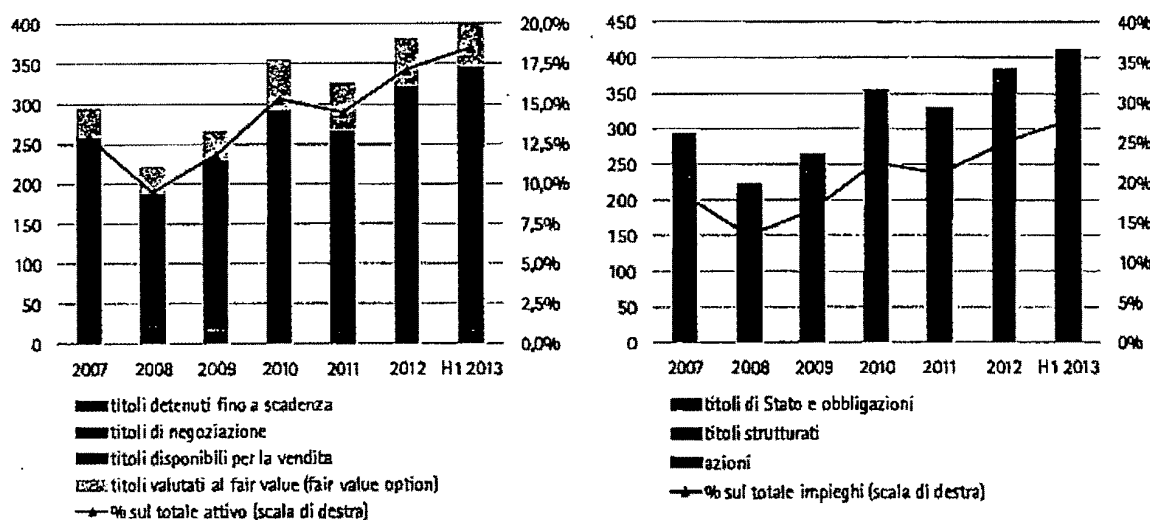


Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. Dati provvisori e parzialmente stimati. Sono escluse le obbligazioni garantite dallo Stato.

Il portafoglio titoli dei maggiori gruppi bancari italiani è cresciuto nei primi sei mesi del 2013 per effetto dell'incremento sia delle attività finanziarie di negoziazione sia di quelle disponibili per la vendita. Complessivamente l'ammontare di titoli detenuti dalle maggiori banche italiane è risultato pari a 400 miliardi di euro, ossia il 20 per cento del totale attivo (Fig. 114).

Una quota preponderante del portafoglio titoli è rappresentata da strumenti di debito, ossia titoli di Stato e obbligazioni, il cui ammontare al 30 giugno 2013 superava i 350 miliardi di euro (circa il 33 per cento degli impieghi), mentre una quota residuale è costituita da titoli azionari (meno del 5 per cento degli impieghi bancari); l'investimento in titoli strutturati si è sostanzialmente annullato già dal 2012.

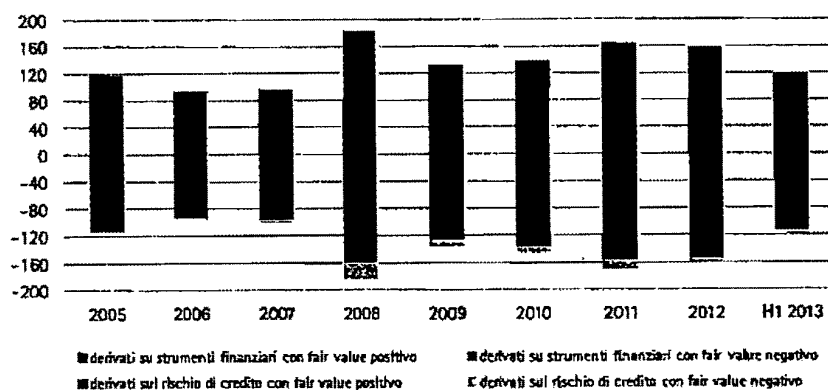
**Fig. 114 Composizione del portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. 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.

Nel primo semestre del 2013 i principali gruppi bancari italiani hanno mostrato un deciso calo del valore di mercato lordo dei derivati di negoziazione (inteso come somma in valore assoluto del *fair value* dei derivati attivi e passivi), passato da 320 miliardi a fine 2012 a 240 miliardi al 30 giugno 2013. Il *fair value* netto dei derivati (inteso come differenza del valore di mercato dei derivati attivi e passivi) è risultato, invece, negativo per un ammontare di circa 500 milioni di euro, rispetto al valore negativo molto più ampio (-3,6 miliardi) registrato a fine 2012 (Fig. 115).

**Fig. 115 Valore di mercato (*fair value*) dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani**  
(dati di fine periodo; miliardi di euro)

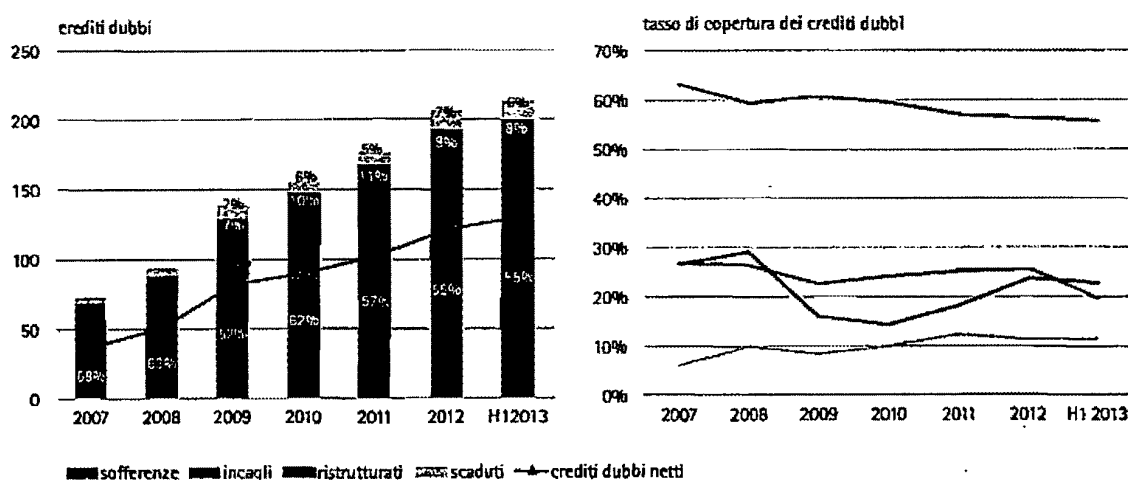


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche.

La qualità del credito ha continuato a deteriorarsi per i principali gruppi bancari italiani (Fig. 116).

In particolare, dal 2007 ad oggi l'ammontare di crediti dubbi è notevolmente cresciuto, registrando i maggiori incrementi nel 2009 e nel 2012. Più nello specifico, lo stock di crediti in sofferenza dei principali gruppi bancari italiani è raddoppiato negli ultimi sei anni, mentre quello relativo alle posizioni incagliate è aumentato di circa 4 volte. Nello stesso periodo, si è ridotto il tasso di copertura per tutte le categorie di crediti dubbi, ad eccezione dei crediti scaduti.

Fig. 116 L'evoluzione della qualità del credito dei principali gruppi bancari italiani



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche.

### 3 La vigilanza su banche e Sim

L'attività di vigilanza su banche e Sim nel corso del 2013 si è avvalsa dei consueti strumenti, tra i quali la convocazione di esponenti aziendali, la richiesta formale di dati e notizie, l'analisi degli esposti e gli accertamenti ispettivi.

In particolare, agli intermediari bancari sono state rivolte 101 richieste formali di dati e notizie finalizzate ad approfondire segnali di criticità rilevati nello svolgimento dell'attività di supervisione. Sono stati, inoltre, condotti 20 incontri con intermediari bancari per acquisire dati e notizie, richiamare l'attenzione su specifiche questioni o chiarire determinati aspetti della disciplina relativa ai servizi di investimento.

Ad esito di articolate istruttorie che hanno comportato anche verifiche ispettive, sono stati, inoltre, adottati dalla Commissione, ai sensi dell'art. 7, comma 1, lettera b) del Tuf, tre ordini di convocazione degli organi amministrativi di grandi banche, finalizzati a richiedere la tempestiva correzione di profili di criticità emersi

nel corso delle indagini. In due casi, le iniziative di carattere correttivo sono state accompagnate dall'avvio di procedimenti sanzionatori, in ragione della rilevanza delle fattispecie rilevate. Nel complesso, nel corso del 2013 i procedimenti sanzionatori avviati nei confronti di banche sono stati 5 e hanno interessato complessivamente 73 esponenti aziendali (si veda il Capitolo V *'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'*).

Con riferimento alla vigilanza sulle imprese di investimento, e sulle Sim in particolare, nel 2013 è proseguita l'attività di verifica della trasparenza e della correttezza dei comportamenti degli intermediari nello svolgimento dei servizi di investimento nei confronti della propria clientela.

Nello specifico, sono state effettuate due convocazioni di esponenti aziendali, ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. a) del Tuf, 68 richieste formali di dati e notizie, ai sensi dell'art. 8, comma 1, del Tuf (di cui 60 nei confronti di Sim e 8 nei confronti di imprese di investimento comunitarie operative in Italia mediante succursale) e una richiesta a una società di revisione ai sensi dell'art. 8, comma 2 del Tuf (in occasione dell'attività di vigilanza svolta nei confronti di una Sim).

A fronte dell'avvenuto accertamento di ipotesi di violazione della normativa di settore, sono state trasmesse 42 lettere di contestazioni nei confronti degli esponenti aziendali di 4 Sim.

Ai sensi dell'art. 57 del Tuf, è stata, inoltre, formulata una proposta al Ministero dell'Economia e delle Finanze di revoca dell'autorizzazione e di messa in liquidazione coatta amministrativa nei confronti di una Sim con riferimento alla quale, ad esito della complessiva attività di vigilanza svolta, è emerso un quadro societario e operativo caratterizzato da profili di eccezionale gravità in termini di criticità della situazione patrimoniale e finanziaria, irregolarità nell'amministrazione e violazione delle regole di comportamento nei confronti della clientela.

Sono state altresì trasmesse al Ministero dell'Economia e delle Finanze osservazioni su una proposta di revoca dell'autorizzazione e di messa in liquidazione coatta amministrativa presentata dalla Banca d'Italia nei confronti di un'altra Sim.

Riguardo alle Sim, nel corso del 2013 è proseguita, in stretto coordinamento con la Banca d'Italia e l'Ivass, l'attività di verifica dell'eventuale sussistenza di cariche incrociate, in violazione del divieto di assumere o esercitare cariche tra imprese o gruppi di imprese concorrenti operanti nei mercati del credito, assicurativo e finanziario (divieto di *interlocking*, introdotto dal d.l. 201/2011, convertito nella legge 214/2011).

Con riferimento alle imprese di investimento comunitarie che operano in Italia attraverso succursale, la vigilanza si è concentrata sui soggetti, peraltro in costante crescita, i cui modelli operativi consentono agli investitori italiani di effettuare, per il loro tramite, negoziazioni su *contract for difference* (Cfd) e sul *forex*. In diversi casi la vigilanza si è avvalsa anche della collaborazione delle competenti autorità dei paesi di origine.

Ad esito di tali attività, è stato avviato un procedimento amministrativo sanzionatorio nei confronti degli esponenti di una delle suddette imprese di investimento comunitarie.

#### 4 La vigilanza sulle società di gestione del risparmio

Nel corso del 2013, l'attività di vigilanza sulle Sgr si è avvalsa principalmente di incontri con esponenti aziendali e di richieste di dati e notizie. In particolare, si sono tenuti 8 incontri con esponenti aziendali (ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. a) del Tuf) e sono state inviate 18 richieste formali di dati e notizie (ai sensi dell'art. 8, comma 1 del Tuf).

La vigilanza sui fondi comuni aperti si è principalmente focalizzata sulle procedure che sovrintendono al lancio di nuovi prodotti nell'ambito dell'analisi delle politiche commerciali seguite dalle Sgr.

Con riferimento alla distribuzione di fondi strutturati 'a formula', che offrono un *pay-off* basato sulle *performance* realizzate da una predeterminata grandezza finanziaria in un intervallo di tempo predefinito, è stata evidenziata la necessità che le procedure interne dell'intermediario siano tali da assicurare che l'ideazione e l'istituzione di nuovi prodotti sia, da un lato, improntata al soddisfacimento dei bisogni dei potenziali investitori e, dall'altro, coerente con le analisi effettuate dalla Sgr in merito all'andamento dei mercati di riferimento.

Analoghe analisi hanno riguardato i fondi a 'cedola', che prevedono la distribuzione periodica all'investitore di una cedola connessa al *pay-off* del portafoglio. È stato riscontrato che, nel corso del 2013, la politica di investimento di tali fondi si è evoluta passando da una strategia di tipicamente *buy and hold* a una gestione maggiormente attiva del portafoglio.

Per quanto riguarda il comparto dei fondi immobiliari chiusi, nel corso del 2013 l'attività di vigilanza si è sviluppata lungo due direttrici principali. In primo luogo, è continuata la verifica del rapporto tra Sgr ed esperti indipendenti.

Dall'esame del complesso degli elementi informativi disponibili, è emerso un generale rafforzamento dei presidi interni con la finalità, da un lato, di addivenire a una corretta valutazione dei compendi immobiliari in cui i fondi risultano investiti e, dall'altro, di limitare il pregiudizio arrecato agli investitori per l'eventuale sussistenza di situazioni di conflitto di interessi.

In secondo luogo, attenzione è stata riservata alla scadenza dei fondi chiusi immobiliari destinati al pubblico indistinto (fondi *retail*). L'attività di vigilanza si è, pertanto, focalizzata sulle condotte delle singole Sgr i cui organi amministrativi hanno deliberato la proroga della durata dei fondi.

A seguito dell'accertamento di ipotesi di violazione della normativa in tema di corretta prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, sono state inviate 65 lettere di contestazione agli esponenti di 8 Sgr. Sono stati, altresì, richiesti interventi correttivi volti a rendere le procedure interne e le connesse prassi operative maggiormente aderenti ai dettami della normativa di settore.

Nel 2013 il numero di Sgr attive nel settore dei fondi immobiliari si è lievemente ridotto, nonostante nel medesimo periodo sia aumentato il numero di fondi operativi nel settore (da 343 a 348). Anche il patrimonio netto e il totale attivo riferibili a tali fondi hanno mostrato un moderato incremento; tali dinamiche hanno determinato un calo dell'uno per cento circa dell'indebitamento (Tav. 40).

**Tav. 40 Fondi immobiliari chiusi di diritto italiano<sup>1</sup>**  
(valori monetari in miliardi di euro)

	numero di Sgr	numero fondi operativi	patrimoni o 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	4,4	5,2	14,1	74,7	8,7	10,2	6,4
2004	16	32	8,1	12,3	34,3	86,1	6,1	3,6	4,2
2005	27	64	12,0	18,6	35,3	83,7	8,5	4,8	3,1
2006	34	118	16,3	26,9	39,5	82,0	6,8	6,1	5,1
2007	47	171	21,6	35,9	39,9	85,3	4,7	4,4	5,6
2008	51	226	24,4	42,4	42,4	86,9	4,8	4,5	3,9
2009	54	259	26,3	47,5	44,7	86,2	5,2	4,6	4,0
2010	56	289	28,5	50,5	43,5	87,1	4,9	4,4	3,6
2011	57	323	31,3	53,6	41,5	87,7	4,0	4,4	3,8
2012	58	343	31,5	53,4	41,1	88,1	4,4	3,4	4,2
2013	55	348	32,9	55,1	40,2	87,6	4,9	3,7	3,9

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Nell'ambito di procedimenti di natura straordinaria o cautelare, sono state, inoltre, fornite osservazioni al Ministero dell'Economia e delle finanze con riferimento alla proposta di revoca dell'autorizzazione e di messa in liquidazione coatta amministrativa presentata dalla Banca d'Italia nei confronti di tre Sgr (ai sensi dell'art. 57 del Tuf) e alla richiesta di proroga della procedura di amministrazione straordinaria presentata dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 70 del Tub (richiamato dall'art. 56, comma 3 del Tuf) con riguardo a una Sgr.

Sono stati, inoltre, forniti alla Banca d'Italia 25 pareri, di cui uno per iscrizione all'Albo di una Sgr, 7 per cancellazioni di Sgr, due per estensioni operative, 11 per operazioni straordinarie (fusioni, scissioni, trasformazioni), 4 per Oicvm comunitari non armonizzati.

Sotto il profilo della vigilanza di trasparenza, l'attività svolta nel corso del 2013 ha riguardato la verifica della corretta rappresentazione, nella documentazione di offerta (KIID e prospetto), degli elementi informativi relativi alla politica di investimento dei fondi gestiti dalle principali Sgr italiane.

La vigilanza si è concentrata, inoltre, sull'attività pubblicitaria effettuata dalle Sgr, principalmente al fine di verificare che la stessa fosse in grado di veicolare correttamente agli investitori gli elementi caratterizzanti la politica di investimento, i relativi rischi e la struttura commissionale dei prodotti.

Ai sensi delle Direttive europee sui fondi di investimento sono inoltre state controllate e verificate, ai fini della completezza documentale e della regolarità, numerose notifiche trasmesse da autorità estere per la commercializzazione in Italia di prodotti del risparmio gestito.

In particolare, ai sensi dell'art. 93 della Direttiva 2009/65/CE, nel 2013 sono state controllate e verificate 436 notifiche relative alla commercializzazione di quote o azioni di Oicr comunitari armonizzati da parte di Oicvm di diritto estero. Ai sensi dell'art. 32 della Direttiva 2011/61/UE sui fondi di investimento alternativi, sono state controllate e verificate 10 notifiche relative alla commercializzazione in Italia di quote o azioni di fondi di investimento alternativi (FIA) da parte di gestori di FIA di diritto estero e una notifica per la commercializzazione in Italia di fondi europei di *venture capital* con denominazione EuVECA, trasmessa ai sensi del Regolamento 345/2013/UE.

L'esame della struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e dei requisiti di indipendenza degli amministratori è proseguito anche nel 2013. In particolare, è stata analizzata la composizione dei consigli di amministrazione delle maggiori 17 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito (che, con un patrimonio complessivo, a fine 2013, di circa 195 miliardi di euro, rappresentavano circa il 92 per cento del totale del patrimonio dei fondi aperti di diritto italiano), ponendola a confronto con gli omologhi dati del 2012 (Tav. 41).

Nel 2013 il numero complessivo dei componenti dei consigli di amministrazione è diminuito di tre unità, passando da 132 a 129. In particolare, si è osservata una sensibile diminuzione del numero di amministratori non qualificabili né come esecutivi né come indipendenti (da 66 nel 2012 a 56 nel 2013, di cui 9 con la carica di presidente e 47 con la carica di consigliere). È risultato invece maggiore il peso dei consiglieri esecutivi (da 21 nel 2012 a 24 nel 2013, di cui 5 con la carica di presidente e 12 con quella di amministratore delegato). Infine, si è osservata una diminuzione degli incroci tra i consiglieri della Sgr e quelli della capogruppo e/o di altre società del gruppo: il numero di amministratori che non ricoprono incarichi né nella capogruppo né in altre società del gruppo è risultato pari a 67 nel 2013 (circa il 52 per cento del totale) a fronte di 59 (circa il 45 per cento del totale) nel 2012.

Il numero degli amministratori indipendenti è passato da 45 nel 2012 a 49 nel 2013 (di cui 3 presidenti), con una media di 3,8 consiglieri indipendenti ogni 10 (nell'anno precedente tale rapporto era di 3,4). È diminuito il numero degli amministratori che, pur qualificati come indipendenti, ricoprono cariche in altre società del gruppo (9 soggetti rispetto ai 10 del 2012, di cui 3 siedono anche nel consiglio della capogruppo e i restanti 6 nei consigli di altre società del gruppo).

**Tav. 41 Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo**  
(numero di consiglieri)

		cariche ricoperte nelle Sgr						
		esecutive		indipendenti		altre	totale	
		presidente consigliere esecutivo	amministratore delegato	consigliere esecutivo	presidente consigliere indipendente	consigliere indipendente	presidente	consigliere
2013	cariche ricoperte nella capogruppo	4		1		3	4	12
	cariche in altre società del gruppo		7	5	1	5	2	18
	senza cariche nelle società del gruppo	1	5	1	2	38	3	17
	<i>totale</i>	<i>5</i>	<i>12</i>	<i>7</i>	<i>3</i>	<i>46</i>	<i>9</i>	<i>47</i>
2012	cariche ricoperte nella capogruppo	1	1	1		2	9	9
	cariche in altre società del gruppo	1	10	1	1	7	1	29
	senza cariche nelle società del gruppo		5	1	2	33	3	15
	<i>totale</i>	<i>2</i>	<i>16</i>	<i>3</i>	<i>3</i>	<i>42</i>	<i>13</i>	<i>53</i>

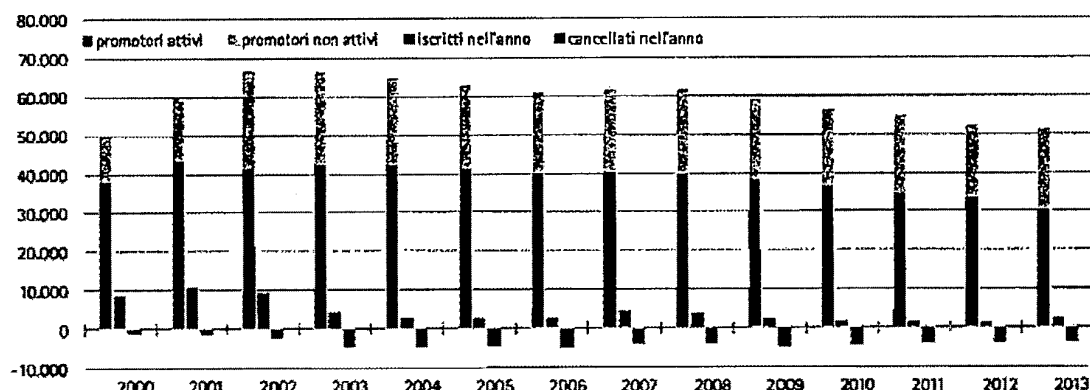
Fonte: prospetti informativi. Dati relativi a un campione costruito considerando le prime 17 Sgr di matrice bancaria o assicurativa per patrimonio promosso nel 2013. Dati di fine periodo. Nel caso di consiglieri con incarichi sia nella società capogruppo sia in altre società del gruppo si considera prevalente 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.

## 5 La vigilanza sui promotori finanziari

Nel corso del 2013 si è registrata una diminuzione del numero dei promotori finanziari iscritti all'Albo dei promotori finanziari, passati da 52.265 al 31 dicembre 2012 ai 51.314, di cui 30.351 titolari di un mandato da parte di un intermediario (Fig. 117).

Nello svolgimento dei compiti di tenuta e gestione dell'Albo, che dal 1° gennaio 2009 è gestito da un apposito Organismo controllato dalla Consob, non si sono verificate situazioni di criticità. Nel corso dell'anno, infatti, sono stati ricevuti tre reclami avverso i provvedimenti adottati dall'Organismo, ritenuti manifestamente infondati in seguito alle verifiche condotte.

Fig. 117 Albo dei promotori finanziari



Fonte: Consob e APF.

L'azione di vigilanza sui promotori finanziari si è avvalsa, nel corso del 2013, dei consueti strumenti tra i quali le segnalazioni degli intermediari, gli esposti provenienti dagli investitori, l'esito delle verifiche ispettive condotte presso gli intermediari, le comunicazioni dell'Autorità Giudiziaria, della Polizia Giudiziaria e dell'Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari.

Nel 2013 sono pervenute 345 segnalazioni (a fronte delle 479 del 2012). Sono state, inoltre, effettuate 188 richieste di dati e notizie agli intermediari relative a promotori finanziari (a fronte delle 244 del 2012) e avviati 104 procedimenti amministrativo-sanzionatori (71 nel 2012). Le tipologie di infrazioni più gravi e ricorrenti sono state: l'acquisizione della disponibilità di somme o di valori di pertinenza degli investitori, spesso perfezionata mediante la falsificazione della firma del cliente su modulistica contrattuale o altra documentazione relativa a operazioni dal medesimo poste in essere, ovvero tramite l'utilizzo da parte del promotore dei codici di accesso telematico ai rapporti bancari intestati all'investitore; la comunicazione o trasmissione all'investitore di informazioni o documenti non rispondenti al vero e, in particolare, la consegna di rendiconti artefatti e la simulazione di operazioni di investimento; il compimento di operazioni non autorizzate dal cliente.

Le reti di promozione finanziaria sono state oggetto di particolare attenzione da parte dell'Istituto. L'attività di vigilanza sugli intermediari-rete si è rivolta soprattutto all'analisi dei modelli distributivi di servizi d'investimento nei confronti della clientela *retail*, con riguardo alle modalità di controllo predisposte dagli intermediari nei confronti della propria rete di promotori.

# V

## L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori

### 1 Gli accertamenti ispettivi

Nel 2013 sono state concluse 36 verifiche ispettive nei confronti dei soggetti vigilati, a fronte di 31 accertamenti avviati. In 20 casi ci si è avvalsi, in sede di accesso, della collaborazione del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza (Tav. 42).

Tav. 42 Attività ispettiva

	accertamenti iniziati nei confronti di:							accertamenti conclusi nei confronti di:						
	società quotate	società di revisione	società di gestione di mercati <sup>1</sup>	Sim <sup>2</sup>	banche <sup>3</sup>	Sgr/Sicav <sup>4</sup>	Associazioni di azionisti	società quotate	società di revisione	società di gestione di mercati <sup>1</sup>	Sim <sup>2</sup>	banche <sup>3</sup>	Sgr/Sicav	Associazioni di azionisti
2007	4	5	—	4	2	3		18	1	2	—	2	4	3
2008 <sup>5</sup>	5	5	—	8	3	6		27	5	5	—	8	2	3
2009	5	9	—	3	9	1		27	7	6	—	3	8	4
2010	13	8	—	6	2	4		33	13	7	—	4	3	—
2011	1	3	2	6	8	2		22	1	9	2	10	7	6
2012	16	3	2	8	6	3		38	15	5	2	5	6	—
2013	12	6	—	6	2	3	2	31	13	4	—	9	2	6

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il totale include le società di gestione di mercati regolamentati, di compensazione e garanzia e di gestione accentrata. <sup>2</sup> Sono incluse le società fiduciarie e le succursali italiane di imprese di investimento comunitarie. <sup>3</sup> Il totale include le ispezioni svolte per conto della Banca d'Italia (in materia di stabilità patrimoniale e disposizioni anticiclaggio). <sup>4</sup> Per il 2012 il totale include un accertamento iniziato e concluso nei confronti di un comitato promotore di una costituenda banca. <sup>5</sup> Il totale include un accertamento iniziato e concluso nei confronti di un agente di cambio.

Gli accertamenti nei confronti di intermediari, pari a 11, hanno riguardato in 6 casi il rispetto delle regole di comportamento e di trasparenza nei rapporti con gli investitori e in un caso ipotesi di manipolazione del prezzo di mercato delle azioni di una società quotata. Inoltre, su richiesta della Banca d'Italia, sono state svolte 4 ispezioni riguardanti la *governance* societaria, l'assetto dei controlli interni e la stabilità patrimoniale, i presidi adottati in materia di anticiclaggio. Con riferimento alle Sgr sono state trasmesse alla Banca d'Italia tre richieste di collaborazione per l'estensione degli accertamenti su verifiche in corso.

Per quanto riguarda le società di revisione, in tre casi le ispezioni hanno avuto ad oggetto i controlli di qualità dei lavori di revisione, in un caso il corretto svolgimento di specifici incarichi di revisione e in due casi i presidi adottati in materia di antiriciclaggio.

Gli accertamenti condotti nei confronti di 5 emittenti quotati e loro società controllate hanno riguardato il rispetto delle norme in materia di gestione delle informazioni riservate (un caso), ipotesi di manipolazione del prezzo di mercato delle azioni di una società quotata (due casi), l'informativa fornita al mercato in merito a operazioni sul capitale (un caso) e le operazioni con parti correlate (un caso).

Gli accertamenti hanno interessato emittenti quotati e relativi partecipanti al capitale in 7 casi, con riferimento a operazioni di ristrutturazione degli assetti proprietari. Per quanto concerne le associazioni di azionisti gli accertamenti hanno riguardato l'esistenza di patti parasociali per il controllo di società quotate in due casi.

Con riferimento a fenomeni abusivi realizzati via internet e rientranti nelle competenze dell'Istituto, nel 2013 sono stati svolti 115 accertamenti che hanno comportato analisi e approfondimenti relativi a 433 siti internet.

Infine, per i profili attinenti alla disciplina in materia di prevenzione e contrasto del riciclaggio, è stata condotta un'indagine di carattere generale circa il corretto adempimento degli obblighi relativi alla prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo da parte delle società di revisione con incarichi presso enti di interesse pubblico (Pie). In tale ambito si inquadrano le riferite attività ispettive in tema di antiriciclaggio svolte nei confronti delle 2 società di revisione.

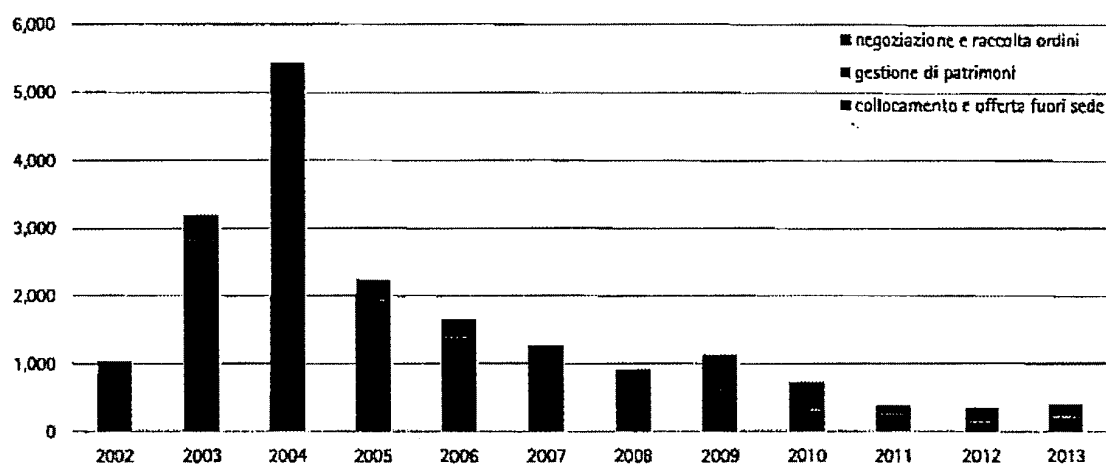
Sempre in tema di antiriciclaggio, nel corso del 2013 la Consob ha trasmesso all'Unità di Informazione Finanziaria (Uif) e alla Banca d'Italia una segnalazione relativa a profili potenzialmente rilevanti per le due autorità.

L'attività ispettiva nei confronti degli intermediari, come di consueto, ha tratto impulso dagli esposti che, nel corso del 2013, sono stati pari a 414, in aumento di oltre il 10 per cento rispetto ai 374 dell'anno precedente (Fig. 118).

Con riferimento alle iniziative di *enforcement* adottate per le fattispecie di abusiva prestazione di servizi di investimento, nel 2013 la Consob ha pubblicato sul proprio sito istituzionale 25 comunicazioni a tutela degli investitori italiani (16 nel 2012).

Nell'ambito delle ipotesi di violazione della normativa sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari, nel corso del 2013 si è registrato un decremento nel numero delle istruttorie avviate per ipotesi di abusivismo. Nel corso dell'anno la Commissione ha, infatti, adottato due provvedimenti cautelari (rispetto ai 6 dell'anno precedente) e due conseguenti provvedimenti interdittivi, relativi ad attività poste in essere tramite internet.

Fig. 118 Esposti ricevuti in materia di servizi di investimento



Fonte: Consob.

Nel 2013 la Consob ha continuato ad avvalersi della collaborazione della Guardia di Finanza e della cooperazione internazionale con le competenti autorità di vigilanza dei paesi esteri, il cui supporto si è rivelato in diversi casi fondamentale per individuare i responsabili dell'attività abusiva e ostacolarne efficacemente l'operato.

In presenza del fondato sospetto di violazione delle norme del Tuf in materia di intermediazione nonché di violazione di altre disposizioni dell'ordinamento (quali, ad esempio, quelle previste in materia di *multilevel marketing*) la Commissione ha inoltrato 48 segnalazioni all'Autorità giudiziaria (Tav. 43).

Tav. 43 Provvedimenti cautelari e interdittivi relativi a operazioni di appello al pubblico risparmio e comunicazioni a tutela dei risparmiatori

	provvedimenti di sospensione cautelare	provvedimenti di divieto	comunicazioni a tutela dei risparmiatori	segnalazioni autorità giudiziaria	totale
2007	--	1	--		1
2008 <sup>1</sup>	2 <sup>1</sup>	1	--		3
2009	6	4	--		10
2010	5	5	--		10
2011	3	6	1		10
2012	6	6	16	41	69
2013	2	2	25	48	77

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato include un provvedimento che ha successivamente generato un provvedimento di divieto nel corso del 2008.

## 2 L'attività sanzionatoria

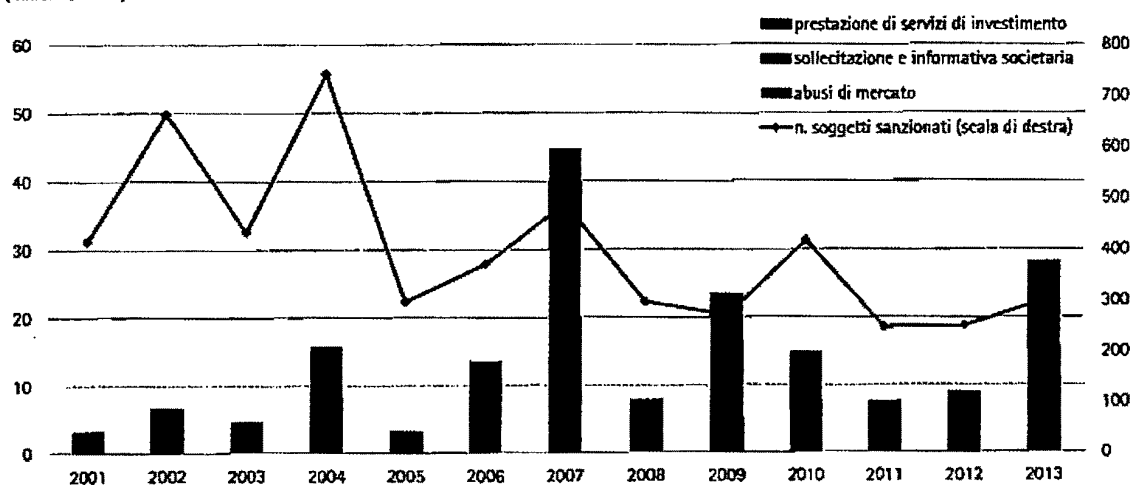
Nel 2013 sono stati adottati 142 provvedimenti finali relativi a procedimenti sanzionatori (183 nel 2012), dei quali 135 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni (162 nel 2012). L'importo complessivo delle sanzioni pecuniarie è stato pari a circa 32,5 milioni di euro, più del triplo rispetto al dato dell'anno precedente.

Oltre ai casi esaminati nei paragrafi che seguono, si segnala che nel 2013 sono state imposte sanzioni, per un importo pari a 24 mila euro, a tre esponenti aziendali di due banche per violazione degli obblighi di *transaction reporting* previsti dall'art. 65, comma 1, lett. b), del Tuf e dall'art. 23 del Regolamento Mercati (per omesso adempimento degli obblighi di comunicazione ovvero per non corretta segnalazione delle informazioni).

Nel 2013 è stata, inoltre, accertata una violazione dell'art. 187-*quinquiesdecies* del Tuf (procurato ritardo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob) da parte di una persona fisica, con applicazione di una sanzione pecuniaria pari a 400 mila euro, per avere egli fornito risposte reticenti e lacunose alle reiterate richieste di informazioni da parte della Consob.

Sono state, infine, applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 21,5 mila euro nei confronti di tre persone fisiche per esercizio dell'attività di promotore finanziario in assenza dell'iscrizione all'Albo di settore (Fig. 119).

Fig. 119 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob<sup>1</sup>  
(milioni di euro)



Fonte: Consob. <sup>1</sup> I dati includono i pagamenti in misura ridotta e i provvedimenti cautelari nei confronti dei promotori finanziari. Per gli anni antecedenti al 2006, i dati si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

### 3 I provvedimenti in materia di abusi di mercato

Nel 2013 i provvedimenti sanzionatori assunti dalla Commissione per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato sono stati in totale 14 (12 nel 2012), di cui 5 concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e 9 manipolazione del mercato.

Nel 2013 l'ammontare delle sanzioni pecuniarie complessivamente applicate per abusi di mercato è aumentato significativamente, essendo risultato pari a circa 21,6 milioni di euro, a fronte dei 3,9 milioni di euro nel 2012. I provvedimenti sanzionatori hanno riguardato 28 soggetti, di cui 20 persone fisiche e 8 enti responsabili in solido.

Nei confronti delle persone fisiche è stata applicata anche la sanzione 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 231 mesi, per un periodo minimo di 2 mesi e fino a un massimo di 36 mesi pro-capite. Nei confronti dei medesimi soggetti, ove sussistenti i relativi presupposti normativi, è stata disposta la confisca di beni loro appartenenti, ai sensi dell'art. 187-*sexies* del Tuf, per un valore complessivo pari a circa 1,8 milioni di euro.

Sono state, inoltre, accertate violazioni dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (Responsabilità dell'ente) nei confronti di sei enti, con conseguente applicazione di sanzioni per un importo pari a 4,6 milioni di euro (Tav. 44).

Tra i procedimenti sanzionatori più significativi conclusi nel 2013 vi sono quelli avviati nei confronti di tre persone fisiche per avere queste ultime, in concorso tra loro, effettuato per il tramite di alcune società di diritto estero operazioni di acquisto di azioni Premafin durante le aste di chiusura del Mercato telematico azionario di Borsa Italiana Spa in violazione dell'art. 187-*ter*, comma 3, lettere a) e b), del Tuf.

Gli esiti degli accertamenti svolti hanno evidenziato che, nel periodo 2 novembre 2009 – 16 settembre 2010, tali operazioni avevano sostenuto artificialmente e in via continuativa il prezzo dell'asta di chiusura nonché il prezzo ufficiale, delle azioni Premafin, così da far divergere il corso di mercato delle stesse azioni (-28 per cento) rispetto al *Net Asset Value* (-62 per cento).

La suddetta operatività, complessivamente considerata, faceva parte di una più ampia strategia che uno dei soggetti aveva ideato nell'intento di evitare le conseguenze della conclamata crisi economica e finanziaria nella quale versavano le società del suo gruppo e materialmente realizzato col concorso degli altri due soggetti, da lui fiduciariamente preposti a un sistema di *trust* creato al fine di conservare e gestire unitariamente, in conformità ai suoi interessi e alle sue direttive, un patrimonio costituito in prevalenza da azioni Premafin.

**Tav. 44 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)
2008	insider trading <sup>1</sup>	5	6	2.052	5.478	6	18
	manipolazione <sup>2</sup>	—	—	—	—	—	—
	<i>totale</i>	5	6	2.052	5.478	6	18
2009	insider trading <sup>1</sup>	11	16	7.490	20.893	14	130
	manipolazione <sup>2</sup>	6	7	1.729	14,6	6	22
	<i>totale</i>	17	23	9.219	20.908	20	152
2010	insider trading <sup>1</sup>	11	13	2.404	2.025	12	55
	manipolazione <sup>2</sup>	4	7	1.810	—	7	28
	<i>totale</i>	15	20	4.214	2.025	19	83
2011	insider trading <sup>1</sup>	2	4	1.720	1.139	4	16
	manipolazione <sup>2</sup>	5	5	700	101	4	20
	<i>totale</i>	7	9	2.420	1.240	8	36
2012	insider trading <sup>1</sup>	6	8	1.975	5.958	7	48
	manipolazione <sup>2</sup>	6	11	1.900	6	9	78
	<i>totale</i>	12	19	3.875	5.964	16	126
2013	insider trading <sup>1</sup>	5	7	1.120	1.844	7	54
	manipolazione <sup>2</sup>	9	19	20.450	3	13	177
	<i>totale</i>	14	26 <sup>3</sup>	21.570	1.847	20	231

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Illecito sanzionato ai sensi degli art. 187-bis, quater, quinquies e sexies Tuf. <sup>2</sup> Illecito sanzionato ai sensi degli art. 187-ter, quater, quinquies e sexies Tuf. <sup>3</sup> Di cui 20 persone fisiche e 6 persone giuridiche; non sono computati gli enti responsabili in solido con gli autori delle violazioni.

Quanto sopra ha comportato la violazione dell'art. 187-ter, comma 3, lettere a) e b), del Tuf, con conseguente applicazione, nei confronti della persona fisica al vertice del complessivo disegno manipolativo, della sanzione pecuniaria di 5 milioni di euro nonché della sanzione accessoria della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e dell'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo, per un totale di 36 mesi.

Nei confronti di ciascuna delle altre due persone fisiche che hanno concorso alla realizzazione dell'illecito, effettuando materialmente le operazioni idonee a manipolare i prezzi di mercato delle azioni Premafin, è stata applicata la sanzione pecuniaria di tre milioni di euro nonché la sanzione interdittiva accessoria di 24 mesi.

Un altro provvedimento sanzionatorio di spiccata rilevanza assunto in materia di abusi di mercato nel 2013 è quello deliberato nei confronti di cinque persone fisiche che, in concorso tra loro, avevano manipolato lungo un esteso arco temporale i prezzi delle azioni delle società Mariella Burani Fashion Group e Antichi Pellettieri (facenti parte del gruppo societario controllato e gestito da due degli autori dell'illecito), mascherandone la difficile situazione economico-finanziaria: una situazione di così grave dissesto da sfociare in breve tempo nel fallimento della stessa Mariella Burani Fashion Group e delle relative società controllanti.

Tali condotte manipolative, di carattere informativo e operativo, si sono sostanziate, in particolare, nella diffusione di informazioni false o fuorvianti (ora contenute nei documenti contabili delle società, ora direttamente veicolate al mercato, sovente in occasione di operazioni di finanza straordinaria) e nella conclusione di operazioni di mercato idonee a fissare il prezzo dei relativi titoli quotati a un livello anormale o artificiale.

Ai cinque autori dell'illecito sono state applicate sanzioni pecuniarie complessivamente pari a 3,4 milioni di euro e 48 mesi d'interdizione.

#### 4 I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

I provvedimenti sanzionatori per violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare adottati nel 2013 sono stati in totale 14 e hanno riguardato 3 imprese di investimento (di cui una senza succursali in Italia), 5 banche e 6 Sgr. Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 2,3 milioni di euro, sono state applicate nei confronti di 102 esponenti aziendali (Tav. 45).

**Tav. 45 Sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari**  
(valori monetari in migliaia di euro)

	numero intermediari coinvolti				totale	numero esponenti sanzionati				totale	importo delle sanzioni <sup>1</sup>				totale
	banche	Sim	agenti di cambio	Sgr		banche	Sim	agenti di cambio	Sgr		banche	Sim	agenti di cambio	Sgr	
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	18	6	2	20	44	156	380	415	945	1.896
2010	2	7	—	2	11	15	50	—	17	82	194	1.262	—	511	1.967
2011	2	7	—	2	11	4	37	—	2	43	460	800	—	140	1.400
2012	2	3	—	2	7	3	5	—	18	26	80	990	—	408	1.478
2013	5	3 <sup>2</sup>	—	6	14	30	17	—	55	102	820	199	—	1.288	2.307

Fonte: Consob. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Il dato include una società d'investimento comunitaria senza succursale in Italia.

Tra i provvedimenti di maggiore rilevanza assunti nel 2013 per violazioni della disciplina in materia di intermediari si segnala la sanzione pecuniaria di complessivi 495 mila euro applicata nei confronti di esponenti aziendali di una banca italiana ad esito di una verifica ispettiva del 2011, dalla quale erano emerse diffuse e reiterate condotte irregolari relative alla valutazione di adeguatezza delle operazioni disposte dalla clientela su azioni e obbligazioni emesse dalla stessa banca.

Con riferimento ai promotori finanziari, nell'anno 2013 sono stati adottati complessivamente 63 provvedimenti sanzionatori (85 nel 2012), di cui 44 radiazioni dall'Albo, 18 sospensioni a tempo determinato (minimo un mese e massimo quattro mesi) e una sanzione pecuniaria. Sono state, inoltre, effettuate 27 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte (38 del 2012; Tav. 46).

Tav. 46 Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari

	sanzioni				totale	percentuale sul numero di promotori iscritti all'Albo	provvedimenti cautelari	segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
	richiamo	radiazione dall'Albo	sospensione dall'Albo a tempo determinato	sanzione amministrativa pecuniaria			sospensione dell'attività a tempo determinato	
2007	5	64	44	3	116	0,35%	26	51
2008	4	44	43	2	93	0,28%	20	42
2009	5	43	25	1	74	0,26%	23	43
2010	6	78	61	1	146	0,51%	40	57
2011	1	92	23	—	116	0,42%	28	68
2012	—	70	14	1	85	0,35%	32	38
2013	—	44	18	1	63	0,27%	20	27

Fonte: Consob.

## 5 I provvedimenti relativi agli emittenti

I provvedimenti sanzionatori per violazioni della disciplina in materia di emittenti e di informativa alla Consob e al pubblico assunti nel 2013 sono stati in tutto 38 (54 nel 2012). Le relative sanzioni pecuniarie sono state pari a 8,2 milioni di euro (quasi il doppio rispetto al corrispondente dato del 2012; Tav. 47).

Tav. 47 Sanzioni amministrative irrogate in materia di emittenti, informativa societaria e revisione legale (valori monetari in milioni di euro)

	numero casi							numero soggetti sanzionati							importo delle sanzioni						
	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	responsabilità collegio sindacale	totale	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione contabile	responsabilità collegio sindacale	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	responsabilità collegio sindacale	totale	
2007	3	1	11	39	—	—	54	20	2	18	43	—	—	2,4	—	1,0	1,6	—	—	5,1	
2008	—	2	18	10	—	—	30	—	3	18	10	—	—	—	0,2	0,9	0,4	—	—	1,5	
2009	3	1	17	17	—	—	38	11	8	17	18	—	—	1,3	2,7	0,3	5,8	—	—	10,1	
2010	4	8	19	35	—	—	66	16	16	20	55	—	—	4,4	0,9	1,2	1,3	—	—	7,8	
2011	11	3	13	33	3	—	63	15	1	6	12	3	—	1,1	0,3	0,7	1,2	0,4	—	3,7	
2012	5	4	18	17	5	5	54	12	10	18	25	4	14	0,9	0,4	0,8	1,3	0,1	0,9	4,4	
2013	10	4	11	8	1	4	38	18	4	11	26	1	18	1,8	0,6	1,1	0,6	0,03	4,1	8,2	

Fonte: Consob.

In particolare, il numero dei provvedimenti sanzionatori relativi a violazioni della disciplina in materia di emittenti è stato pari a 27, a fronte dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per un importo complessivo pari a circa 7,1 milioni di euro. Di questi, 7 provvedimenti sanzionatori hanno riguardato la violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e un caso l'inadempimento dei doveri informativi previsti dall'art. 122, comma 1, del Tuf in materia di patti parasociali.

Le sanzioni relative alla violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 115 mila euro, mentre 12 procedimenti sanzionatori derivanti da analoghe violazioni si sono estinti anticipatamente, stante il ricorso dei soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta (ex art. 16 della legge 689/1981), per un controvalore complessivo corrisposto pari a 250 mila euro (Tav. 48, Fig. 120). Il provvedimento sanzionatorio relativo a un caso di inadempimento dei doveri informativi relativi ai patti parasociali ha riguardato 19 persone fisiche, a ciascuna delle quali è stata applicata una sanzione pecuniaria di 15 mila euro in veste di componenti del consiglio direttivo e del comitato di controllo e garanzia dell'associazione 'Amici della Bipiemme', essendo stato accertato, in particolare, che detta associazione configurava un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122, comma 5, lett. d), del Tuf, avente per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sulla Banca Popolare di Milano.

Nell'ambito dei provvedimenti in materia di informativa societaria sono stati adottati, inoltre, 5 provvedimenti sanzionatori per violazione degli obblighi di comunicazione in materia di *internal dealing*, che hanno condotto all'applicazione di sanzioni pecuniarie complessivamente pari a 290 mila euro.

Tra questi provvedimenti si segnala la sanzione di 200 mila euro applicata nei confronti di una fondazione bancaria per avere omesso di comunicare alla Consob e al mercato la sottoscrizione, nel 2008, di contratti derivati di tipo *total return swap* (*Tror*), aventi come sottostante titoli *floating rate equity-linked subordinated hybrid* (*Fresh*), per un valore nominale complessivo pari a 490 milioni di euro (convertibili in azioni ordinarie della stessa banca) e per non avere successivamente comunicato di avere ricevuto i citati titoli *Fresh* per effetto della risoluzione dei menzionati *Tror* intervenuta nel 2012. In relazione a tali operazioni, peraltro, è stata applicata anche una sanzione di 300 mila euro a una banca per non avere fornito adeguato riscontro a una richiesta di dati e notizie formulata dalla Consob ai sensi dell'art. 115, comma 1, del Tuf.

Nel 2013 è stato, inoltre, adottato un provvedimento sanzionatorio per violazione della disciplina in materia di revisione contabile.

In materia di offerta al pubblico e connesse attività pubblicitarie sono stati adottati dieci provvedimenti sanzionatori (quattro per violazioni dell'art. 94, comma 1, del Tuf e sei per violazioni dell'art. 101 del Tuf) per complessivi 1,8 milioni di euro.

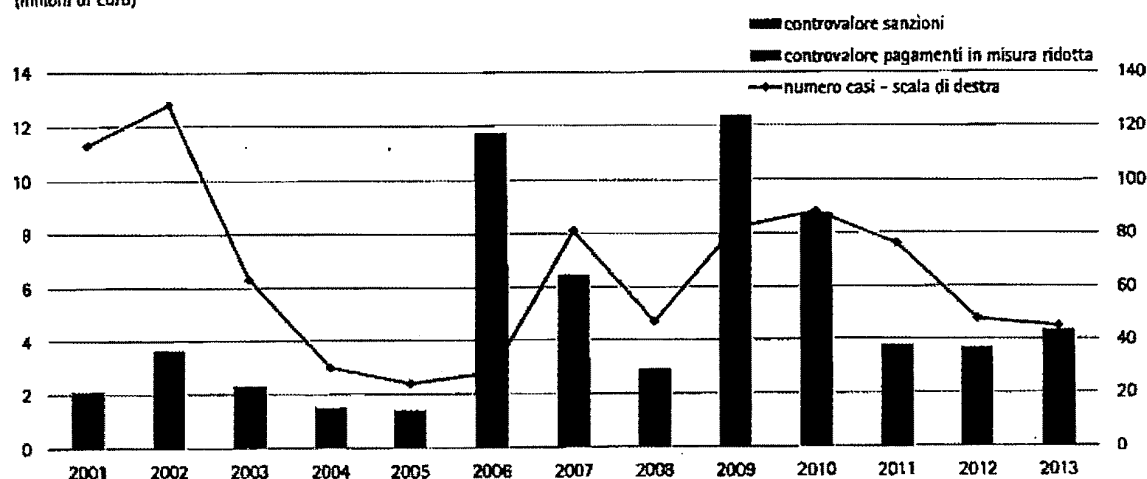
In tale contesto va segnalata, in particolare, la sanzione di 1,35 milioni di euro applicata, unitamente alla sanzione accessoria dell'interdizione per un totale di 54 mesi, nei confronti di tre esponenti aziendali di due società per avere effettuato offerte al pubblico di prodotti e strumenti finanziari in violazione dell'art. 94 del Tuf.

**Tav. 48 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 milioni di euro)

	numero casi					numero soggetti					importo dei pagamenti effettuati in misura ridotta				
	offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	totale	offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	totale	
2007	4	1	1 <sup>1</sup>	21	27	21	4	1	23	0,2	-	-	1,1	1,3	
2008	3	-	-	14	17	27	-	-	18	0,3	-	-	1,1	1,4	
2009	-	-	-	44	44	-	-	-	53	-	-	-	2,3	2,3	
2010	-	-	-	22	22	-	-	-	22	-	-	-	0,9	0,9	
2011	-	-	-	13	13	-	-	-	13	-	-	-	0,5	0,5	
2012	-	-	-	4	4	-	-	-	4	-	-	-	0,2	0,2	
2013	-	-	-	12	12 <sup>1</sup>	-	-	-	11	-	-	-	0,25	0,25	

Fonte: Consob. <sup>1</sup> 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. 120 Sanzioni amministrative in materia di appello al pubblico risparmio e informativa societaria<sup>1</sup>**  
(milioni di euro)



Fonte: Consob. <sup>1</sup> A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Nel corso del 2013 hanno assunto particolare rilievo le azioni di vigilanza sull'operato dei sindaci delle società quotate, che hanno portato all'applicazione di sanzioni complessivamente pari a 4 milioni di euro nei confronti di 18 componenti dei collegi sindacali di 4 società quotate per violazioni dell'art. 149 del Tuf.

Tra i casi più rilevanti di responsabilità del collegio sindacale si annovera, anzitutto, quello relativo ai componenti dei collegi sindacali di SAI Fondiaria e della controllata Milano Assicurazioni. Il comportamento degli organi di controllo è risultato caratterizzato dal mancato o negligente esercizio dei doveri di vigilanza sull'operato degli amministratori in relazione al compimento di una serie consistente di operazioni con parti correlate poste in essere dal Gruppo Fonsai con membri della famiglia Ligresti (allora azionisti di riferimento) o con società dagli stessi partecipate. Limitandosi a ratificare l'operato degli amministratori senza svolgere i necessari approfondimenti, infatti, i sindaci hanno disatteso, in un arco temporale particolarmente esteso, il proprio dovere di vigilare sulla legalità della gestione sociale, sulla correttezza sostanziale e procedurale delle sopraindicate operazioni con parti correlate nonché sull'adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema di controllo interno della società. In relazione a tali illeciti sono state comminate sanzioni per complessivi 3,7 milioni di euro.

In un altro caso è stata accertata la responsabilità dei membri del collegio sindacale di Parmalat per la violazione dei doveri di vigilanza previsti dall'art. 149, comma 1, lett. a), del Tuf, in merito al negligente esercizio dei doveri di vigilanza sull'operato degli amministratori relativamente all'applicazione del Regolamento disciplinante le operazioni con parti correlate (Regolamento Opc) di maggiore rilevanza e della procedura aziendale adottata sulla base del citato Regolamento. Tali violazioni sono state commesse dai sindaci nel contesto dell'acquisizione, da parte di Parmalat, del 100 per cento del capitale di Lactalis American Group Inc. e di altre due società facenti parte del medesimo gruppo nonché nell'ambito del conferimento del relativo incarico di *advisor* legale. In relazione alle riscontrate irregolarità, sono state applicate nei confronti dei sindaci all'epoca in carica sanzioni pecuniarie per complessivi 180 mila euro.

Nel 2013 sono stati avviati ulteriori procedimenti sanzionatori per violazioni connesse a operazioni con parti correlate non solo nei confronti degli organi di controllo, per violazione dei relativi doveri di vigilanza, ma anche nei confronti delle medesime società quotate, per violazioni degli obblighi informativi previsti nel Regolamento Opc.

Come auspicato dalla Consob nella Relazione per l'anno 2012 con l'obiettivo di rafforzare l'apparato sanzionatorio che assiste tale disciplina, è all'esame del Parlamento l'introduzione di una specifica disposizione nel Tuf che attribuisce alla Consob il potere di comminare sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti degli amministratori delle società quotate per la violazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate (Disegno di legge di iniziativa governativa n. 958).

## VI L'attività regolamentare

### 1 L'attuazione della disciplina primaria

Nella prima parte dell'anno la Consob ha posto in essere tutte le necessarie attività per dettare la regolamentazione attuativa dell'art. 30 del decreto legislativo del 18 ottobre 2012, n. 179 (cosiddetto 'decreto crescita-bis', convertito con modificazioni nella legge del 17 dicembre 2012, n. 221), che ha tipizzato, nel nostro ordinamento, l'esercizio professionale della raccolta di capitali di rischio tramite portali *online* (*equity crowdfunding*) per le *start-up* innovative e ha previsto altri interventi di sostegno a favore di queste ultime.

La citata normativa primaria ha riservato tale attività a banche e imprese di investimento (i cosiddetti 'gestori di diritto', annotati nella sezione speciale del registro dei gestori), nonché ai soggetti autorizzati dalla Consob e iscritti nell'apposito registro (i 'gestori iscritti'), delegando all'Istituto, ai sensi dell'art. 50-*quinquies* del Tuf, la definizione di principi e criteri relativi ad alcuni aspetti riguardanti l'istituzione e l'aggiornamento del registro, i requisiti di onorabilità e professionalità dei gestori iscritti, le regole di condotta da rispettare nei rapporti con gli investitori. Inoltre, con riguardo alla disciplina delle offerte al pubblico condotte esclusivamente attraverso i citati portali *online* (di cui all'art. 100-ter del Tuf), alla Consob è affidato il compito di definire taluni aspetti della disciplina a esse applicabili (misura della quota degli strumenti finanziari riservata a investitori professionali o particolari categorie di investitori, tutela degli investitori diversi dai clienti professionali nel caso di trasferimento del controllo della *start-up* innovativa successivamente all'offerta). Dette offerte, ai sensi della norma primaria, devono avere un corrispettivo totale inferiore a 5 milioni di euro, soglia al di sotto della quale non è prescritta la pubblicazione di un prospetto informativo preventivamente approvato dalla Consob.

A livello europeo l'Italia rappresenta, pertanto, il primo paese a dotarsi di un'apposita regolamentazione dell'*equity crowdfunding*, attraverso l'adozione della delibera 18592 del 26 giugno 2013, con cui è stato emanato il 'Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *online*', ai sensi dell'articolo 50-*quinquies* e dell'articolo 100-ter del Tuf (Riquadro 11).

## Riquadro 11

### Il Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *online*

Al fine di tutelare gli investitori che sottoscrivono gli strumenti finanziari emessi dalle *start-up* innovative e per garantire un contesto affidabile, il Regolamento disciplina le regole di condotta che i soggetti iscritti al registro sono tenuti a rispettare. L'investitore è tenuto, prima di potere essere ammesso alla sezione delle piattaforme *online* autorizzate nella quale è possibile aderire alle offerte, a rispondere positivamente a un questionario preliminare, essenzialmente volto ad accertare il grado di comprensione delle caratteristiche e dei rischi connessi con la tipologia di investimenti promossi. Sono state inoltre disciplinate dettagliatamente le informazioni da fornire agli investitori con riferimento alla gestione del portale, all'investimento in *start-up* innovative e alle singole offerte.

Conformemente alle disposizioni dettate dal decreto 179/2012, il Regolamento prevede, per la finalizzazione degli ordini, l'intervento di una banca o di un'impresa di investimento che operino nei confronti degli investitori ai sensi della disciplina MiFID. Al fine di graduare gli oneri e favorire lo sviluppo del fenomeno dell'*equity crowdfunding*, sono state definite delle soglie di significatività delle operazioni (500 euro per singolo investimento e 1.000 euro annui per le persone fisiche; 5.000 euro per singolo investimento e 10.000 euro annui per le persone giuridiche), al di sopra delle quali si prevede che gli intermediari che curano il perfezionamento degli ordini di adesione alle offerte applichino, nei confronti degli investitori, le tutele previste nella Parte II del Tuf e nella relativa disciplina di attuazione (profilatura della clientela in ragione delle conoscenze finanziarie e del patrimonio/reddito individuali, nonché verifica dell'appropriatezza/adeguatezza degli investimenti realizzati per il tramite dell'intermediario).

Con specifico riferimento all'attuazione dell'art. 100-ter del Tuf, il Regolamento stabilisce alcune condizioni relative alla conduzione delle offerte sul portale. In particolare, ai fini dell'accettazione dell'offerta da parte del portale, è richiesto che lo statuto dell'emittente contempli, per l'investitore *retail*, il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni, nonché le relative modalità e condizioni di esercizio, nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi. Inoltre, ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale *online*, una quota almeno pari al 5 per cento degli strumenti finanziari offerti deve essere sottoscritta da investitori professionali ovvero da fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative.

Il Regolamento definisce, infine, i provvedimenti sanzionatori e cautelari che la Consob può adottare nei confronti dei gestori dei portali autorizzati.

A completamento di quanto sopra, con la comunicazione 0066128 del 1° agosto 2013, la Consob ha fornito indicazioni e chiarimenti in merito alla disciplina applicabile ai cosiddetti 'gestori di diritto' (banche e imprese di investimento autorizzate ai relativi servizi), che svolgono direttamente l'attività di gestione di portali *online* per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative, chiarendo che costoro sono tenuti ad applicare, nella relazione con la clientela, gli stessi presidi di trasparenza richiesti ai gestori di portali, diversi da banche e imprese di investimento, autorizzati dalla Consob e iscritti nel registro, nonché i requisiti specifici dettati con riguardo alla presentazione e gestione delle offerte.

Le norme emanate dalla Consob sono state il risultato di un processo regolamentare innovativo in cui l'Istituto ha dato piena applicazione ai principi di *better regulation*, svolgendo un'intensa attività di consultazione e individuando parametri per la valutazione *ex post* dell'efficacia dell'intervento regolatorio.

A seguito della definitiva approvazione della disciplina primaria e delle deleghe alla Consob, infatti, è stata posta in essere una specifica indagine conoscitiva, attraverso la pubblicazione di un apposito questionario, suddiviso in quattro sezioni riferite ai diversi destinatari della disciplina del *crowdfunding* (gestori 'potenziali', investitori professionali, investitori *retail* e *start-up* innovative), cui ha fatto seguito l'organizzazione di un apposito *open-hearing*, tenutosi presso la sede romana dell'Istituto nel febbraio 2013.

La seconda fase delle attività dell'Istituto si è concretizzata nella sottoposizione a pubblica consultazione, conformemente all'articolo 23 della legge 262/2005, di uno schema di regolamento di esecuzione e attuazione degli articoli 50-*quinquies* e 100-*ter* del Tuf, redatto tenendo conto delle osservazioni dei partecipanti all'indagine conoscitiva sopra menzionata.

In data 12 luglio 2013 sono stati, quindi, pubblicati gli esiti della consultazione e la 'Relazione sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione', nella quale – *inter alia* – sono stati delineati i vantaggi e gli svantaggi associati alle opzioni regolamentari poste in consultazione, definendo altresì un sistema di indicatori per la valutazione *ex post* dei relativi benefici e costi ai fini della verifica dell'impatto della regolamentazione (VIR), consistente nell'esame del concreto stato di attuazione della disciplina e del grado effettivo di conseguimento degli obiettivi posti alla base della stessa.

La Consob ha, infine, pubblicato nel proprio sito un'ampia sezione di *investor education* che illustra in maniera chiara e approfondita *l'equity crowdfunding* e i suoi rischi.

Per quanto concerne l'attuazione di altre disposizioni di rango primario già presenti nell'ordinamento nazionale, nel mese di luglio, è stata avviata la pubblica consultazione sulle disposizioni inerenti all'adeguata verifica della clientela da parte dei promotori finanziari, da adottarsi ai sensi del decreto legislativo del 21 novembre 2007, n. 231, emanato in attuazione della Direttiva 2005/60/CE (cosiddetta 'Terza Direttiva Antiriciclaggio'), concernente la prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminosi e di finanziamento del terrorismo. La consultazione si è conclusa in settembre e, dopo avere acquisito l'intesa da parte della Banca d'Italia e dell'Ivass, come richiesto dal citato decreto, è stata adottata la delibera 18731 del 18 dicembre 2013, entrata in vigore il 1° gennaio 2014.

La delibera stabilisce che «i promotori finanziari assolvono gli obblighi di adeguata verifica della clientela stabiliti dal decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 e successive modifiche, e dalle relative disposizioni attuative, asservendo le

*misure, le modalità e le procedure interne previste, per il proprio personale, dall'intermediario per il quale prestano la propria attività».* Tali disposizioni risultano in linea con quanto disposto in materia dalla Banca d'Italia con provvedimento del 3 aprile 2013, ove è precisato che i promotori finanziari debbono essere qualificati, sul piano degli adempimenti connessi all'adeguata verifica della clientela, alla stessa stregua dei dipendenti degli intermediari per i quali prestano la propria attività.

In attuazione altresì del decreto legislativo del 21 novembre 2007, n. 231, nel mese di settembre, è stata avviata la pubblica consultazione sulle disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela da parte dei revisori legali e delle società di revisione con incarichi di revisione su enti di interesse pubblico (Pie). La consultazione si è conclusa nel mese di novembre e, una volta acquisite le richieste intese di Banca d'Italia e Ivass, è stata adottata la delibera n. 18802 del 21 febbraio 2014, con entrata in vigore il 1° giugno 2014.

Le disposizioni in esame hanno preso principalmente a riferimento il Provvedimento della Banca d'Italia del 3 aprile 2013 che, nella stessa materia, detta regole che trovano applicazione nei confronti di banche e altri intermediari finanziari. Si è tenuto, tuttavia, conto della specifica natura dell'attività di revisione legale, che si sostanzia in una serie coordinata di controlli contabili che intervengono *ex-post* rispetto alle operazioni degli enti/società oggetto di *audit* e che si svolgono in modo indipendente e senza alcun coinvolgimento nei relativi processi decisionali.

Pertanto, anche in ossequio al principio di proporzionalità, è stato previsto che le società di revisione e i revisori legali devono dotarsi di misure, modalità e procedure di adeguata verifica, appropriate in rapporto all'organizzazione e alle caratteristiche dei propri clienti, e devono assolvere agli obblighi di adeguata verifica in modo proporzionato al rischio di riciclaggio specificamente rilevabile caso per caso, alla luce del complesso dei dati e delle informazioni di cui le società e i revisori vengano a conoscenza nel diligente esercizio dell'attività professionale.

Con delibera 18751 del 19 dicembre 2013, in ultimo, è stato adottato il Regolamento concernente gli obblighi di pubblicità e trasparenza relativi all'organizzazione e all'attività della Consob, in conseguenza dell'adozione, da parte del Legislatore primario, del decreto legislativo del 14 marzo 2013, n. 33 (cosiddetto "Decreto Trasparenza"), che *«allo scopo di favorire forme diffuse di controllo sul perseguimento delle funzioni istituzionali e sull'utilizzo delle risorse pubbliche»* ha inteso la trasparenza *«come accessibilità totale delle informazioni concernenti l'organizzazione e l'attività delle pubbliche amministrazioni»*, mediante la pubblicazione delle stesse in apposite sezioni dei siti internet di ciascuna amministrazione.

Il citato decreto ha previsto che la normativa vigente in materia di trasparenza si applichi anche alle autorità di garanzia, vigilanza e regolazione, *«secondo le disposizioni dei rispettivi ordinamenti»*, tenendo cioè conto delle peculiarità organizzative e funzionali proprie di ciascun istituto. Pertanto, il

Regolamento adottato dalla Consob ha individuato modalità applicative degli obblighi di trasparenza coerenti con le proprie peculiarità ordinamentali, ma al contempo tese a garantire il più possibile l'aderenza al dettato legislativo di riferimento, allo scopo di raggiungere un livello di trasparenza pari a quello stabilito dal decreto.

Il Regolamento prevede la creazione, nel sito istituzionale, di un'apposita sezione denominata 'Autorità Trasparente' nella quale sono pubblicate una serie di informazioni, puntualmente individuate nel testo regolamentare, concernenti l'organizzazione e l'attività dell'Istituto, per le quali sono previsti specifici termini di decorrenza dell'obbligo di pubblicazione e di permanenza dell'informazione sul sito. Il Regolamento disciplina, inoltre, nomina e funzioni del Responsabile per la trasparenza.

## 2 La revisione dei Regolamenti Consob

Con la delibera 18523 del 10 aprile 2013 sono state apportate alcune modifiche alla disciplina regolamentare che si applica alle società cooperative con azioni quotate, conseguenti alle importanti modifiche legislative apportate al Tuf, aventi ad oggetto gli obblighi informativi pre-assembleari nonché la disciplina del voto di lista per elezione e nomina dei componenti degli organi sociali. In particolare, il decreto legislativo del 18 giugno 2012, n. 91 (cosiddetto 'Correttivo *Shareholders' Rights*') ha reso omogenea la disciplina della convocazione assembleare per le società cooperative con quella prevista, in via generale, per le altre società quotate, per cui alle società cooperative si applicano i termini di convocazione assembleare previsti dall'art. 125-bis, commi 1 e 3, del Tuf.

Sono state, pertanto, adeguate le disposizioni del Regolamento Emittenti (articoli 70, 70-bis, 72, 73, 74, 77, 84 e 84-bis) che prevedevano termini specifici per l'adempimento degli obblighi di pubblicità, diversi da quelli ordinari.

Con riferimento al voto di lista, l'art. 23-quater del decreto legge del 18 ottobre 2012, n. 179 (cosiddetto 'decreto crescita-bis', convertito in legge 17 dicembre 2012, n. 221) ha modificato il comma 1 dell'articolo 147-ter del Tuf ('Elezione e composizione del consiglio di amministrazione'), consentendo alle società cooperative di stabilire in via statutaria la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste. In considerazione dell'avvenuta riforma, si è reso necessario procedere all'abrogazione delle disposizioni regolamentari con cui la Consob aveva previsto specifici 'tetti' alle quote di possesso azionario necessarie a presentare le liste, lasciando alle società cooperative piena autonomia nel determinare in via statutaria l'ammontare di tali quote sia per la nomina dei componenti dell'organo amministrativo sia per l'elezione del sindaco di minoranza, ai sensi dell'art. 147-ter, comma 1, del Tuf.

Con la delibera 18523 del 10 aprile 2013, inoltre, sono state abrogate alcune disposizioni del Regolamento Emittenti in materia di

revisione contabile, divenute inapplicabili a seguito delle modifiche apportate al Tuf con il decreto legislativo del 27 gennaio 2010, n. 39, nonché in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti in società con azioni non quotate o in società a responsabilità limitata, essendo venuto meno tale obbligo per effetto della modifica apportata all'art. 120 del Tuf ad opera del decreto legislativo dell'11 ottobre 2012, n. 184.

Sono state apportate al Regolamento Emittenti, successivamente con la delibera 18612 del 17 luglio 2013, alcune ulteriori modifiche, in parte rese necessarie dall'aggiornamento della normativa europea in materia di prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, nonché conseguenti alle modifiche legislative apportate al Tuf in materia di comunicazioni *price sensitive*, diritti dei soci e quotazioni di prezzi, in parte suggerite dalla prassi applicativa.

Con riferimento alla disciplina del prospetto, le modifiche hanno completato il processo di recepimento della Direttiva Prospetto, come modificata dalle Direttive 2010/73/UE e 2010/78/UE, tenendo anche conto dell'intervenuta adozione, da parte della Commissione europea, del Regolamento 486/2012 che ha modificato il Regolamento 809/2004/CE inerente ai diversi schemi di prospetto.

Tali modifiche hanno riguardato diversi ambiti, fra i quali anche il rilascio del giudizio di equivalenza per potere beneficiare dell'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto in presenza di un documento contenente informazioni equivalenti nel caso di operazioni di fusione e di scissione. Si è ritenuto opportuno adottare, in linea con l'ordinamento europeo, un approccio regolamentare adeguato alle specificità dell'emittente e dell'operazione, piuttosto che prevedere, a livello generale e sotto forma di schema, le informazioni che devono essere presenti nel documento per essere considerate equivalenti a quelle riportate in un prospetto. Peraltro, con la comunicazione 13037777 del 3 maggio 2013 sono state definite linee guida per la redazione del documento da sottoporre a giudizio di equivalenza, tenuto conto dell'esperienza applicativa maturata in tale ambito negli ultimi anni.

La *ratio* di tale intervento è stata quella di consentire agli operatori di predisporre un documento da sottoporre al giudizio di equivalenza di qualità elevata sin dall'inizio dell'istruttoria, con evidente riduzione dei tempi della stessa e quindi degli oneri amministrativi a carico degli operatori.

Anche ai fini del rilascio da parte della Consob del giudizio di equivalenza, è stato introdotto il cosiddetto *prefiling* già previsto relativamente all'approvazione dei prospetti, al fine di contribuire a ridurre i termini istruttori e a semplificare l'istruttoria.

Con riferimento alla pubblicazione del prospetto per l'ammissione alle negoziazioni è stata abrogata l'esenzione prevista nel caso di valori mobiliari con controvalore inferiore a 5 milioni di euro, non trovando la stessa esplicito riscontro nel quadro normativo europeo, né nell'ordinamento degli altri Stati membri dell'UE.

Con la delibera 18612/2013, inoltre, sono state apportate al Regolamento Emittenti altre modifiche finalizzate a realizzare un maggiore coordinamento tra alcune disposizioni in esso contenute e la normativa di rango primario.

Si evidenzia, al riguardo, l'intervento realizzato sulla disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto per l'assemblea dei soci. Al fine, infatti, di tener conto di quanto dispone l'articolo 135-*novies*, comma 6, del Tuf, come modificato dal già menzionato Decreto Correttivo *Shareholders' Rights*, è stato previsto che il conferimento e la revoca delle deleghe possano avvenire mediante documento informatico sottoscritto in forma elettronica.

Sono state, inoltre, apportate al Regolamento Emittenti le modifiche conseguenti all'intervenuta modifica dell'articolo 114, comma 1, del Tuf, ad opera del decreto legislativo dell'11 ottobre 2012, n. 184, con cui si è provveduto ad allineare la disciplina nazionale a quella europea in materia di *market abuse*, eliminando l'obbligo di *disclosure* delle informazioni *price sensitive* in capo ai soggetti controllanti di emittenti quotati.

Il Regolamento Emittenti è stato, altresì, modificato per tener conto dell'equiparazione tra la disciplina delle operazioni effettuate sui sistemi multilaterali di negoziazione e quella delle operazioni svolte nei mercati regolamentati, sancita dall'articolo 205 del Tuf, come modificato dal citato decreto legislativo 184/2012, per effetto della quale le quotazioni di prezzi immesse nei sistemi multilaterali di negoziazione non costituiscono offerta al pubblico.

Le modifiche elaborate in ragione della prassi applicativa hanno riguardato principalmente la disciplina dell'Opa, al fine di rafforzarne i presidi informativi, prevedendo l'obbligo di rendere note al mercato alcune notizie di rilevante interesse per il pubblico.

In particolare, si evidenziano la sospensione e il successivo riavvio dei termini istruttori previsti per l'approvazione del documento d'offerta e per l'adozione delle delibere di riduzione e di aumento del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria e la decisione di presentare alla Consob un'istanza per l'aumento del prezzo dell'Opa obbligatoria. Inoltre, al fine di garantire, in ragione della natura irrevocabile delle adesioni, la parità informativa tra tutti gli oblati, è stato previsto l'obbligo di rendere noto al mercato il comunicato dell'emittente, con i relativi allegati, entro il giorno antecedente il primo giorno del periodo di adesione.

Risponde, invece, all'esigenza di consentire alla Consob di conoscere gli emittenti che hanno presentato domanda di ammissione alle negoziazioni e i soggetti che hanno presentato richiesta di giudizio di ammissibilità, l'introduzione dell'obbligo per la società di gestione del mercato di comunicare all'autorità di vigilanza l'avvenuta presentazione di tali istanze.

Sono state apportate al Regolamento Emittenti, infine, alcune modifiche volte a migliorare l'intelligibilità delle disposizioni regolamentari e l'accessibilità degli utenti al sistema delle informazioni regolamentate nel suo

complesso, nonché finalizzate a recepire alcune modifiche apportate alla Direttiva *Transparency* dalla già menzionata Direttiva 2010/73/UE.

Ulteriori modifiche al Regolamento Emittenti si sono rese necessarie anche a causa della pubblicazione, in data 25 luglio 2012, del documento dell'ESMA contenente le *Guidelines on exchange-traded funds (ETFs) and other UCITS issues*. Tali Orientamenti sono diretti a fornire chiarimenti interpretativi in merito all'applicazione di alcuni obblighi prescritti dalla Direttiva 2009/65/UE (cosiddetta UCITS IV), attraverso specifiche indicazioni applicative di portata generale della disciplina europea di riferimento e delle relative disposizioni nazionali di recepimento.

In linea con la dichiarazione di volere conformarsi ai citati Orientamenti, la Consob ha dapprima adottato la comunicazione 13015352 del 22 febbraio 2013, fornendo i chiarimenti necessari per consentire un'ordinata applicazione degli stessi. Nell'esigenza di guidare gli operatori nella conseguente attività di implementazione, sono quindi stati apportati minimali adeguamenti all'articolo del Regolamento Emittenti e allo Schema 1 dell'Allegato 1B (Schema-tipo di prospetto). Con l'occasione si è altresì proceduto a modificare ulteriori disposizioni del Regolamento Emittenti per allinearle al contenuto delle Q&A ESMA/2012/592 e, in particolare, alla Q&A n. 2d, con cui l'ESMA ha chiarito che l'obbligo di consegna del KIID deve assolversi nei confronti di tutti gli investitori, anche se qualificati.

È stata, quindi, condotta una procedura di consultazione, di tipo *notice and comment*, che si è resa necessaria dal momento che le indicazioni interpretative veicolate dalle Q&A ESMA, seppure non vincolanti, hanno imposto un *facere* nell'ordinamento nazionale consistente nell'adozione di previsioni *ex ante* recanti obblighi giuridici.

Con delibera 18671 dell'8 ottobre 2013, sono state quindi introdotte due nuove disposizioni nel Regolamento Emittenti, rispettivamente nella Sezione II, relativa agli 'Oicr italiani aperti', e nella Sezione III, relativa agli 'Oicr comunitari armonizzati'.

Nella Sezione II è stato esplicitato che le disposizioni, in tema di predisposizione, aggiornamento e consegna del KIID e del prospetto relativi agli Oicr armonizzati, trovano applicazione anche nelle circostanze in cui l'offerta ricada in uno dei casi di esenzione previsti nell'art. 34-ter del citato Regolamento. Nella Sezione III si è previsto soltanto l'obbligo di consegna del prospetto nei confronti degli investitori istituzionali in caso di offerta di fondi armonizzati e anche laddove l'offerta rientri in una delle possibilità di esenzione previsti dal richiamato art. 34-ter. Difatti, per tale tipologia di fondi gli obblighi di predisposizione e aggiornamento della documentazione di offerta sono già disciplinati dalla normativa del paese di origine.

Nel mese di ottobre, Consob e Banca d'Italia hanno, infine, approvato le modifiche al provvedimento del 22 febbraio 2008 recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione, dopo un lungo *iter*, che ha visto lo scambio di intese reciproche su varie parti dell'articolo e, soprattutto,

dopo l'attenta analisi e condivisione delle soluzioni messe a punto in materia di liquidazione delle insolvenze di mercato, resesi necessarie a seguito delle modifiche intervenute nell'art. 72 del Tuf.

Nel 2013 è proseguita l'attività interpretativa della Consob, attraverso la pubblicazione di comunicazioni aventi lo scopo di chiarire alcune parti della disciplina di competenza, ovvero fornire indicazioni concrete affinché i destinatari delle disposizioni possano corrispondervi in maniera corretta.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza relativa alla trasparenza degli assetti proprietari delle quotate, sono emersi alcuni profili critici connessi all'operatività dei *trusts* nel mercato dei capitali di rischio, che hanno reso necessaria, dopo ampia consultazione del mercato, l'emanazione di una comunicazione generale ai sensi dell'art. 115, comma 2, del Tuf (comunicazione 0066209 del 2 agosto 2013).

Con tale comunicazione è stato chiesto ai *trustees*, che detengono una partecipazione rilevante nel capitale (ai sensi dell'art. 120 del Tuf) o che partecipano a un patto parasociale rilevante (ai sensi dell'art. 122 del Tuf), in emittenti aventi l'Italia come Stato membro d'origine, di inviare alla Consob, contestualmente alla comunicazione concernente la partecipazione ovvero il patto parasociale, le seguenti ulteriori informazioni: l'identità dei beneficiari, del *settlor*, del *protector* (laddove presente) o del legale rappresentante; gli eventuali poteri di intervento nella gestione della partecipazione assegnati dall'atto costitutivo a soggetti diversi dal *trustee*; la natura del *trust*; le eventuali sovrapposizioni tra i soggetti (persone fisiche e giuridiche) coinvolti nel *trust* in qualità di beneficiario, *settlor*, *trustee* o *protector* e i soggetti (persone fisiche e giuridiche) che fanno parte della catena partecipativa che fa capo al *trust*, ovvero del gruppo in cui il medesimo è inserito, nonché coloro che rivestono funzioni apicali, di qualsiasi tipo, in tali contesti.

La Consob si è riservata la facoltà di pubblicare nel proprio sito internet, secondo quanto previsto dall'articolo 114, comma 5, del Tuf, gli elementi informativi necessari per una corretta trasparenza degli assetti proprietari, al fine di tutelare gli investitori e garantire il regolare funzionamento del mercato.

A seguito della pubblicazione, in data 1° febbraio 2013, degli Orientamenti dell'ESMA in materia di esenzione da alcune delle disposizioni del Regolamento 236/2012/UE relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei *credit default swap* con riguardo all'attività di supporto agli scambi (*market making*) e alle operazioni di mercato primario, tradotti e pubblicati in lingua italiana il 2 aprile 2013, la Consob e la Banca d'Italia hanno adottato una comunicazione congiunta, in data 5 giugno 2013.

Con questa comunicazione sono state impartite le istruzioni per effettuare la notifica alla Consob dell'intenzione di avvalersi dell'esenzione in qualità di *market maker* su titoli azionari, e alla Banca d'Italia dell'intenzione di usufruire delle esenzioni per le attività di *market maker* e *primary dealer* su titoli di Stato e *credit default swap* su emittenti sovrani.

Nel quadro dei lavori di recepimento della Direttiva 2011/61/UE in materia di fondi di investimento alternativi (AIFMD) e delle relative disposizioni comunitarie di attuazione, infine, la Consob ha fornito il proprio contributo al Ministero dell'Economia e delle Finanze per la stesura della bozza del decreto legislativo di recepimento delle disposizioni comunitarie.

Il termine per il recepimento della AIFMD è scaduto in data 22 luglio 2013 (è attualmente in corso di definitiva adozione il decreto legislativo di trasposizione della Direttiva, approvato dal Consiglio dei Ministri il 3 dicembre 2013); alla stessa data sono entrati in vigore i Regolamenti (UE) 345/2013 e 346/2013 (EuVECA ed EuSEF). Considerata l'efficacia diretta, nell'ordinamento nazionale, dei citati Regolamenti nonché di quelle disposizioni della AIFMD che devono ritenersi, per costante giurisprudenza, *self-executing*, la Consob e la Banca d'Italia hanno pubblicato (il 26 luglio 2013) una comunicazione congiunta volta a veicolare alcune indicazioni tese a chiarire le norme in vigore dal 22 luglio 2013, assicurando, così, la piena operatività delle disposizioni comunitarie direttamente applicabili sino all'adozione della disciplina nazionale, legislativa e regolamentare, di recepimento.

Inoltre, sono stati avviati, in collaborazione con la Banca d'Italia per i profili di competenza, i lavori di modifica alla disciplina della gestione collettiva del risparmio, contenuta nel Regolamento congiunto Consob-Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, nel Regolamento Consob sugli intermediari e nel Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva, nonché la disciplina sull'offerta al pubblico di Oicr, di cui al Regolamento Consob sugli emittenti.

### 3 Il Regolamento sul procedimento sanzionatorio

Con la delibera 8750 del 19 dicembre 2013 è stato approvato, facendo seguito a una preventiva analisi dei procedimenti sanzionatori condotti e delle relative tempistiche, nonché al consueto procedimento di consultazione pubblica, il nuovo 'Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob', che si applica ai procedimenti sanzionatori avviati successivamente alla data in cui è entrato in vigore (10 marzo 2014).

Il Regolamento è stato adottato ai sensi dell'art. 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 che, coerentemente a quanto peraltro sancito anche dagli artt. 187-*septies* e 195 del Tuf, impone, per i procedimenti sanzionatori delle Autorità di vigilanza del sistema finanziario, il «rispetto dei principi della piena conoscenza degli atti istruttori, del contraddittorio, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie rispetto all'irrogazione della sanzione», prevedendo che le medesime Autorità disciplino «con propri regolamenti» l'applicazione dei principi medesimi.

Occorre premettere che il modello di procedimento sanzionatorio precedentemente delineato ha dato buona prova di sé (come emerso dalle pronunce giurisprudenziali intervenute in materia nel periodo 2006-2013), sia sotto il profilo

della garanzia del diritto di difesa e del rispetto del principio del contraddittorio sia per ciò che concerne il rispetto del principio della distinzione tra la fase istruttoria e la fase decisoria. Si è, tuttavia, ritenuto opportuno ridurre la durata, nella consapevolezza che tempi eccessivamente lunghi determinano una disfunzione sul piano dell'efficienza amministrativa e un potenziale danno in capo ai soggetti coinvolti e al loro diritto di vedere concluso il procedimento che li riguarda in tempi ragionevolmente contenuti. Inoltre, la riduzione dei tempi di durata del procedimento sanzionatorio sortisce effetti anche in ordine alla capacità deterrente propria dello strumento sanzionatorio, poiché l'efficacia di una misura sanzionatoria è tanto maggiore quanto più la sua irrogazione è temporalmente prossima, secondo un criterio di proporzionalità e di ragionevolezza, alla contestazione dei fatti illeciti ascritti.

Alla luce di tali esigenze, la Consob ha individuato, pertanto, un modello organizzativo che, fermo restando il pieno rispetto dei principi giuridici sopra enunciati, ha consentito di comprimere, fino a dimezzarla, la durata complessiva dei procedimenti sanzionatori, passata da 360 giorni (540 nel caso di soggetti residenti all'estero) al termine unico di conclusione del procedimento pari a 180 giorni.

La riferita compressione dei termini procedurali è stata realizzata abolendo la precedente configurazione 'bifasica' della fase istruttoria del procedimento sanzionatorio (fase che si svolgeva dapprima dinanzi alla Divisione competente per materia, per poi replicarsi anche dinanzi all'Ufficio Sanzioni Amministrative) e prevedendo, in suo luogo, un modulo istruttorio a fase 'unica'; in particolare, si è ritenuto opportuno attribuire la titolarità della competenza della fase istruttoria al solo Ufficio Sanzioni Amministrative, innanzi al quale è concentrato il contraddittorio con le parti interessate dal procedimento e nell'ambito del quale è assicurato alle stesse il pieno esercizio dei diritti di difesa quali previsti dall'ordinamento.

L'accentramento della fase istruttoria in capo all'Ufficio Sanzioni Amministrative consente, inoltre, una maggiore omogeneità e uniformità nella valutazione dei fatti oggetto dei procedimenti, realizzando in tal modo anche una più efficace attuazione del principio di parità di trattamento dei soggetti interessati.

L'attività preistruttoria preordinata all'accertamento dell'illecito e alla contestazione degli addebiti ai soggetti interessati, coerentemente con l'assunto secondo cui l'attività di accertamento degli illeciti costituisce un *proprium* dell'attività di vigilanza, continua a essere curata dalle diverse unità operative competenti per materia; per ciò che concerne la fase 'decisoria', la stessa continua a essere rimessa alla competenza della Commissione.

L'adozione del Regolamento, in cui sono confluite previsioni in precedenza contenute in una pluralità di provvedimenti, ha altresì consentito di realizzare una complessiva razionalizzazione della materia nonché di assicurare una maggiore trasparenza informativa relativamente alla disciplina sanzionatoria della Consob.

#### **4 La misurazione degli oneri amministrativi a carico dei soggetti vigilati**

La Consob, in attuazione delle disposizioni di legge in materia di misurazione degli oneri amministrativi (art. 6, comma 3, del d.l. 13 maggio 2011, n. 70, convertito con legge 12 luglio 2011, n. 106), ha effettuato una ricognizione degli obblighi informativi a carico dei soggetti vigilati previsti dalle disposizioni regolamentari da essa emanate in virtù delle deleghe stabilite dal Tuf.

L'indagine ha rivelato un quadro regolamentare complesso, connesso a un impianto di fonti stratificatesi nel tempo in modo non armonizzato. Gli obblighi informativi ammonterebbero a 619, secondo una stima che tiene conto del numero complessivo di segnalazioni ricevute su base annua (pari a circa 452 mila).

In particolare, sono stati individuati 345 obblighi (per più di 61 mila segnalazioni) con riferimento al Regolamento Emittenti, 104 obblighi (poco più di 361 mila segnalazioni) per il Regolamento Mercati e 110 obblighi rispetto al Regolamento Intermediari (al quale corrispondono circa 26 mila segnalazioni). Infine, sono più di 12 mila le segnalazioni ricevute dalla Consob in forma cartacea.

Ad esito di tale ricognizione, sono state individuate alcune tipologie di interventi, secondo un programma di attività, avviato nel 2013 e da completare entro il 2014, articolato in modifiche di natura normativa, organizzativa e informatica, volte a conseguire una riduzione degli oneri per i soggetti vigilati e a incrementare i benefici per il mercato nel suo complesso.

Con riferimento al 2013, gli interventi tesi a ridurre gli oneri amministrativi hanno riguardato la realizzazione dei sistemi informativi per l'acquisizione e il deposito digitale della documentazione relativa ai prospetti di offerta e/o quotazione di strumenti finanziari comunitari. Ulteriori iniziative sono state rivolte alla semplificazione dei regolamenti, mediante l'eliminazione delle previsioni non più applicabili. Ad oggi sono in corso di svolgimento attività di potenziamento delle infrastrutture informatiche (progetto di revisione del sito internet dell'Istituto e 'Carta degli investitori') in grado di determinare una sostanziale riduzione nei costi di trasmissione dei dati e di accesso agli stessi da parte degli investitori.

## VII 1 controlli giurisdizionali sull'attività della Consob

### 1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2013 si sono consolidati gli effetti della sentenza della Corte Costituzionale n. 162 del 27 giugno 2012, con la quale è stata dichiarata l'illegittimità costituzionale delle norme del Codice del Processo amministrativo che avevano attribuito alla giurisdizione esclusiva del Tar le controversie in materia di sanzioni irrogate dalla Consob. Per effetto di questi sviluppi, nel corso dell'anno, si è registrata la predominanza di ricorsi presentati avanti al giudice ordinario.

In particolare il contenzioso 'istituzionale' è sensibilmente aumentato rispetto all'anno precedente sia per le sanzioni amministrative irrogate per violazione delle norme disciplinanti l'attività degli intermediari sia in materia di abusi di mercato. In parte l'incremento è dovuto alla riassunzione di giudizi instaurati innanzi al Tar nel vigore del Codice del Processo amministrativo e conclusi, successivamente all'intervento della Consulta, con una pronuncia di inammissibilità per difetto di giurisdizione del giudice amministrativo (Tav. 49).

**Tav. 49 Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto<sup>1</sup>**  
(esiti al 31 dicembre 2013)

	Giudice amministrativo <sup>2</sup>						Giudice ordinario <sup>3</sup>					
	accolti <sup>4</sup>	respinti <sup>5</sup>	in corso	di cui:		totale ricorsi <sup>6</sup>	accolti <sup>4</sup>	respinti <sup>5</sup>	in corso	di cui:		totale ricorsi <sup>6</sup>
				accolta sospensiva	respinta sospensiva					accolta sospensiva	respinta sospensiva	
2008	2	5	4	—	—	11	6	25	17	—	1	48
2009	—	2	3	—	2	5	10	24	20	—	—	54
2010	1	10	17	—	5	28	1	42	15	1	1	58
2011	—	29	19	—	8	48	—	3	2	—	—	5
2012	—	20	15	—	1	35	3	27	23	—	—	53
2013	3	1	10	1	1	14	6	14	68	—	13	88

Fonte: Consob. <sup>1</sup> I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. <sup>2</sup> La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. <sup>3</sup> Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. <sup>4</sup> La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. <sup>5</sup> La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

In materia di abusi di mercato, tra le decisioni di maggior rilievo rese nel 2013, si segnalano 2 sentenze della Corte d'Appello di Bologna e di Roma relative a ipotesi di insider trading connesse a offerte pubbliche di acquisto finalizzate al *delisting* di società quotate.

Nella decisione della Corte di Bologna è stato messo in rilievo l'acquisto di azioni di una società quotata da parte della controllante prima della diffusione al pubblico del lancio dell'Opa finalizzata al *delisting* della controllata. Nell'atto introduttivo del giudizio in opposizione, i ricorrenti (il socio di controllo e l'amministratore unico della controllante, nonché l'amministratore delegato della società *target*) avevano sostenuto di non aver «acquisito l'informazione in ragione del loro status di insider, essendo essi stessi i creatori dell'informazione, per cui un soggetto non può essere ritenuto *'insider di se stesso'*». Diversamente, secondo la Corte, «per il ruolo ricoperto nell'ambito della società emittente e della società acquirente e per la concreta attività professionale svolta all'interno della società» i soggetti sanzionati «erano coloro che avevano deciso il lancio dell'Opa ed i termini e modalità dell'operazione»; cosicché «Si trattava di soggetti in possesso dell'informazione privilegiata in 'ragione' del ruolo e della carica sociale rivestita, pertanto di soggetti che rivestivano in propria il ruolo di *'insider primario'* ai quali l'illecito poteva essere contestato». Ciò posto, i giudici hanno rimarcato che «nessuna distinzione tra soggetto che crea l'informazione e soggetto che utilizza la stessa è ravvisabile nella normativa citata (art. 187 bis TUF) ... e ciò in quanto l'intento del Legislatore è quello di sanzionare lo sfruttamento dell'informazione privilegiata ai fini della tutela dell'integrità del mercato e dei finanziatori da chiunque provenga, e non di creare aree di non punibilità in relazione al soggetto da cui proviene l'informazione».

Nella sentenza in commento, la Corte d'Appello ha altresì escluso che, nella fattispecie da essa esaminata, potesse assumere rilievo il Considerando n. 30 della Direttiva 2003/6/CE, a tenore del quale «Poiché l'acquisizione o la cessione di strumenti finanziari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, non si dovrebbe considerare che il fatto di effettuare questo acquisto o cessione costituisca di per sé un'utilizzazione di un'informazione privilegiata». Secondo i giudici felsinei, l'Opa finalizzata al *delisting* - «lanciata da parte dell'azionista di maggioranza della società, il quale versa in una situazione di privilegio in quanto l'operazione è stata concepita e realizzata all'interno della stessa società, secondo i tempi e le modalità dalla stessa definiti, in base a un progetto di cui è a conoscenza sin dalle fasi iniziali e di cui è in grado di avvantaggiarsi e trarre profitto» - non ricade nell'ambito di applicazione del Considerando n. 30, che è norma «avente la finalità di assicurare l'integrità del mercato e la parità di condizioni tra gli operatori»; tanto che, secondo la Corte d'Appello, nella diversa ipotesi di «Opa per finalità di scalata», promossa da un «soggetto terzo, estraneo alla società, non appartenente al gruppo di comando e dunque non insider rispetto alla società», non rientrano «nell'ambito dell'insider trading [gli] acquisti effettuati sul mercato anteriori al lancio dell'Opa (rastrellamenti) al fine di poter acquisire una posizione di mercato idonea, prima di effettuare la scalata». E invero, nell'Opa da *delisting*, «il gruppo di controllo della società non si

*pone su un piano di parità rispetto ai terzi ed è in possesso di un'informazione di cui si può avvalere sul mercato a proprio vantaggio... e a danno di terzi».*

La Corte d'Appello di Roma ha ugualmente ritenuto che non sussistessero gli estremi per l'applicazione del Considerando n. 30 della Direttiva 2003/6/CE. Il soggetto sanzionato, socio fondatore e amministratore della società emittente, aveva affermato di non avere «la qualità di insider avendo egli stesso contribuito alla creazione della notizia, per essere tra coloro che avevano promosso l'OPA e, pertanto, 'artefice' dell'informazione asseritamente abusata». Il Collegio, nel disattendere l'argomento, ha notato «come, alla luce della normativa comunitaria ..., il fatto che un soggetto rivesta la qualità di membro degli organi di amministrazione, di direzione o di controllo della emittente, o partecipi al capitale della stessa, non costituisca ragione valida per utilizzare informazioni riservate acquisendo o cedendo per conto proprio o per conto terzi gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono. Essendo inoltre pacifico che il [ricorrente] avesse acquistato le azioni in proprio anziché nella veste di amministratore della società emittente, quindi nel proprio esclusivo interesse per conseguire il vantaggio correlato al prezzo di mercato dei titoli prima della divulgazione della notizia, non può dubitarsi dell'insussistenza della esenzione di cui al trentesimo 'considerando' della già richiamata direttiva che esclude dall'applicazione delle norme sull'insider trading le operazioni esecutive di una decisione che rappresentano l'oggetto dell'informazione privilegiata».

La Corte d'Appello di Perugia, in un'ipotesi di manipolazione cosiddetta 'operativa' del mercato, ha chiarito la portata della disposizione contenuta nell'art. 187-ter, comma 3, lett. b), del Tuf, che punisce chiunque pone in essere «operazioni o ordini di compravendita che consentano, tramite l'azione di una o più persone che agiscano di concerto, di fissare il prezzo di mercato ad un livello anormale o artificiale».

Secondo i giudici di Perugia, che hanno respinto la tesi dei ricorrenti volta ad attribuire rilevanza all'esistenza di un concreto impatto dell'operatività del titolo sul prezzo, ai fini della sussistenza della manipolazione «che le previsioni di illecito amministrativo di cui all'art. 187 ter TUF, e in particolare di quella di cui al III co. lett. b), devono essere interpretate (...) nel senso di previsioni di illecito non di evento ma di pericolo e di pericolo astratto e non concreto, appare affermazione del tutto ragionevole in base al loro raffronto con la corrispondente (perché relativa alle ipotesi di manipolazione cd. operativa in contrapposizione a quelle di manipolazione cd. informativa) figura di reato di cui all'art. 185 TUF (...). Appare infatti evidentemente assurdo che un illecito, meno grave quale è quello amministrativo, richieda l'evento di danno non necessario invece per l'integrazione del corrispondente illecito, evidentemente più grave, di natura penale; senza che in contrario possa rilevare la maggiore genericità della condotta dell'illecito amministrativo, che non deve esser necessariamente 'artificiosa' (qualora però in concreto lo fosse, il prezzo anormale potrebbe ben dirsi anche 'artificiale'), dovendosi dare prevalenza alle obiettive caratteristiche di abiezione offensività dell'illecito sull'articolazione delle modalità di realizzazione della condotta». Quindi, ai fini della configurazione di un illecito di manipolazione operativa del mercato, «Quello che occorre verificare è (...) l'effettività

*della condotta manipolativa fatta oggetto di contestazione, finalizzata come s'è detto appunto a tenere alto il prezzo (teorico e finale) d'asta, e la sua ostrotta idoneità, valutata ex ante, o produrre questa risultato e quindi più in generale a tenere stabile ad un certo livello il prezzo di mercato nel periodo considerato. Ove una tale verifica avesse un esito positivo non sarebbe decisivo, per negare l'integrazione della violazione contestata, rilevare che l'andamento del prezzo non possa essere utilizzato come conferma ex post di detta idoneità».*

La Corte d'Appello di Milano, nel caso di opposizione presentata da una società di gestione del risparmio, operante nel settore dei fondi immobiliari di tipo chiuso, avverso una sanzione irrogata dalla Consob, ha messo in evidenza la centralità degli obblighi gravanti in capo alle Sgr relativamente alla definizione del processo decisionale di investimento e alla pianificazione su base previsionale dell'attività gestoria.

I giudici di Milano hanno osservato che *«le violazioni in esame hanno riguardato aspetti cruciali dell'attività della Sgr in quanto il processo decisionale di investimento - vale a dire l'insieme delle regole organizzative e dei comportamenti che sovrintendono all'attività di gestione dei fondi comuni di investimento - costituisce il vero e propria 'motore' dell'attività di gestione collettiva del risparmio, da esso dipendendo non solo il funzionamento 'materiale' di tale attività ma altresì il rispetto della sua correttezza nell'interesse dei portecipanti ai fondi e dell'integrità del mercato».* La Corte milanese ha poi rimarcato che, *«con specifico riferimento ai fondi (...) di tipo chiuso, è fatto obbligo alla società di gestione del risparmio di definire e aggiornare un piano previsionale patrimoniale, economico e finanziario coerente con la durata del fondo e con le condizioni di mercato, di ricercare e selezionare le possibili operazioni coerentemente con il piano, di valutare le operazioni selezionate in considerazione delle opportunità e dei rischi complessivi da essi derivanti, di effettuare le attività di due diligence eventualmente connesse alle operazioni prima di disporre l'esecuzione e di monitorare l'andamento della gestione del fondo rispetto al piano, conservando, per ciascun fondo gestito, la documentazione inerente alle attività svolte. Costituendo la pianificazione su base previsionale dell'attività gestoria il momento centrale del processo di investimenti delle società di gestione di fondi immobiliari, è indubbio che le criticità accertate, richiamato il contenuto delle stringenti prescrizioni sopra indicate, investono aspetti di assoluta centralità e importanza».*

Il Tar del Lazio, nella prima metà del 2013, si è pronunciato in merito alla legittimità del diniego opposto dall'Istituto nei confronti di una richiesta di accesso avente ad oggetto atti di cui l'Amministrazione si trovava in possesso in ragione della sua attività di vigilanza, da essa ritenuti non ostensibili in quanto coperti dal segreto d'ufficio di cui all'art. 4, comma 10, del Tuf.

La richiesta di accesso agli atti del procedimento sanzionatorio, condotto dalla Consob nei confronti del sindaco di un emittente quotato, è stata formulata dalla società incaricata della revisione legale dei conti dell'emittente, intenzionata a utilizzare la documentazione nell'ambito del giudizio risarcitorio promosso contro di

essa dal suddetto sindaco. Il Tar ha rigettato il ricorso richiamando *in toto* l'interpretazione dell'art. 4, comma 10, del Tuf a suo tempo fornita dalla Corte Costituzionale (sentenze 460/2000 e 32/2005); interpretazione in base alla quale il segreto d'ufficio non trova applicazione esclusivamente quando l'accesso sia chiesto dal soggetto sottoposto a procedimento sanzionatorio da parte della Consob allo scopo di difendersi, in detta sede o nell'ambito del successivo giudizio di opposizione, avverso la sanzione irrogata nei suoi confronti. L'estraneità dell'utilizzazione prospettata dal richiedente, rispetto ai rigorosi parametri dettati dal giudice costituzionale, ha determinato la conferma del provvedimento impugnato da parte del Tribunale adito. Il Tar ha inoltre avuto modo di precisare che *«le esigenze di difesa della società ricorrente possono compiutamente dispiegarsi proprio all'interno del giudizio civile [n.d.r., quello avviato dal sindaco contro la società di revisione] a mezzo di istanza di esibizione dei documenti ... ben potendo il giudice ordinare la detta esibizione in giudizio dei documenti che oppaiono indispensabili per conoscere i fatti della causa»* (sentenza 6608/2013).

Nel corso del 2013, tra le più significative pronunce del giudice ordinario emanate con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, si segnala un decreto della Corte d'Appello di Genova relativo all'offerta di linee di gestione patrimoniali sul mercato valutario Forex, qualificate dalla Consob come prodotti finanziari 'atipici' ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. u), del Tuf ('*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*'). L'offerta è stata sanzionata in quanto svolta in assenza del prospetto richiesto dall'art. 94 del Tuf.

La Corte genovese ha ritenuto che il contratto di gestione valutaria offerto fosse qualificabile alla stregua di un prodotto finanziario in difetto degli elementi di personalizzazione tipici della gestione individuale (separazione tra i patrimoni dei clienti, possibilità per i clienti di impartire istruzioni, obbligo di rendicontazione individuale), nonché idonei a differenziare la posizione del cliente gestito da quella del sottoscrittore di quote di un fondo comune (strumenti finanziari secondo quanto previsto dall'art. 1, comma 1-ter, del Tuf). Il Collegio ha, inoltre, escluso la violazione del principio del *ne bis in idem*, evocata dall'opponente avuto riguardo a un pregresso intervento sanzionatorio operato nei suoi confronti dall'Istituto di emissione, in quanto *«la violazione contestata dalla Consob non è la medesima contestata dalla Banca d'Italia e si differenzia da questa per la diversità del bene giuridico protetto»*. Infine, la Corte non ha ritenuto di dichiarare dispensato l'errore giustificabile, invocato dalla ricorrente a fronte dell'assenza di precedenti esternazioni atte a ricondurre le linee di gestione offerte nell'alveo dei prodotti finanziari, poiché, pur *«in assenza di una specifica esternazione della Consob»*, non ha riscontrato *«una apprezzabile differenza ontologica»* tra le ipotesi portate a conoscenza degli operatori tramite l'adozione di comunicazioni o provvedimenti cautelari e interdittivi della Consob e l'offerta avente ad oggetto linee di gestione con *«caratteristiche 'personalizzate'»*.

Si segnala, inoltre, il decreto della Corte d'Appello di Milano in relazione ai ricorsi proposti avverso una delibera di irrogazione di sanzioni

amministrative pecuniarie nei confronti dei sindaci di una società con azioni quotate per violazione degli artt. 149, comma 1, lett. c) e c-bis), del Tuf. Il decreto ha sostanzialmente confermato l'impianto accusatorio formulato dalla Consob.

In particolare, nella pronuncia in esame, la Corte di Milano ha ritenuto fondate le contestazioni formulate nei confronti dei sindaci in relazione alle problematiche da cui è risultato affetto il sistema di *corporate governance* dell'emittente, avendo costoro omesso di rilevare e valutare adeguatamente l'assenza di presidi e controlli sul sistema delle deleghe e dei poteri. Il Collegio ha, in proposito, statuito che l'obbligo di vigilanza dei sindaci comporta la verifica della «*predisposizione di un'adeguata struttura di governo*» da parte degli amministratori, e il «*riscontro dell'adozione dei presidi necessari a evitare episodi di abuso*», attraverso «*controlli interni particolarmente rafforzati [...] certamente a campione*», volti a verificare l'effettiva adeguatezza dei sistemi di prevenzione delle irregolarità in uso presso l'emittente. La Corte, invece, ha disatteso l'aspettativa della Consob con limitato riferimento agli addebiti dalla stessa formulati nei confronti dei sindaci, per non essersi attivati in presenza di evidenti disfunzioni dell'organismo di vigilanza, istituito ex d.lgs. 231/2001, inattivo di fronte all'omessa predisposizione, da parte del consiglio di amministrazione, di protocolli specifici per il rischio di reati connessi alla redazione del bilancio d'impresa e consolidato. La Corte, in ragione dell'accoglimento del motivo di ricorso, ha provveduto di nuovo alla determinazione delle sanzioni applicate dalla Consob, equiparando altresì l'ammontare irrogato ai diversi componenti dell'organo di controllo. In particolare, è stata ritenuta ingiustificata la maggiorazione della sanzione originariamente applicata al Presidente del collegio sindacale in ragione della sua posizione, non ravvisandosi nelle violazioni contestate «*una concreta maggiore gravità della condotta tenuta dallo stesso e tale da motivare, nei suoi confronti, l'inosprimento della sanzione*». Avverso il suddetto decreto gli opposenti, in larga parte soccombenti, hanno avanzato ricorso per Cassazione. La Consob si è costituita in giudizio muovendo controricorso con ricorso incidentale.

Le Corti d'Appello di Milano e Trento hanno confermato le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dalla Consob in relazione a una pluralità di violazioni poste in essere in occasione del mutamento del controllo di una società con azioni quotate.

A fronte degli acquisti delle azioni della quotata, fatti contestualmente da tre società, a seguito dei quali si verificava il superamento congiunto della soglia del 30 per cento (art. 106, comma 1, del Tuf), a ridosso dell'assemblea deputata al rinnovo degli organi sociali, la Consob ha addebitato alle società in questione la violazione dell'obbligo di comunicazione di un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 del Tuf, la mancata effettuazione dell'Opa obbligatoria nonché la plurima violazione del divieto di esercizio del voto nell'assemblea della società. I giudici dell'opposizione hanno condiviso la tesi della Consob secondo cui l'acquisto simultaneo di un pacchetto di azioni, a un prezzo maggiore di quello di mercato, preceduto da numerosi contatti tra le tre società acquirenti, nonché la partecipazione delle stesse, seppure con condotte di voto differenti, all'assemblea della società

tenutasi quattro giorni dopo il citato acquisto, in esito alla quale erano stati nominati nuovi amministratori e sindaci ed era stata trasferita la sede dell'emittente, costituivano elementi idonei a comprovare l'esistenza di un patto parasociale, non comunicato alla Consob né pubblicato ai sensi dell'art. 122 del Tuf, che prevedeva l'acquisto concertato di azioni (comma 5, lett. c)) e aveva per oggetto o per effetto l'esercizio di un'influenza dominante sulla società quotata (comma 5, lett. d)); in conseguenza doveva ritenersi inadempito, da parte delle società paciscenti, così come prefigurato dalla Consob, l'obbligo di offerta pubblica che deriva dal combinato disposto degli artt. 106, comma 1 e 109, comma 1, del Tuf.

## 2 La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2013 il Tribunale di Genova, con una decisione, e quello di Roma, con tre, hanno respinto le domande di risarcimento (ex art. 2043 c.c.) presentate da gruppi di risparmiatori per asserito omesso controllo della Consob su intermediari, dichiarati falliti, in considerazione dell'intervenuta prescrizione quinquennale (ex art. 2947, comma 1, c.c.) del diritto risarcitorio avviato nei confronti dell'Istituto.

Nel caso di fallimento dell'intermediario, i Tribunali aditi hanno ritenuto che la decorrenza del termine quinquennale per la prescrizione del diritto a ottenerne il risarcimento anche dalla Consob ha inizio dalla dichiarazione dello stato di insolvenza; si esclude, tra l'altro, che detto termine inizi a decorrere da quando l'investitore ha cognizione definitiva del proprio credito verso l'intermediario in sede concorsuale ovvero sia comunque interrotto dalla presentazione dell'istanza di ammissione al passivo fallimentare; i giudici hanno infatti ribadito che l'istanza è una domanda giudiziale rivolta unicamente al soggetto fallito e preordinata alla restituzione dei valori affidatigli, e non diretta al risarcimento del danno proveniente dall'asserita omissione di controllo dell'Istituto (ex art. 2043 c.c.), e che l'esito dell'istanza di insinuazione al passivo incide solo sul *quantum* del diritto risarcitorio.

Per la medesima vicenda, tre decisioni hanno definito giudizi risarcitori instaurati nei confronti della Consob; la Corte di Cassazione ha definitivamente confermato l'obbligo di risarcire un gruppo di risparmiatori che, nel rispetto del termine quinquennale, avevano convenuto in giudizio (ex art. 2043, c.c.) l'Istituto per asserite omissioni di vigilanza (sentenza 6681/2011). Due dei giudizi in questione, invece, instaurati dai ricorrenti con le forme del cosiddetto rito sommario di cognizione di cui agli artt. 702-bis e ss., c.p.c., sono stati definiti mediante l'ordinanza prevista dallo stesso rito, avendo i Tribunali aditi ritenuto che, per effetto dell'accoglimento della eccezione preliminare di merito opposta dalla Consob, il giudizio non necessitasse di particolare attività istruttoria.

Il Tribunale di Roma con un'altra decisione ha respinto le domande di risarcimento del danno (ex art. 2043 c.c.) formulate nei confronti della Consob da alcuni soci di una società iscritta nell'elenco degli emittenti

strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, dichiarandone il difetto di legittimazione attiva all'esercizio dell'azione risarcitoria.

Il Tribunale, dopo aver rilevato che gli attori lamentavano che il 'depauperamento' del patrimonio della società, per effetto di una sanzione stabilita dalla Consob, aveva determinato l'azzeramento del valore delle azioni da essi acquisite aderendo a un aumento di capitale, ha ritenuto, in linea con un principio di diritto affermato costantemente dalla Suprema Corte, che il danno prospettato *«non si configura quale conseguenza immediata e diretta della condotta asseritamente illecita della Consob, bensì quale riflesso indiretto della stessa»* per cui *«solo la società è legittimata ad agire in giudizio per chiederne l'eventuale ristoro»*.

Con sentenza 1872/2013 la Corte di Cassazione ha dichiarato inammissibile il ricorso proposto avverso la sentenza 3993/2006 della Corte d'Appello di Roma che rigettando le domande risarcitorie proposte da numerosi risparmiatori nei confronti della Consob, per asserito omesso esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti di una società fiduciaria, aveva accertato l'insussistenza del nesso di causalità tra pretesa omissione di vigilanza e danno lamentato.

Nel corso del 2013, in aggiunta ai casi di abusi di mercato, sono stati definiti in secondo grado due procedimenti in cui la Consob era già costituita parte civile sia in relazione al delitto di associazione per delinquere (nell'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza), sia con riguardo al reato-fine di ostacolo (all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza). In uno dei procedimenti la Consob era altresì costituita quale responsabile civile in relazione ai reati di associazione a delinquere e abusivismo nello svolgimento di servizi di investimento.

Nelle due sentenze emesse dalla Corte d'Appello di Roma vi è stata la conferma della responsabilità penale degli imputati e delle statuizioni civili favorevoli alla Consob. In particolare, la Corte d'Appello di Roma, I Sezione Penale, con sentenza n. 4919 depositata il 10 luglio 2013, ha così motivato: *«chiarito che detta campagna sociale, pur formalmente operante in forma "lecita", nel settore dell'intermediazione, aveva chiaramente occultato alla Consob la provenienza dei clienti della società 'abusiva' EIM, si ritiene che il primo giudice correttamente aveva messo in risalto, nella sentenza impugnata, che l'analisi del "portafoglio" degli investimenti e dei capitali che attraverso EGP erano stati "scudati", aveva rivelato che l'operazione si era rivelata sola e soltanto "cartacea" e che i capitali dei clienti erano stati reimpatriati solo in via del tutto "nominale". Va da ultimo precisato e ribadito anche in questa fase del giudizio, ma solo per completezza, che anche la Consob è parte danneggiata dal reato di associazione per delinquere, in primo luogo perché tutta l'attività di abusivismo finanziario si è svolta eludendo i controlli del Comitato, ed in secondo luogo in quanto la condotta associativa ha costituito l'antecedente causale presupposto del reato di false informazioni (...). Il danno subito è costituito dalla frustrazione e vanificazione dei poteri istituzionali di vigilanza attribuiti dalla legge a Consob, nonché dall'opponimento dell'immagine stessa di Consob, quale soggetto preposto a garantire la fiducia del pubblico nel mercato»*.

La Corte d'Appello, nell'altro procedimento, ha confermato la sentenza di primo grado nella parte in cui aveva respinto la domanda risarcitoria avanzata nei confronti della Consob in qualità di responsabile civile, ritenendo che l'Istituto avesse correttamente adempiuto ai propri doveri di vigilanza.

# La gestione interna VIII le relazioni con l'esterno e l'attività internazionale

## 1 La gestione finanziaria

In linea con quanto accaduto l'anno precedente, la spesa complessiva preconsuntivata per l'esercizio 2013, pari a 117,2 milioni di euro, è risultata inferiore rispetto al dato consuntivo 2012 per 1,2 milioni di euro (Tav. 50).

**Tav. 50 entrate e spese<sup>1</sup>**  
(milioni di euro)

voci	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 <sup>2</sup>
<b>ENTRATE</b>							
avanzo di amministrazione <sup>3</sup>	24,0	29,7	11,5	6,5	14,5	14,3	18,3
fondo a carico dello Stato	10,7	9,8	7,9	1,0	0,4	0,4	0,0
entrate da contributi di vigilanza	75,1	75,0	87,8	108,9	116,6	108,9	98,0
entrate diverse	9,9	17,2	11,1	6,8	12,0	12,2	10,1
<b>totale entrate</b>	<b>119,7</b>	<b>131,7</b>	<b>118,3</b>	<b>123,1</b>	<b>142,5</b>	<b>135,8</b>	<b>126,4</b>
<b>SPESE</b>							
spese correnti	90,0	119,6	109,7	105,8	128,5	114,1	113,5
spese per i componenti la commissione	2,6	2,6	2,6	2,0	2,3	2,3	1,4
spese per il personale	60,2	70,6	72,5	80,5	82,0	88,1	89,8
spese per acquisizione di beni e servizi	23,0	23,3	17,3	18,2	21,5	16,0	16,9
oneri per ripristino e ampliamento immobilizzazioni	4,1	4,0	3,4	3,9	3,6	3,7	5,0
accantonamento al Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni	0,0	18,3	12,2	0,4	17,8	0,0	0,0
spese non classificabili	0,1	0,8	1,7	1,3	1,3	4,0	0,4
spese in conto capitale	1,7	2,0	3,2	2,8	1,4	4,3	3,7
<b>totale spese</b>	<b>91,7</b>	<b>121,6</b>	<b>112,9</b>	<b>108,6</b>	<b>129,9</b>	<b>118,4</b>	<b>117,2</b>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Fino al 2012 sono riportati i dati consuntivi. <sup>2</sup> Per il 2013 sono riportati i dati di preventivo definitivo. <sup>3</sup> 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 2012 è riportato tra le entrate 2013.

In particolare si è registrata una contrazione pari a 0,6 milioni di euro sia della spesa corrente che si è attestata a fine 2013 a 113,5 milioni di euro sia della spesa in conto capitale che si è portata a 3,7 milioni di euro.

La notevole diminuzione della spesa corrente è dovuta essenzialmente all'azzeramento degli accantonamenti al *Fondo rischi restituzione somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari non definitivi* e alla riduzione (da 2,3 a 1,4 milioni di euro) delle spese per i componenti la Commissione; sono risultate in lieve aumento le spese per il personale e quelle per l'acquisizione di beni e servizi.

La spesa in conto capitale è ascrivibile principalmente agli interventi di adeguamento degli impianti e delle strutture dell'immobile della sede di Roma oltre che alle acquisizioni di *hardware* e *software*.

Le entrate complessive del 2013, al netto dell'avanzo di amministrazione dell'anno precedente, sono pari a 108,1 milioni di euro, e riferibili per il 9,3 per cento a entrate diverse (interessi attivi, utilizzo fondi ripristino immobilizzazioni e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari) e per il 90,7 per cento ai contributi di vigilanza versati prevalentemente dai soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, emittenti, intermediari (banche, Sim e agenti di cambio) e società di revisione (Tav. 51).

**Tav. 51 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati<sup>1</sup>**  
(milioni di euro)

	Sim e agenti di cambio	banche	società di revisione	promotori di servizi finanziari	organismi di mercato <sup>2</sup>	emittenti	Oicr <sup>3</sup>	soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	altri	<i>totale entrate contributive</i>
2007 <sup>1</sup>	1,0	10,4	5,5	12,9	4,8	13,1	8,3	16,3	2,8	75,1
2008	1,1	11,3	6,3	11,7	4,7	12,7	7,1	18,4	1,7	75,0
2009	1,3	13,1	9,0	5,0	5,4	14,7	8,6	28,1	1,6	87,8
2010	1,6	16,9	11,9	5,5	5,7	19,8	10,7	34,8	2,0	108,9
2011	1,7	20,1	12,1	5,2	5,7	23,1	11,5	34,7	2,5	116,6
2012	1,4	17,7	12,7	4,9	5,7	23,5	10,4	30,5	2,1	108,9
2013 <sup>4</sup>	1,5	16,2	12,5	4,7	5,2	22,5	8,8	23,9	2,7	98,0

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Dal 2007 al 2012 sono riportati i dati consuntivi. <sup>2</sup> Per il 2013 sono riportati i dati di preconsuntivo. <sup>3</sup> In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Itx Spa (fino al 2008), Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa, Monte Titoli Spa e Organismo Promotori Finanziari (dal 2009). <sup>4</sup> Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

## 2 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Nel corso del 2013 si è consolidato il processo di revisione dell'assetto organizzativo finalizzato all'ottimizzazione della distribuzione delle competenze assegnate alle strutture operative, a sostegno del mandato istituzionale.

Dall'ampio riordino interno operato a fine 2011, è emersa l'esigenza di porre in essere una serie di interventi che hanno riguardano l'assetto organizzativo-funzionale e le competenze proprie di Divisioni e Uffici che operano in specifici settori della vigilanza.

In questa ottica, è stata ricondotta a un'unica unità organizzativa, coordinata nell'ambito della Divisione Informazione Emittenti, la vigilanza sulle offerte aventi ad oggetto prodotti *equity* emessi da società non quotate, che possono essere propedeutiche o meno alla quotazione dei titoli su un mercato regolamentato.

Per potenziare i controlli in materia di rating e raccomandazioni di investimento, è stato istituito un apposito ufficio, coordinato nell'ambito della Divisione Mercati, con specifiche competenze in materia di informazioni elaborate e diffuse da agenzie di rating e da intermediari. L'automazione sistematica dei processi di vigilanza dei mercati è stata affidata a un'ulteriore unità organizzativa che ha il compito di acquisire informazioni qualitative e quantitative, razionalizzare le attività finalizzate al monitoraggio dei mercati e archiviare i dati acquisiti a beneficio delle unità organizzative di vigilanza interessate, ciascuna per i relativi profili di competenza.

Un'ulteriore modifica organizzativa ha riguardato la Divisione Intermediari al fine di attribuire a distinti Uffici le competenze relative a diverse categorie di soggetti vigilati (rispettivamente banche, imprese di assicurazione e Sim).

Nell'ottica della semplificazione delle modalità operative, sono state regolamentate la tutela delle informazioni, la trattazione degli esposti, la segnalazione di casi di conflitto di interessi nell'espletamento degli incarichi ispettivi e il coordinamento delle attività ispettive, le modalità di svolgimento dei procedimenti ex legge 241/1990 e l'accesso alla Centrale Rischi della Banca d'Italia.

Si ricorda, infine, l'introduzione della gestione dematerializzata dei flussi documentali dell'Istituto, in ingresso e in uscita.

Tale innovazione ha comportato l'aggiornamento delle procedure organizzative interne, con particolare riferimento alla gestione dei flussi documentali, all'archiviazione, alla protocollazione, alla notifica degli atti, alla produzione e circolazione degli atti interni finalizzati all'assunzione delle deliberazioni di competenza della Commissione, contestualmente alla revisione di tutta la modulistica interna.

Sono stati definiti, inoltre, i relativi strumenti archivistici, il Piano di classificazione (Titolario) e il Piano di fascicolazione, secondo quanto disposto dal Codice per i beni culturali in relazione alla corretta tenuta degli archivi e la definizione dei criteri di organizzazione, gestione e conservazione dei documenti.

L'implementazione della nuova piattaforma è stata accompagnata da una capillare attività di coinvolgimento e formazione di tutti gli utenti interni.

In merito all'attività della Camera di conciliazione ed arbitrato, il nuovo Regolamento di attuazione del decreto legislativo n. 179 dell'8 ottobre 2007, e le relative procedure approvate dalla Consob con delibera 18275 del 18 luglio 2012, hanno profondamente innovato il funzionamento della

Camera come organo tecnico e strumentale che svolge in piena autonomia i compiti assegnati dalle disposizioni di legge e dai regolamenti.

Le modifiche regolamentari hanno riguardato i requisiti di professionalità previsti per l'iscrizione negli elenchi, la riformulazione dei criteri di nomina dei conciliatori e degli arbitri e l'introduzione di contribuzioni a carico degli stessi soggetti.

### 3 La gestione delle risorse umane

Nel corso 2013, l'organico dell'Istituto ha subito un decremento effettivo di 9 unità di personale, portandosi a 618 dipendenti.

In particolare a fronte di 11 cessazioni dal servizio (di cui 9 di ruolo e 2 a contratto) sono state assunte due risorse a contratto. Tali assunzioni hanno riguardato una risorsa con la qualifica di condirettore centrale, cui è stato conferito l'incarico di Segretario Generale, previsto dall'art. 26-bis del Regolamento di organizzazione e funzionamento della Consob, e una con qualifica di assistente.

Nel corso dell'anno la Consob si è avvalsa di una risorsa distaccata da altra Amministrazione ed equiparata a una delle qualifiche funzionali previste dal Regolamento del personale, mentre un'altra risorsa è cessata dal servizio per scadenza del periodo di distacco (Tav. 52 e Tav. 53).

Tav. 52 Il personale<sup>1</sup>

	dipendenti di ruolo				dipendenti a tempo determinato	totale
	carriera direttiva	carriera operativa	carriera dei servizi generali	totale		
2007	200	266	13	479	56	535
2008	198	295	13	506	50	556
2009	231	287	13	531	47	578
2010	239	270	21	530	45	575
2011	260	280	22	562	48	610
2012	278	276	21	575	52	627
2013	317	232	17	566	52 <sup>2</sup>	618

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Dati al 31 dicembre. <sup>2</sup> Sono compresi 7 dipendenti distaccati da altre amministrazioni ed equiparati a una delle qualifiche funzionali previste dal Regolamento del personale.

Con riferimento al personale assunto a contratto di lavoro a tempo determinato, la legge n. 125 del 30 ottobre 2013, di conversione, con modificazioni, del decreto legge n. 101 del 31 agosto 2013, (recante *'Disposizioni urgenti per il perseguimento di obiettivi di razionalizzazione nelle pubbliche amministrazioni'*), ha spostato al 31 dicembre 2016 il termine per l'esercizio della facoltà di inquadrare in ruolo il personale a contratto (originariamente fissato al 31 dicembre 2013).

Al termine della fase di sperimentazione, avviata nel 2012, ha preso avvio il nuovo istituto del telelavoro con l'individuazione di 11 posizioni, delle quali solo 10 risorse (8 a Roma e 2 a Milano) ne hanno usufruito.

Per quanto concerne la formazione, nel 2013 si è registrata una riduzione della spesa formativa che si è attestata a 300 mila euro (390 mila nel 2012) avvalendosi di un'elevato numero di iniziative interne.

Tav. 53 Distribuzione del personale per qualifica e unità organizzativa<sup>1</sup>

unità organizzativa	dirigenti	funzionari	impiegati	altro <sup>2</sup>	<i>totale</i>
Direzione Generale	3	4	8	5	<i>20</i>
Segretario Generale	2	0	1	0	<i>3</i>
Avvocato Generale	1	0	0	0	<i>1</i>
Consulenza Legale	6	21	7	1	<i>35</i>
Uffici non coordinati nell'ambito di Divisioni <sup>3</sup>	8	34	36	3	<i>81</i>
<b>Divisioni</b>					
Informazione emittenti	5	31	15	0	<i>51</i>
Corporate governance	6	28	12	0	<i>46</i>
Mercati	8	37	33	0	<i>78</i>
Intermediari	5	43	33	0	<i>81</i>
Ispettorato	3	29	17	1	<i>50</i>
Studi	4	16	12	0	<i>32</i>
Amministrazione	11	34	50	9	<i>104</i>
Strategie regolamentari	3	8	3	1	<i>15</i>
Tutela del consumatore	6	6	8	1	<i>21</i>
<i>totale Divisioni</i>	<i>71</i>	<i>291</i>	<i>235</i>	<i>21</i>	<i>618</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Dati al 31 dicembre 2013. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. <sup>2</sup> La voce 'Altro' comprende il personale della carriera dei servizi generali. <sup>3</sup> Uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

Nei primi mesi dell'anno, inoltre, sono state definite due procedure concorsuali riconducibili all'adempimento delle prescrizioni di legge in materia di collocamento obbligatorio delle categorie protette.

#### 4 I sistemi informativi

Nel corso del 2013 è proseguito il contenimento dei costi relativi all'area ICT (*Information and Communication Technology*), su impulso sia della normativa in materia di *spending review* sia di iniziative interne, funzionali all'ottimizzazione degli investimenti. Si è reso necessario, tuttavia, il rinvio di altre importanti attività determinando il prolungamento dei relativi tempi di realizzazione.

Il progetto DEMACO (Dematerializzazione Atti e procedimenti Consob) è stata l'iniziativa che ha maggiormente impegnato la struttura interna, in termini di sviluppi sia applicativi sia infrastrutturali.

La dematerializzazione dei flussi documentali ha comportato la digitalizzazione degli atti cartacei dell'Istituto, l'attivazione del nuovo protocollo informatico, l'innovazione e semplificazione dei processi e delle attività amministrative prevedendo la gestione informatica dei flussi e dei fascicoli documentali anche attraverso l'attivazione di canali di posta elettronica certificata, nonché l'archiviazione e la conservazione digitale.

Intensa è stata, inoltre, l'attività relativa all'avvio di nuovi sistemi di vigilanza e di deposito di documenti trasmessi alla Consob dai soggetti vigilati.

Nel 2013 è stato avviato il nuovo Sistema di vigilanza sui Mercati, Stazione di controllo Mercati, in collaborazione con Borsa Italiana, e il Sistema di deposito e pubblicazione automatica, sul sito internet, dei Prospetti Informativi (Deproem). Sono stati realizzati, inoltre, il Sistema per l'albo dei gestori di portali di *crowdfunding* e il Sistema di scambio informativo tra Consob, Banca d'Italia e Ivass, finalizzato all'analisi dei dati dell'*interlocking*. In relazione al Sistema di gestione della Camera di conciliazione e arbitrato, è stata attivata la gestione degli albi conciliatori; con riferimento, invece, ai sistemi *online* per l'approvazione dei prospetti informativi, è stato avviato il Sistema per la gestione di prospetti *equity, non-equity* e Ipo.

Si è dato, altresì, avvio ad alcuni progetti a carattere pluriennale e strategico per l'Istituto, quali la revisione dei procedimenti operativi del sito internet dell'Istituto e l'avvio delle attività di progettazione per il *Data warehouse*, che consente il pieno sfruttamento del patrimonio informativo dell'Istituto per finalità di vigilanza.

Nell'ambito delle attività di adeguamento dei sistemi, infine, è stato aggiornato il Sistema di gestione del processo deliberativo adattato alle nuove procedure di riservatezza; è stata realizzata l'evoluzione del Sistema di *financial intelligence* su cruscotti interattivi (*dashboard*) basati su banche dati informative relative agli emittenti; è stata completata la reingegnerizzazione del sistema dedicato alla scheda informativa dell'attività di controllo svolta dai collegi sindacali, mentre, in tema di partecipazioni rilevanti in emittenti quotati, sono stati realizzati diversi aggiornamenti per permettere la gestione *online* dei modelli per la dichiarazione della partecipazione potenziale nelle società.

In considerazione dei nuovi adempimenti che prevedono l'istituzione presso l'ESMA dei cosiddetti *Register* (registri) centrali di livello europeo (ex Direttiva *Omnibus*) si segnala l'istituzione di meccanismi centralizzati di raccolta delle informazioni a livello dell'Unione che impegna le strutture interne in una significativa attività a carattere trasversale.

Sono proseguite le attività di aggiornamento tecnologico delle piattaforme applicative di base fra cui il *Database Management System*, il Sistema di gestione documentale (DMS) e il Sistema operativo dei *personal computer* (PC), attraverso una specifica convenzione con la Consip che ha permesso di introdurre strumenti più efficienti di collaborazione e interattività fra gli utenti e tra le unità organizzative.

Nel corso del 2013 è stato raggiunto l'obiettivo di virtualizzazione dei server ottimizzando sia l'occupazione dello spazio sia la riduzione dei consumi; sono proseguite, inoltre, le attività di rinnovo della dotazione di PC.

## 5 Le relazioni con l'esterno e l'attività di *investor education* e l'attività di studio

Nel 2013 è proseguita per la Consob l'attività di relazioni con il pubblico e con i risparmiatori. Il sito internet istituzionale si è confermato lo strumento centrale dell'attività di comunicazione con l'esterno: il numero elevato di accessi conferma l'importanza che esso riveste per l'acquisizione dati e informazioni da parte di operatori, studenti e risparmiatori (Tav. 54).

Tav. 54 Accessi alle pagine del sito internet  
(migliaia di accessi)

pagine	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Home Page (Novità)	2.130	1.803	1.873	1.819	1.275	1.305	1.178
Per i risparmiatori	344	188	173	193	199	180	159
Per i soggetti vigilati	367	510	309	388	322	340	271
Per i giornalisti <sup>1</sup>	—	12	12	12	5	6	4
La Consob	847	1.127	1.454	1.254	1.154	1.160	968
Emittenti	2.791	2.879	3.679	3.275	3.177	3.119	2.706
Intermediari e mercati	1.691	1.436	1.020	1.121	1.090	1.088	988
Decisioni della Consob/Bollettino	696	734	968	935	977	982	891
Regolamentazione	2.117	2.395	1.906	2.127	2.065	2.100	1.618
Pubblicazioni e comunicati <sup>2</sup>	750	—	—	—	191	188	126
Altri siti	10	9	209	9	4	4	5
Motore di ricerca unico	313	256	209	196	116	112	147
Aiuto e mappa del sito	26	58	15	16	9	10	7
Area interattiva <sup>3</sup>	—	—	44	97	51	54	36
Versione in lingua inglese	297	274	845	290	322	340	343

Fonte: Consob. <sup>1</sup> I dati relativi ai giornalisti fino al 2007 sono stati inclusi nella voce Home Page. <sup>2</sup> Nell'anno 2008 i dati sono stati inseriti nella voce La Consob. <sup>3</sup> Il dato relativo al 2008 (disponibili a partire dal mese di ottobre) si riferisce agli accessi al Sistema Automatico Integrato di Vigilanza e Albo Promotori finanziari (Saivap) e al Sistema Automatico Integrato di Vigilanza Incarichi di Controllo (Salvic); da giugno 2009 e da ottobre 2009 il dato include gli accessi, rispettivamente, al Sistema Integrato per l'Esterno (Sipe) e al Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sulle Assicurazioni (Saivia). <sup>4</sup> I dati sono disponibili a partire da giugno 2009, data in cui è stata pubblicata la nuova area interattiva.

Sono pervenute alla Consob oltre 1.600 richieste scritte di assistenza nonché segnalazioni su vicende riguardanti operazioni societarie e del mercato da parte del pubblico e dei risparmiatori, delle quali 1.200 sono state inviate attraverso il Sistema Integrato per l'Esterno (Sipe) e l'apposito modulo ivi pubblicato. Al totale delle richieste vanno aggiunte le numerose domande di chiarimenti, dati e informazioni pervenute telefonicamente nel corso dell'anno.

La Consob continua a prestare la massima attenzione alle segnalazioni e agli esposti che le pervengono e all'attività di educazione finanziaria.

Nel corso dell'anno si segnalano incontri con gli studenti americani del *Master in Business Administration* della St. John's University e con gli studenti dell'Università di Cassino e del Lazio Meridionale per illustrare l'attività istituzionale.

La Consob durante l'anno ha concentrato la propria attività di *investor education* sul *crowdfunding* ovvero sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *online*.

L'*equity crowdfunding*, così come disciplinato dal Legislatore italiano, si rivolge a un'ampia platea di investitori sfruttando le potenzialità di internet. La Consob, contestualmente all'adozione del Regolamento 18592/2013, ha reso disponibile al pubblico un'iniziativa di educazione finanziaria che, oltre a illustrare la normativa, evidenzia i rischi dell'investimento su società innovative in fase di *start-up*. L'articolo 15, comma 2, del Regolamento, infatti, ha disposto che prima dell'adesione alle offerte presentate sul portale, gli investitori *retail* devono visionare e comprendere le informazioni presenti sul sito dell'Istituto, rispondendo a un questionario sulle caratteristiche e i rischi connessi all'investimento (Tav. 55).

Tav. 55 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	
2007	185	1.463	1.648	50	470	995	133	1.648
2008	193	2.545	2.738	50	900	1.675	103	2.738
2009	175	2.640	2.715	80	1.100	1.470	65	2.715
2010	308	1.291	1.599	178	264	763	394	1.599
2011	315	1.385	1.700	188	270	792	450	1.700
2012	321	1.394	1.715	183	275	801	456	1.715
2013	340	1.265	1.605	175	260	830	340	1.605

Fonte: Consob.

Nel corso dell'anno la Camera di conciliazione e arbitrato ha dato attuazione alle disposizioni transitorie per la formazione dei nuovi elenchi dei conciliatori e degli arbitri, previste dall'art. 3 della delibera 18275/2012.

Le disposizioni prevedono che i soggetti, già iscritti negli elenchi costituiti ai sensi del previgente Regolamento, siano iscritti, ove in possesso dei requisiti richiesti, negli omologhi elenchi previsti dal nuovo Regolamento di attuazione del d.lgs. 179/2007.

La Consob ha disposto il differimento al 31 dicembre 2014 dei termini entro i quali i conciliatori, attualmente iscritti nell'elenco tenuto dalla Camera, sono tenuti a completare il percorso formativo richiesto.

Al 31 dicembre 2013 i conciliatori e gli arbitri iscritti nei rispettivi elenchi risultano pari rispettivamente a 1.690 e a 1.178.

Per quanto riguarda l'attività di studio nel corso dell'anno è proseguita la pubblicazione semestrale del *Risk outlook* (rapporto di analisi dei fenomeni di natura congiunturale e dei *trend* che caratterizzano l'evoluzione dei mercati finanziari; il primo numero risale al 2010) e dei lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza e di diritto.

Due nuovi Quaderni di finanza riguardano *The impact of financial analyst reports on small caps prices in Italy* (numero 73) e le *Probabilità reali e probabilità neutrali al rischio nella stima del valore futuro degli strumenti derivati* (numero 74). I tre nuovi numeri dei Quaderni giuridici, invece, concernono *L'autodisciplina in materia di corporate governance: un'analisi dell'esperienza italiana* (numero 2); *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano* (numero 3), e *I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti* (numero 4).

La Consob, inoltre, ha pubblicato il secondo e terzo numero del *Bollettino statistico*, un documento a cadenza semestrale che contiene dati sui settori istituzionali di interesse dell'Istituto basati su segnalazioni statistiche di vigilanza. Si segnala, altresì, il secondo numero del *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane*, documento a cadenza annuale basato su segnalazioni statistiche di vigilanza e informazioni pubbliche, che contiene dati su assetti proprietari, organi sociali, assemblee e operazioni con parti correlate degli emittenti quotati italiani.

Nel corso del 2013 sono stati numerosi i convegni organizzati dalla Consob; si ricordano: i seminari di presentazione del *Risk outlook* e del *Rapporto sulla corporate governance*; un incontro con il mercato (*open hearing*) sul tema della raccolta di capitali di rischio via internet per le *start-up*, e, infine, una conferenza stampa nel corso della quale è stato presentato il progetto 'PiùBorsa' tramite la sottoscrizione di un *memorandum* di intesa contenente impegni e misure volte a promuovere una linea d'azione comune per lo sviluppo del mercato mobiliare nazionale.

## 6 La cooperazione internazionale

Nel 2013 la Consob ha proseguito l'attività di scambio di informazioni con le autorità di vigilanza di Stati membri dell'Unione Europea e di paesi terzi (Tav. 56).

L'Istituto ha inoltrato complessivamente 187 richieste di informazioni ad autorità estere (a fronte di 142 nel 2012) e ne ha ricevute 94 da altre autorità di vigilanza (70 nell'anno precedente) che hanno riguardato soprattutto segnalazioni di operazioni sospette e casi di verifica di onorabilità e professionalità.

Tav. 56 Scambio di informazioni fra Consob e autorità di vigilanza estere

oggetto	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Richieste di informazioni ad autorità estere</b>							
abuso di informazione privilegiata	18	25	23	20	27	16	12
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	9	27	14	23	18	14	11
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	1	2	3	10	14	33	42
trasparenza e informativa societaria	1	2	1	8	—	—	2
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	3	2	2	9	5	1	1
requisiti di onorabilità e professionalità	9	—	—	—	1	1	1
violazione regole di condotta	—	—	3	3	1	1	8
transaction reporting ex art. 25 MiFID	—	1	1	—	—	—	—
vendite allo scoperto	—	42	6	4	—	—	—
richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	—	11	2	5	24	67	97
segnalazioni operazioni sospette	—	1	6	9	5	9	3
<b>totale</b>	<b>41</b>	<b>113</b>	<b>61</b>	<b>91</b>	<b>95</b>	<b>142</b>	<b>177</b>
<b>Richieste di informazioni da autorità estere</b>							
abuso di informazione privilegiata	18	18	5	9	11	9	7
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	3	2	4	5	5	1
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	2	8	6	4	2	1
trasparenza e informativa societaria	—	1	1	2	3	—	—
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	1	1	—	1	1	—	—
requisiti di onorabilità e professionalità	37	18	36	41	50	30	38
violazione regole di condotta	3	2	2	5	—	1	—
transaction reporting ex art. 25 MiFID	—	1	—	—	—	—	—
vendite allo scoperto	—	—	—	—	—	—	—
richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	—	—	—	1	—	1	—
segnalazioni operazioni sospette	—	2	5	8	11	22	41
<b>totale</b>	<b>64</b>	<b>48</b>	<b>59</b>	<b>77</b>	<b>85</b>	<b>70</b>	<b>88</b>

Fonte: Consob.

Nel corso dell'anno si è proceduto alla stipula di un *Memorandum of Understanding* tra la Consob e l'Autorità di controllo di Dubai (DFSA) per rafforzare la cooperazione ai fini della vigilanza dei partecipanti al mercato che operano in via transfrontaliera.

Nel 2013 sono stati organizzati presso l'Istituto incontri bilaterali con delegazioni di diversi paesi terzi.

In particolare si segnalano incontri di studio con una delegazione dell'Autorità di vigilanza dell'Ucraina, aventi ad oggetto l'approfondimento della vigilanza sul rispetto delle disposizioni in materia di servizi di investimento e funzionamento dei mercati dei valori mobiliari in Italia.

## 7 L'attività in ambito ESMA

Nel corso del 2013, come di consueto, la Consob ha partecipato ai gruppi di lavoro istituiti dall'ESMA. Con riguardo all'attività attinente alla disciplina dei mercati, l'Istituto ha presieduto il Comitato permanente sul post-trading (*Post Trading Standing Committee*, PTSC), i lavori della *Task force* in materia di *Central securities depositories* (CSD) e il gruppo di lavoro in materia di attuazione del Regolamento MAR. Ha preso parte, inoltre, al Comitato permanente sull'integrità del mercato (*Market Integrity Standing Committee*, MISC) e al Comitato sui mercati secondari (*Secondary Markets Standing Committee*, SMSC).

Il PTSC è impegnato nell'elaborazione delle *policy* regolamentari e di vigilanza in materia di transazioni in derivati Otc, controparti centrali e *trade repository* ai sensi del Regolamento EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*).

In particolare, il Comitato ha elaborato misure di attuazione del suddetto Regolamento e ha fornito chiarimenti tecnici in merito all'applicazione delle relative disposizioni tramite pubblicazione, nel mese di dicembre 2013, di Q&A. Ha pubblicato, inoltre, un rapporto finale sugli standard tecnici di implementazione relativi a EMIR e ha formulato, infine, pareri tecnici sull'equivalenza dei regimi dei paesi terzi ai sensi dell'EMIR.

Nel mese di ottobre è stato posto in consultazione un documento relativo alle procedure per l'irrogazione di pene pecuniarie da parte dell'ESMA ai *trade repositories*.

Tale documento riguarda: le procedure per garantire il diritto di difesa e quelle relative all'accesso ai documenti; i documenti contenuti nel fascicolo delle indagini; il periodo di prescrizione per l'imposizione delle sanzioni e per l'*enforcement* delle stesse; i metodi per la riscossione delle multe o delle sanzioni pecuniarie periodiche.

Il gruppo di lavoro in materia di abusi di mercato ha pubblicato, nel novembre 2013, un *Discussion Paper* che segna l'avvio dell'attività tesa a definire le misure di applicazione della nuova disciplina dettata dal Regolamento MAR.

Il documento individua le possibili opzioni regolamentari che l'ESMA potrebbe adottare nelle materie sulle quali è chiamata a proporre specifiche misure. Al termine della ricognizione delle osservazioni che gli operatori avranno trasmesso in risposta al *Discussion Paper*, l'ESMA preparerà i documenti di consultazione, i progetti di norme tecniche di regolamentazione e il parere tecnico che dovrà fornire alla Commissione europea.

Il MISC ha pubblicato un aggiornamento delle Q&A in materia di *short selling* che include anche una nuova sezione dedicata all'applicazione delle restrizioni in materia di posizioni in Cds corte.

Il Comitato ha, inoltre, fornito alla Commissione un parere tecnico relativo all'attuazione del Regolamento *Short selling* conducendo un'analisi quantitativa e qualitativa dell'impatto del Regolamento sulle vendite allo scoperto.

Nell'ambito del Comitato dedicato ai mercati secondari, sono continuati i lavori per l'elaborazione di misure di implementazione della Direttiva MIFID2 nonché per l'elaborazione di norme tecniche vincolanti. Si prevede la pubblicazione di un *discussion paper* entro il primo semestre del 2014.

La Consob ha partecipato anche ai lavori di stesura del *Memorandum of Understanding* relativo alla registrazione degli *Swap dealers* e dei *Major Swap Participants* ai sensi del *Dodd-Frank Act*.

In materia di agenzie di rating, l'Istituto ha partecipato ai lavori del Comitato tecnico istituito allo scopo di assistere l'ESMA nell'elaborazione di linee guida e raccomandazioni sugli ambiti di applicazione del Regolamento sulle agenzie stesse (Regolamento 1060/2009 come modificato dal Regolamento 462/2013).

Nel mese di giugno l'ESMA ha pubblicato il rapporto finale sul tema, i cui contenuti principali riguardano: l'obbligo di registrazione, l'attività di *credit rating* e le esenzioni dalla registrazione; i *private ratings*; l'istituzione di succursali in Paesi terzi; i punteggi di credito; l'*enforcement* del Regolamento CRAs.

Con riferimento all'implementazione del Regolamento cosiddetto CRA3, nel luglio 2013, è stato pubblicato un *discussion paper* contenente tre sezioni sugli standard tecnici di regolamentazione, da adottarsi in base al Regolamento entro giugno 2014, relativi a: informazioni sugli strumenti di finanza strutturata; piattaforma europea di rating; *fees* addebitate dalle CRAs ai clienti. Nel mese di febbraio 2014 è stato posto in consultazione un documento relativo agli stessi temi.

Inoltre, nel mese di novembre è stato pubblicato il primo rapporto di una serie di pareri tecnici che l'ESMA deve inviare alla Commissione europea ai sensi del Regolamento CRA3, relativo al parere tecnico sulla fattibilità di un *network* per le CRA di piccole dimensioni. Tale rapporto presenta una ricognizione sull'attività delle CRA più piccole, con particolare riferimento alle potenziali barriere all'entrata.

La Consob ha, inoltre, collaborato ai lavori che l'ESMA, congiuntamente all'EIOPA e all'EBA, ha realizzato per la definizione di un documento teso a coordinare la rimozione da parte delle competenti autorità nazionali di ogni riferimento meccanicistico ai rating dalle linee guida e raccomandazioni esistenti, in attuazione della Direttiva 2013/14/EU (in materia di misure per la riduzione dell'eccessivo affidamento ai rating) e del Regolamento 462/2013.

L'Istituto ha, altresì, partecipato alla *Task Force* congiunta ESMA ed EBA, costituita in risposta al cosiddetto scandalo Libor ed Euribor per la definizione di principi per i processi di definizione di benchmark in ambito europeo. Il rapporto finale, pubblicato nel mese di giugno, copre tutte le fasi

del processo ovvero l'invio dei dati, l'amministrazione, il calcolo, la pubblicazione, l'utilizzo e la continuità dei benchmark.

I principi enunciati nel documento tengono conto della posizione maturata sul tema dalla IOSCO e sono allineati alle iniziative legislative avviate in materia dalla Commissione europea. Pur non essendo vincolanti e nelle more di un'apposita normativa europea, in corso di negoziazione, i principi forniscono un quadro di riferimento comune ai soggetti che utilizzano, amministrano o pubblicano i benchmark, ai *calculation agents*, alle società coinvolte nella trasmissione dei dati sottostanti.

L'attività internazionale è stata intensa anche con riferimento alle aree relative alla disciplina dei prodotti di investimento e degli intermediari. In particolare l'Istituto ha partecipato ai lavori dell'*Investor Protection & Intermediaries Standing Committee* (IPISC), ha contribuito alle *task forces* istituite in riferimento alla revisione della disciplina MiFID, coordinando il gruppo dedicato alle problematiche operative e di cooperazione tra autorità nazionali competenti, e ha partecipato ai lavori del Comitato sul risparmio gestito.

L'IPISC ha pubblicato, nel febbraio 2013, un *warning* a tutela degli investitori al dettaglio in materia di cosiddetti *contracts for difference*. Nel mese di luglio, ha pubblicato un documento contenente misure di livello 2 in materia di acquisizione e incremento di partecipazioni rilevanti al capitale di imprese di investimento.

Nell'ambito della revisione della MiFID i lavori delle *task forces* alle quali ha partecipato la Consob hanno riguardato: le regole di condotta; la *product intervention*; i requisiti organizzativi, la *best execution* e le problematiche relative alla vendita all'ingrosso.

In materia di risparmio gestito, nel mese di dicembre 2013, il relativo Comitato ha posto in consultazione un documento sulla revisione delle disposizioni contenute nelle linee guida ESMA sulla diversificazione delle garanzie ricevute dai fondi nell'ambito delle tecniche di gestione efficiente del portafoglio e nelle transazioni Otc. Detto lavoro fa seguito alla pubblicazione, nel dicembre 2012, delle linee guida su *exchange traded funds* e altri UCITS (ESMA/2012/B32) con le quali sono state fornite indicazioni sulle informazioni che devono essere comunicate sugli Oicvm indicizzati e gli Oicvm Etf, nonché sulle norme specifiche che gli Oicvm devono applicare quando effettuano operazioni su strumenti finanziari derivati Otc e su tecniche di gestione efficiente del portafoglio.

La Consob ha partecipato ai lavori del Comitato dedicato all'innovazione finanziaria che ha contribuito, tra l'altro, ai lavori intrapresi dalla Commissione europea in materia di *crowdfunding*. Il gruppo ha contribuito alla predisposizione di un questionario, in cooperazione con l'EBA, allo scopo di esaminare il quadro regolamentare applicabile alle attività di *crowdfunding* in ciascun paese e valutare le eventuali iniziative da intraprendere a livello europeo sulla materia.

L'Italia è l'unico paese ad avere già introdotto una regolamentazione *ad hoc* sul *crowdfunding* (si veda il precedente Capitolo VI 'L'attività regolamentare'). Nella maggior parte degli ordinamenti in cui operano portali di *crowdfunding*, infatti, il fenomeno è stato ricondotto nell'ambito di applicazione di discipline già esistenti (appello al pubblico risparmio, servizi di pagamento, etc.).

In materia di informazione finanziaria, la Consob ha operato nell'ambito del Comitato dedicato al *Corporate Reporting* e ha contribuito alla pubblicazione di un documento di consultazione contenente linee guida sull'*enforcement*.

Il gruppo ha, altresì, lavorato all'elaborazione di misure di livello 3 relative alle 'misure di *performance alternative*' allo scopo di migliorare la trasparenza e la comparabilità delle informazioni finanziarie, favorire la protezione degli investitori e contribuire alla creazione di un unico *rule book* in quest'area. Le linee guida sono ispirate ai requisiti applicabili alle informazioni finanziarie nei bilanci, come richiesto dal Regolamento Ias, e si riferiscono principalmente alla loro classificazione, calcolo, presentazione e comparabilità.

L'Istituto ha partecipato ai lavori svolti in seno al Comitato dedicato alla *corporate finance* in materia di responsabilità da prospetto. Il rapporto finale sul tema, pubblicato su mandato della Commissione europea nel mese di giugno, fornisce informazioni sui regimi nazionali di responsabilità negli Stati europei e, in particolare, sui regimi sanzionatori (amministrativo e penale) per infrazioni della legislazione e della regolamentazione nazionale di trasposizione della Direttiva Prospetto e del Regolamento 809/2004.

Il gruppo ha pubblicato, inoltre, il rapporto finale sui *regulatory technical standards* relativi a specifiche situazioni che richiedono la pubblicazione di un supplemento al prospetto, nonché all'aggiornamento delle Q&A.

Per quanto riguarda, infine, la *corporate governance* nel 2013 è stata istituita un'apposita *Task Force* che ha fornito indirizzi in materia di adozione di un codice di condotta relativa all'azione di concerto di cui alla Direttiva Opa (Direttiva 2004/23/CE).

A novembre è stato pubblicato un *public statement* che contiene una *white list* di fattispecie che non integrano i presupposti dell'azione di concerto e, conseguentemente, non assumono rilevanza ai fini dell'eventuale obbligo di lanciare un'Opa sulle azioni della società partecipata.

Il Comitato sulla *corporate governance*, inoltre, ha lavorato all'elaborazione di *best practice* volte a promuovere integrità ed efficienza dei processi e dei controlli relativi alle regole di *governance* del settore dei *proxy advisors*, con particolare riferimento alla qualità dei servizi offerti, alla gestione dei conflitti di interessi del *management* e alle comunicazioni al mercato.

Nel 2013 la Consob ha contribuito ai lavori del *Review Panel*, gruppo dedicato alla promozione della convergenza delle pratiche di vigilanza tramite

l'implementazione della legislazione comunitaria e l'individuazione delle aree che necessitano di ulteriore armonizzazione.

Il gruppo ha lavorato a una nuova metodologia per lo svolgimento delle verifiche *inter pares* (*peer review*) che, ai sensi dell'art. 30 del Regolamento istitutivo, l'ESMA deve organizzare ed effettuare regolarmente, per favorire una maggiore convergenza nelle prassi di vigilanza, sulla base di metodi che consentano una valutazione e un confronto oggettivo tra le autorità oggetto di verifica.

Tali lavori si sono conclusi nel mese di luglio con la pubblicazione di due rapporti finali. Il primo è relativo alla ricognizione delle informazioni sulla base delle quali i clienti possono comprendere la natura e i rischi dei servizi di investimento e i tipi di prodotti offerti. Il secondo riguarda la *peer review* e le buone pratiche in materia di organizzazione delle autorità competenti, approccio di vigilanza, reclami e azioni preventive.

L'Istituto coordina, altresì, le *peer review* per il rafforzamento della convergenza nelle pratiche di vigilanza in materia di regole di condotta MiFID. Allo scopo di acquisire maggiori informazioni in merito alle prassi e agli strumenti di vigilanza adottati dalle autorità interessate, è stata prevista l'effettuazione di *on-site visit* per un numero ristretto di autorità competenti, tra le quali figura la Consob, selezionate in funzione del numero di soggetti vigilati e degli strumenti di vigilanza adottati.

Ad aprile è stato, altresì, pubblicato il rapporto relativo alla *peer review* dedicata alla implementazione delle linee guida in materia di fondi monetari, coordinata dalla Consob.

La Consob ha partecipato ai lavori della *task force* istituita in corso d'anno per modificare il CESR *Multilateral Memorandum of Understanding* (MMoU), allo scopo di rendere più efficace ed effettiva la cooperazione e lo scambio di informazioni. Il gruppo di lavoro ha elaborato, in particolare, un testo di MMoU volto ad assicurare la massima mutua assistenza tra i firmatari in relazione alle richieste di cooperazione e di scambio di informazioni per fini di vigilanza, indagini ed *enforcement* nonché un testo di linee guida.

## **8 L'attività in ambito IOSCO e altri organismi internazionali**

Nel 2013 è proseguita la partecipazione della Consob alle attività della IOSCO, anche con riferimento all'ampio processo di riorganizzazione intrapreso dalla stessa Organizzazione l'anno precedente.

In particolare, a partire dall'ultimo trimestre del 2014 dovrebbe trovare applicazione una proposta relativa alla composizione del Consiglio della IOSCO elaborata dal cosiddetto *Transitional Board* (istituito nel 2012 e a cui la Consob ha partecipato) e approvata nel 2013 dal Comitato dei Presidenti (che includeva anche

la Consob). L'Italia rientra tra i 18 membri di diritto rappresentanti le giurisdizioni con i mercati che risultano più importanti sulla base di taluni parametri.

Nel settembre 2013, inoltre, in occasione della Conferenza annuale che ne ha rinnovato il Consiglio, la IOSCO ha confermato la partecipazione della Consob quale membro permanente del *board* fino al 2018.

Particolarmente intensa è stata l'attività in seno ai Comitati permanenti della IOSCO in tema di profili contabili, revisione e trasparenza (*Committee 1*), mercati secondari (*Committee 2*), intermediari (*Committee 3*), cooperazione internazionale e adesione allo IOSCO MMoU (*Committee 4 e Screening Group*), organismi di investimento collettivo (*Committee 5*) e tutela degli investitori al dettaglio (*Committee 8*).

Tra i lavori del Comitato sui mercati secondari, si segnala il rapporto finale pubblicato lo scorso dicembre e relativo alle problematiche di vigilanza connesse ai cambiamenti nella struttura dei mercati.

Il rapporto contiene raccomandazioni di *policy* finalizzate alla promozione della liquidità ed efficienza del mercato, alla trasparenza dei prezzi e alla qualità delle regole di esecuzione degli ordini tenuto conto della frammentazione dei mercati.

Inoltre, sempre nel mese di dicembre, è stato pubblicato un rapporto che analizza gli impatti dei diversi modelli di *fees* applicate dalle sedi di negoziazione nelle differenti giurisdizioni sui comportamenti di trading.

Il gruppo ha lavorato, infine, in cooperazione con il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento della BIS (*Bank for International Settlements*) in materia di infrastrutture di mercato.

In particolare, sono stati oggetto di consultazione un rapporto in materia di metodologia di *assessment* dei *service providers* considerati critici per il funzionamento delle infrastrutture di mercato, e un rapporto sulle procedure di *recovery* di queste ultime. Nel mese di agosto, è stato reso pubblico un rapporto relativo all'accesso da parte delle autorità competenti ai dati sulle transazioni su derivati Otc raccolti dai *Trade Repositories*.

Per quanto concerne i lavori relativi agli intermediari del mercato mobiliare, a gennaio 2013 è stato pubblicato un rapporto contenente nuovi principi in materia di *suitability* nella distribuzione di prodotti finanziari complessi al quale ha lavorato un gruppo di lavoro presieduto dalla Consob. A febbraio il gruppo ha realizzato un rapporto sui differenti approcci utilizzati dalle autorità di vigilanza dei vari paesi in materia di educazione finanziaria sugli investimenti in prodotti finanziari comunemente distribuiti dagli intermediari. L'Istituto ha, altresì, contribuito attivamente ai lavori in materia di protezione degli *assets* dei clienti, oggetto di un rapporto finale, diffuso nel gennaio 2014, nel quale si chiariscono i ruoli di intermediari e autorità di vigilanza.

Con riguardo alla cooperazione internazionale, nel 2013 sono state adottate misure tese a incoraggiare le giurisdizioni ad aderire allo IOSCO MMoU, riducendo la capacità di esercitare un'influenza sulle decisioni più rilevanti dell'organizzazione da parte dei membri non firmatari.

Attualmente vi sono 100 firmatari su un totale di 125 potenziali aderenti. Peraltro 20 dei 25 membri non firmatari si sono già impegnati a intraprendere le modifiche legislative e amministrative necessarie per poter divenire pieni firmatari dell'accordo.

In materia di gestione collettiva del risparmio, sono stati realizzati tre rapporti relativi, rispettivamente, alla gestione del rischio di liquidità per gli schemi di investimento collettivo (CIS), ai principi di regolamentazione dei CIS e ai principi di regolamentazione degli Etf organizzati come CIS, al quale ha lavorato una *Task Force ad hoc* composta da un gruppo ristretto di cinque membri del Comitato, della quale ha fatto parte anche la Consob.

L'Istituto ha, altresì, partecipato ai lavori dell'*Assessment Committee*, istituito nel febbraio 2012 con il compito di favorire la più ampia convergenza delle discipline nazionali ai principi internazionali della IOSCO.

Nel mese di settembre, il Comitato ha pubblicato il rapporto finale relativo alla *thematic review* sullo stato di implementazione dei principi 6 e 7 (incorporati nei principi IOSCO nel 2010 in risposta alla crisi finanziaria globale) relativi al perimetro della regolamentazione da sottoporre a revisione e al monitoraggio dei rischi sistemici da parte delle autorità competenti.

Il Comitato si è, altresì, occupato di benchmarks, implementazione degli *standards* internazionali nella regolamentazione degli intermediari che operano nel mercato dei derivati, *disclosure* degli emittenti e degli organismi di investimento collettivo ai sensi dei principi IOSCO 16 e 26.

Nell'ambito delle iniziative avviate dalla IOSCO in risposta alla crisi finanziaria e a supporto delle indicazioni del G20, la Consob ha presieduto, congiuntamente con l'Autorità di vigilanza del Regno Unito (FCA), la *Task Force on Unregulated Entities* e ha preso parte ai lavori della *Task Force on Unregulated Markets and Products*.

Nel 2013 la *Task Force on Unregulated Entities* ha diffuso la seconda *survey* sulle esposizioni dei fondi *hedge*. Inoltre, in cooperazione con il *Financial Stability Board* (FSB), ha proseguito il progetto sullo sviluppo di metodologie per l'identificazione di *hedge funds* di importanza sistemica (*non-banks SIFIs*), oggetto di un documento posto in consultazione nel gennaio 2014.

Nel mese di dicembre la *Task Force on Unregulated Markets and Products* ha pubblicato un rapporto sui prodotti strutturati destinati agli investitori *retail* allo scopo di rafforzarne la protezione. Il rapporto si compone di 15 sezioni organizzate secondo il ciclo di vita di un prodotto strutturato (dalla sua emissione alla distribuzione) con l'intento di offrire ai *regulators* delle opzioni regolamentari utili per la disciplina dei prodotti strutturati destinati agli investitori finali.

Inoltre, l'Istituto ha partecipato, in seno alla *Task Force on financial benchmarks* istituita nel settembre 2012, alla pubblicazione di linee guida e principi di *policy* che stabiliscono un quadro generale relativo ai benchmark utilizzati nei mercati finanziari, con particolare riferimento alla *governance*, alla qualità, alle metodologie utilizzate nonché ai meccanismi di *accountability*.

Da ultimo, la Consob ha partecipato ai lavori della *Task Force* in materia di regolamentazione *cross-border*, istituita nel luglio 2013, allo scopo di fornire assistenza alle autorità di vigilanza e ai *policy makers*.

Il gruppo ha predisposto una *survey* per raccogliere informazioni relative agli approcci seguiti dalle varie giurisdizioni nella regolamentazione delle attività di natura *cross-border* che afferiscono ai vari settori dei mercati finanziari.

La Consob ha partecipato anche alle iniziative promosse dal *Joint Forum* e dal *Financial Stability Board* (FSB).

Il *Joint Forum*, composto da rappresentanti delle autorità di vigilanza del settore bancario, finanziario e assicurativo, ha pubblicato nel dicembre 2013 un rapporto relativo ai mercati nei quali viene trasferito il rischio di longevità, tenuto conto del peso crescente che il fenomeno sta assumendo da un punto di vista finanziario.

Nell'ambito del FSB, nel 2013 la Consob ha contribuito all'attività del *Legal Entity Identifier Regulatory Oversight Committee* (si veda paragrafo 4 del capitolo I 'La vigilanza sui mercati') e alla *review* sull'implementazione dei principi, avallati dal G20, volti alla riduzione dell'affidamento nei giudizi delle agenzie di rating. L'Istituto ha ospitato, nel mese di novembre, il *workshop* del FSB relativo ai piani d'azione che gli Stati membri sono chiamati a pubblicare in relazione all'attuazione dei principi in parola.

Infine, nel 2013 è stata intensa la cooperazione tra autorità di vigilanza in materia di revisione legale, nell'ambito dello *European Group of Auditors' Oversight Bodies* (EGAOB) e dell'*International Forum of Independent Audit Regulators* (IFIAR), sede di confronto sulle tematiche relative ai controlli di qualità, alla cooperazione e ai principi di revisione e indipendenza.

Nel 2013 l'EGAOB ha fornito assistenza alla Commissione europea nella valutazione di adeguatezza e equivalenza di taluni paesi terzi ai sensi della Direttiva *Audit*. La cooperazione tra le autorità di vigilanza nell'ambito della revisione legale è stata rafforzata anche dalla recente istituzione nell'ambito dell'*European Audit Inspection Group* (EAIG) di un database per la raccolta e lo scambio di informazioni in merito agli esiti dei controlli di qualità svolti sui maggiori *network* europei della revisione (si veda il paragrafo 7 del Capitolo II 'La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione').

## NOTE METODOLOGICHE

PAGINA BIANCA

## Note metodologiche

### Avvertenze

Nelle tavole 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. 39, 40, 41, 42, 43, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51

I principali gruppi quotati non finanziari italiani sono rappresentati da un campione 'chiuso' di gruppi censiti nell'annuario R&S di Mediobanca per i quali è disponibile una serie completa di bilanci. 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): Eni (Saipem; dal 2012 viene considerata a parte Snam, ex *Snam RG*, non più controllata), Enel (EGP, dal 2010; dal 2005 viene considerata a parte Terna che non è più consolidata in Enel), Telecom Italia (TI Media, dal 2003), Exor (ex *Ifi*; consolidava *Ifil*, poi incorporata nel 2009; Juventus; Fiat, che viene considerata a parte dal 2004 al 2009 perché non consolidata in Exor; Fiat Industrial dal 2011, incorporata nel 2013 in CNH Industrial), Tenaris (fino al 2000 i dati sono riferiti a Dalmine, revocata dalla quotazione nel 2003), Edison, Italmobiliare (Italcementi), Edizione (consolida Autogrill, Benetton Group, incorporata nel 2012, e dal 2007 Atlantia, ex *Autostrade*, considerata a parte fino al 2006), Finmeccanica (Ansaldo STS), Fininvest (Mondadori, Mediaset, El Towers, ex *DMT*, dal 2012), Luxottica, A2A (ex *Aem*), Buzzi Unicem, Cofide (Cir, L'Espresso, Sogefi), Pirelli & C., Caltagirone (Cementir Holding, Vianini Industria, Vianini Lavori e, a partire dal 2004, Caltagirone Editore), Erg, Aurelia (Autostrada TO-MI, Sias), Davide Campari, Acea, Impregilo, Rcs MediaGroup (Dada), Indesit Company (ex *Merloni*), Intek Group (ex *Gim* fino al 2006 e successivamente, a seguito di operazioni di fusione e incorporazione, *Intek* dal 2007 al 2011 e KME Group, ex *Smi* dal 2012). 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). Gli indici settoriali rappresentano valori medi calcolati aggregando le voci di bilancio delle singole società.

**Fig. 55, 56, 57, 58, 59**

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari europei: (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Landesbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis, Credit Industriel et Commercial, BBVA, Santander, Bankia (dal 2011), Caixa Bank, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland. I dati di conto economico relativi al 30 giugno e al 30 settembre sono annualizzati.

**Fig. 63, 66**

I dati relativi all'esposizione del sistema bancario dei maggiori paesi europei in titoli del debito pubblico del proprio paese di origine non includono i crediti, mentre quelli relativi all'esposizione verso il debito pubblico di altri paesi si riferiscono sia ai titoli sia ai crediti. I dati relativi alle esposizioni estere includono i crediti verso il settore pubblico e privato di Austria, Belgio, Repubblica Ceca, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Spagna, Svezia e Regno Unito.

**Figg. 83, 84, 85, 86, 87**

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. 84**

Il questionario GfK Eurisko riporta dati sulla ricchezza finanziaria e sulle quote investite nelle diverse categorie di attività finanziarie; la ricchezza finanziaria include depositi e altre forme di liquidità, titoli di Stato, azioni, obbligazioni, polizze vita, fondi pensione, risparmio gestito e prodotti postali. Poiché i dati 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 sti-

mato 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.

#### Tavv. 7, 8, 9

Per gli anni 2005-2009, i dati sono stati riclassificati al fine di distinguere tra le contestazioni di illeciti amministrativi da parte dell'Istituto e le segnalazioni di ipotesi di reato all'Autorità Giudiziaria. Eventuali incongruenze rispetto ai dati riportati nelle Relazioni per gli anni precedenti sono ascrivibili a tale riclassificazione.

#### Fig. 101

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

- 1) **Giudizio con rilievi.** Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili; errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.
- 2) **Giudizio negativo.** Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione, sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.
- 3) **Impossibilità a esprimere un giudizio per gravi limitazioni.** Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.
- 4) **Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze.** In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

**Tavv. 29, 30 Fig. 104**

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 *greenshoe* 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 *greenshoe*; 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; in presenza di opzioni di conversione di azioni speciali detenute dai promotori dell'offerta, si ipotizza la conversione totale delle stesse;
- 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.

**Figg. 110, 111, 112, 114, 115, 116, Tav. 39**

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 2009 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. 111**

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 com-

prendono 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.

#### Fig. 116

Nella categoria delle sofferenze vengono classificati tutti i crediti nei confronti di soggetti in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) o in situazioni equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dalla banca e dall'esistenza di eventuali garanzie (reali o personali) poste a presidio delle esposizioni. Gli incagli, invece, sono costituiti dalle esposizioni nei confronti di soggetti in temporanea situazione di obiettiva difficoltà, che si prevede possa essere rimossa in un congruo periodo di tempo. I crediti ristrutturati sono crediti che continuano a produrre flussi di cassa in entrata per la banca, poiché sono costituiti da quelle esposizioni per le quali la banca ha concesso modifiche delle originarie condizioni contrattuali per permettere al debitore di onorare il pagamento del capitale e degli interessi, sebbene tale ristrutturazione abbia dato luogo a una perdita. Infine, i crediti scaduti sono tutti quelli diversi dai precedenti che risultino scaduti da più di 90 giorni alla data dell'iscrizione in bilancio.

#### Tav. 52

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di direttore generale, vice direttore generale, funzionario generale, condirettore centrale, direttore principale, direttore e condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di primo funzionario, funzionario di 1°, funzionario di 2°. La carriera operativa comprende le qualifiche di coadiutore principale, coadiutore, assistente superiore, assistente e vice assistente. La carriera dei servizi generali comprende le qualifiche di primo capo operatore, operatore capo, primo operatore, operatore.

PAGINA BIANCA

# Indice generale

## A Le questioni in corso e le linee di indirizzo

### I Il contesto istituzionale ed economico

- 1 La crisi, i riflessi sui mercati finanziari e la risposta delle istituzioni
- 2 L'evoluzione del quadro normativo europeo
- 3 Gli assetti di vigilanza

### II L'attività regolamentare

- 1 Il recepimento delle direttive europee e altri interventi in attuazione del Tuf
- 2 L'attività regolamentare dell'Istituto

### III L'attività di vigilanza e l'*enforcement*

- 1 I mercati
  - 1.1 L'ordinato svolgimento delle negoziazioni
  - 1.2 L'integrità informativa del mercato
- 2 La *governance* e gli assetti proprietari delle imprese
- 3 Le società di revisione
- 4 L'informativa finanziaria
- 5 La prestazione di servizi di investimento e i prodotti *non equity*
- 6 La gestione collettiva del risparmio
- 7 L'abusivismo via internet
- 8 L'attività ispettiva
- 9 Gli interventi sanzionatori

### IV Le linee di indirizzo per il 2014

- 1 Le aree di rischio e gli obiettivi operativi
  - 1.1 Informazione finanziaria: *earning manipulation* e *mispricing* sui titoli
  - 1.2 Conflitto di interessi tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza

1.3 Esigenze di *funding* degli emittenti bancari

1.4 Frammentazione degli scambi

1.5 *High frequency trading*

2 Il potenziamento dei mercati finanziari

3 Il rafforzamento dell'interazione con le Associazioni di categoria dei risparmiatori

4 L'assetto organizzativo e funzionale interno

5 La gestione finanziaria e il finanziamento dell'Istituto

## **B L'evoluzione del quadro di riferimento**

### **I I mercati azionari**

1 Gli andamenti

2 Il contagio, l'*herding behaviour* e l'efficienza informativa dei mercati

3 La valutazione delle società quotate implicita nei corsi azionari

### **II I mercati non azionari**

1 I titoli di Stato

2 Le obbligazioni *corporate* e le cartolarizzazioni

3 Gli strumenti finanziari derivati

### **III Le società non finanziarie**

1 L'esposizione al ciclo economico e alla congiuntura delle imprese quotate

2 I ricavi e la redditività delle imprese quotate

3 La struttura e la sostenibilità del debito delle imprese quotate

4 I fattori di vulnerabilità delle imprese quotate

### **IV Le banche e le assicurazioni**

1 La redditività delle banche quotate

2 L'adeguatezza patrimoniale e la qualità dell'attivo delle banche quotate

3 La qualità del credito

4 La frammentazione finanziaria

5 L'esposizione al rischio sovrano

6 Le assicurazioni

**V Le famiglie e il risparmio gestito**

- 1 La ricchezza delle famiglie nei principali paesi avanzati
- 2 Le scelte di portafoglio delle famiglie e il servizio di consulenza in Italia
- 3 I prodotti del risparmio gestito

**VI Il quadro normativo comunitario**

- 1 La disciplina in materia di mercati
- 2 La disciplina in materia di emittenti
- 3 La disciplina in materia di intermediari e prodotti di investimento
- 4 La disciplina in materia di intermediari bancari
- 5 Le proposte di regolamento in materia di *shadow banking*
- 6 Gli orientamenti emanati dall'ESMA

**C L'attività della Consob****I La vigilanza sui mercati**

- 1 I mercati regolamentati
- 2 La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione
- 3 La vigilanza sulla trasparenza delle negoziazioni
- 4 La vigilanza sul *post trading* e sui derivati Otc
- 5 La vigilanza sulle vendite allo scoperto
- 6 La vigilanza sulle società di rating
- 7 La prevenzione e la repressione degli abusi di mercato

**II La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione**

- 1 Gli assetti proprietari
- 2 Le assemblee e gli organi societari
- 3 L'informativa sugli assetti proprietari
- 4 L'informativa sulle operazioni con parti correlate
- 5 La vigilanza sul governo societario e sugli organi di controllo interno
- 6 La vigilanza sulle società di revisione

**III La vigilanza sull'informativa societaria**

- 1 La raccolta di capitale di rischio e le operazioni di finanza straordinaria
- 2 La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni
- 3 Le offerte al pubblico di acquisto e scambio
- 4 L'informativa societaria
- 5 L'informativa contabile

**IV La vigilanza sugli intermediari**

- 1 I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento
- 2 Le banche italiane
- 3 La vigilanza su banche e Sim
- 4 La vigilanza sulle società di gestione del risparmio
- 5 La vigilanza sui promotori finanziari

**V L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori**

- 1 Gli accertamenti ispettivi
- 2 L'attività sanzionatoria
- 3 I provvedimenti in materia di abusi di mercato
- 4 I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari
- 5 I provvedimenti relativi agli emittenti

**VI L'attività regolamentare**

- 1 L'attuazione della disciplina primaria
- 2 La revisione dei Regolamenti Consob
- 3 Il Regolamento sul procedimento sanzionatorio
- 4 La misurazione degli oneri amministrativi a carico dei soggetti vigilati

**VII I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob**

- 1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza
- 2 La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

**VIII La gestione interna, le relazioni con l'esterno e l'attività internazionale**

- 1 La gestione finanziaria

- 2 L'assetto organizzativo e funzionale interno
- 3 La gestione delle risorse umane
- 4 I sistemi informativi
- 5 Le relazioni con l'esterno e l'attività di *investor education* e l'attività di studio
- 6 La cooperazione internazionale
- 7 L'attività in ambito ESMA
- 8 L'attività in ambito IOSCO e altri organismi internazionali

## Note metodologiche

€ 18,00



\*170280004010\*