ATTI PARLAMENTARI

XVII LEGISLATURA

CAMERA DEI DEPUTATI

Doc. XXVIII
n. 2

RELAZIONE

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

(Anno 2014)

(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 il 9 settembre 2015

TIPOGRAFIA DEL SENATO

PAGINA BIANCA

INDICE

A Le questioni in corso e le linee di indirizzo

I Il contesto istituzionale ed economico 5

II L'attività regolamentare 17

III L'attività di vigilanza e l'*enforcement* 25

IV Le linee di indirizzo per il 2015 43

B L'evoluzione del quadro di riferimento

I I mercati azionari 57

II I mercati non azionari 73

III Le società non finanziarie 93

IV Le banche e le assicurazioni 103

V Il quadro normativo e istituzionale 117

C L'attività della Consob

I La vigilanza sui mercati 151

II La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione 183

III La vigilanza sull'informativa societaria 209

IV La vigilanza sugli intermediari 235

V L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori 255

VI L'attività regolamentare 265

VII La tutela dell'investitore 279

VIII I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob 297

IX Le attività di supporto e la cooperazione internazionale 311

Note metodologiche 331

Indice generale 339

Indice dei riquadri

1	L'attività economica nell'Area euro	60
2	Il Meccanismo unico di vigilanza europeo degli enti creditizi	138
3	I meccanismi autorizzati allo stoccaggio delle informazioni regolamentate	167
4	La vigilanza sul piano di investimento Pirelli	196
5	La vicenda Telecom	200
6	La vigilanza sulla *governance* delle banche popolari	202
7	Gli sviluppi del progetto 'PiùBorsa' nel corso del 2014	213
8	Profili di criticità nelle offerte pubbliche di acquisto promosse da Corporation America Italia Srl	225
9	Gli esiti del *comprehensive assessment*	232
10	La comunicazione in materia di prodotti complessi	246
11	Il decreto competitività e le modifiche alla disciplina degli assetti proprietari e delle offerte pubbliche di acquisto	272
12	La ricchezza delle famiglie nei principali paesi dell'Area euro	282
13	La conoscenza della Consob da parte degli i investitori italiani	292
14	La sentenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo 'Grande Stevens'	304

Le questioni in corso e le linee di indirizzo A

Il contesto istituzionale ed economico I

1 La congiuntura

Nel 2014 la crescita economica ha mostrato un andamento disomogeneo a livello globale. Gli Stati Uniti hanno sperimentato una ripresa superiore alle attese, mentre l'economia cinese ha registrato un rallentamento pur rimanendo su tassi di crescita sostenuti (attorno al 7 per cento). Il Giappone è tornato in recessione nel terzo trimestre dell'anno, nonostante la politica monetaria espansiva. Nell'Area euro, infine, ha nuovamente prevalso un quadro di stagnazione (pur con rilevanti differenze tra gli Stati membri) e un rafforzamento delle tendenze deflazionistiche, alimentate sia dalla persistente debolezza di consumi e investimenti sia dal brusco calo del prezzo del petrolio osservato da metà anno.

A fronte di un contesto macroeconomico contrastato, nel 2014 i principali indici azionari sono tuttavia risultati in crescita, sebbene con andamenti disallineati soprattutto nel secondo semestre dell'anno.

In particolare, l'indice S&P 500 ha registrato un incremento dell'11 per cento circa e il Nasdaq del 18 per cento circa; positivo anche l'andamento del mercato giapponese con l'indice Nikkei in crescita del 7 per cento circa.

In Europa, a fronte di un moderato rialzo delle Borse di Francoforte e Madrid (con il Dax e l'Ibex in crescita, rispettivamente, del 2,6 e 3,6 per cento circa), l'indice Cac40 a Parigi e il Ftse100 a Londra hanno registrato un calo, rispettivamente, dello 0,5 e del 2,7 per cento. In Italia l'indice Ftse Mib è risultato sostanzialmente invariato (+0,2 per cento). Il settore energetico e quello bancario hanno mostrato significativi cali dei corsi azionari nella seconda metà dell'anno, riflettendo, rispettivamente, il calo del prezzo del petrolio e le attese dei risultati della valutazione approfondita (*comprehensive assessment*) condotta dalla BCE in vista dell'avvio della vigilanza unica sui maggiori istituti di credito dell'Area euro.

I primi mesi del 2015 sono stati caratterizzati da un clima di rinnovata incertezza, connessa all'evoluzione della situazione greca, dapprima per l'instabilità politica, sfociata nelle elezioni anticipate tenutesi a fine gennaio e, successivamente, per l'avvio dei negoziati in ambito europeo volti a ottenere più ampi margini di flessibilità nella gestione della politica economica e del debito pubblico da parte del nuovo governo.

Tale incertezza non si è tuttavia riflessa negli andamenti degli indici azionari europei, caratterizzati da significativi rialzi. In particolare i mercati in Italia e Germania hanno mostrato la migliore *performance* (+21 per cento da inizio anno, dato al 27 marzo) seguiti da Francia (+18 per cento) e Spagna (+11 per cento circa). La Borsa di Londra, invece, ha esibito un rialzo più contenuto del 4,4 per cento (si veda il Capitolo I 'I mercati azionari', Parte B).

Le turbolenze legate alla questione greca non hanno generato fenomeni di contagio nemmeno sul mercato dei titoli pubblici dei paesi europei, in particolare quelli periferici, sebbene i tassi di interesse sui titoli greci abbiano mostrato un repentino incremento. Tale dinamica è riconducibile alle aspettative, poi realizzatesi, circa l'adozione da parte della Banca centrale europea (BCE) di ulteriori misure di politica monetaria non convenzionali. A fine gennaio, infatti, la BCE ha annunciato un piano di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Area euro (*quantitative easing*) per un ammontare mensile di 60 miliardi di euro, finalizzato a riportare il tasso di inflazione nell'area a livelli prossimi al 2 per cento nel medio termine. Il piano è stato avviato a marzo e si concluderà nel settembre 2016.

In questo scenario i rendimenti dei titoli pubblici si sono ridotti in tutti i paesi dell'Area euro e in particolare nei paesi periferici. I titoli di Stato italiani hanno visto un calo dei rendimenti sulla scadenza a 10 anni pari a 50 punti base; per i titoli spagnoli la contrazione si è attestata attorno ai 30 punti (si veda il Capitolo II 'I mercati non azionari', Parte B). Solo in Grecia i rendimenti dei titoli pubblici a 10 anni hanno sfiorato gli 11 punti percentuali (dato al 27 marzo).

L'attività economica nell'Eurozona continua a essere esposta a numerosi rischi, connessi alla gestione del debito greco e alle ripercussioni del conflitto in Ucraina; un ulteriore fattore di criticità è rappresentato dall'indebolimento della congiuntura economica nei paesi emergenti. L'andamento degli indici di fiducia, migliorati nei primi mesi dell'anno sia per le famiglie sia per le imprese, lasciano emergere tuttavia alcuni segnali positivi.

Il ritorno a una crescita più robusta potrà essere sostenuto dal significativo deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro, iniziato nel 2014 e tuttora in corso (nei primi mesi del 2015 l'euro ha raggiunto livelli prossimi alla parità con il dollaro e ai minimi dal 2003). Anche il netto calo del prezzo del petrolio (le cui quotazioni si sono dimezzate rispetto all'inizio del 2014), riducendo il costo delle importazioni di beni energetici, contribuisce al miglioramento della bilancia commerciale con l'estero. Emergono primi segnali di un'inversione di tendenza nella dinamica del tasso di inflazione.

L'accettazione a livello di Commissione europea di una maggiore flessibilità dei bilanci (in senso anticiclico) e delle politiche fiscali potrebbe contribuire a una più rapida ripresa. Va in questa direzione anche il piano di investimenti per la crescita (sebbene ancora limitato) proposto dalla Presidenza Junker.

2 L'evoluzione del quadro normativo europeo

Nel corso del 2014 sono stati compiuti significativi progressi nella regolamentazione dei mercati finanziari a livello europeo, secondo le direttrici che avevano ispirato il processo di riforma avviato dopo la crisi finanziaria del 2008 e la crisi del debito sovrano nell'Area euro. Sono inoltre proseguiti gli sforzi delle istituzioni e delle autorità europee volti a innalzare il livello di tutela dell'investitore, rafforzare la stabilità del sistema finanziario, anche attraverso la regolamentazione del sistema bancario ombra, e sostenere una crescita stabile e omogenea dei paesi membri (si veda il Capitolo VI 'Il quadro normativo e istituzionale', Parte B).

Nella seconda metà dell'anno l'Italia ha assunto, per la dodicesima volta dalla firma del Trattato di Roma, la Presidenza del Consiglio dell'Unione Europea. Il semestre di Presidenza italiana ha coinciso con una delicata fase di transizione ai vertici delle istituzioni europee che ha visto l'apertura della nuova legislatura del Parlamento europeo il 1° luglio, l'avvio del mandato della nuova Commissione Junker il 1° novembre e l'insediamento del nuovo Presidente del Consiglio europeo il 1° dicembre.

Con riferimento alla regolamentazione dei mercati finanziari, nel 2014 si è concluso il processo di revisione della MiFID, avviato nel 2010, con l'adozione della Direttiva MiFID2 e del Regolamento MIFIR. La nuova disciplina europea, entrata in vigore a giugno, dovrà essere recepita nelle legislazioni nazionali entro luglio 2016 e troverà piena applicazione a partire dal 2017.

Il nuovo quadro normativo comporta innovazioni significative nella materia dei mercati, tra le quali figurano l'introduzione di una nuova tipologia di sede di negoziazione (*organised trading facility* – OTF), l'ampliamento del regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione e degli obblighi di *transaction reporting*, la previsione di un'articolata disciplina in materia di *trading* algoritmico e un regime semplificato in favore dei cosiddetti *SME Markets*. La nuova MiFID introduce importanti novità anche in materia di intermediari, realizzando alcuni cambiamenti che avranno un impatto rilevante sul mercato finanziario europeo. Tra i profili più innovativi, si segnala la previsione della consulenza indipendente entro l'ampio alveo del servizio di consulenza, assoggettata a una disciplina speciale.

Anche in tema di *market abuse* la disciplina comunitaria ha conosciuto importanti innovazioni nel corso del 2014, con la pubblicazione del Regolamento MAR e della Direttiva MAD2.

Le nuove norme estendono l'ambito di applicazione della disciplina in tema di abusi di mercato a tutte le sedi di negoziazione, nonché al mercato delle merci e rafforzano i poteri delle autorità di vigilanza. Anche il regime sanzionatorio penale, disciplinato dalla Direttiva MAD2, risulta rafforzato dall'introduzione di ulteriori misure afflittive di matrice penale per gli illeciti più gravi. Sotto il profilo delle sanzioni amministrative, invece, il Regolamento MAR, pur essendo volto a prefigurare

un regime armonizzato al fine di superare le attuali difformità nei sistemi nazionali, dispone che gli Stati membri possano non prevedere sanzioni amministrative nel caso in cui le medesime violazioni siano assoggettate a sanzioni penali, contrariamente a quanto auspicato dalla Consob.

Il Regolamento MAR introduce, inoltre, disposizioni comuni 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), la segnalazione di sospette violazioni alle autorità (*whistleblowing*) e la pubblicazione delle informazioni privilegiate, compresa la disciplina dei *rumours*.

La riforma della disciplina europea sul *market abuse* ha tenuto conto degli scandali connessi alla manipolazione dei tassi di riferimento Libor ed Euribor, prevedendo che anche la manipolazione di un valore di riferimento (*benchmark*) rientri fra le fattispecie oggetto di sanzioni amministrative e/o penali. Il tema dei *benchmark* è stato affrontato a livello europeo anche con un'apposita proposta di regolamento con la quale la Commissione europea ha armonizzato le norme relative al calcolo di tali valori di riferimento al fine di garantirne una maggiore accuratezza, solidità e integrità.

Nel dettaglio, la proposta intende introdurre un regime di autorizzazione iniziale e di vigilanza continua sugli amministratori di *benchmark* da parte dell'autorità competente designata da ciascuno Stato membro, nonché specifici obblighi in tema di *governance* e controlli interni degli amministratori e particolari requisiti per i contributori dei dati di *input* sui quali vengono calcolati i *benchmark*. Per taluni *benchmark* di particolare rilevanza, i cosiddetti *benchmark* 'critici', la proposta prevede inoltre la costituzione di collegi di supervisione.

Nel corso del 2014 il testo della proposta di regolamento è stata oggetto di discussione in sede di Consiglio e Parlamento europeo; la fase di cosiddetto 'trilogo istituzionale' dovrebbe aprirsi nel secondo semestre del 2015.

Tra i principali provvedimenti assunti nel semestre di Presidenza italiana, rientra il Regolamento 909/2014/UE relativo all'attività di regolamento dei titoli nell'Unione Europea e all'attività dei depositari centrali. Il Regolamento completa il quadro delle iniziative comunitarie in materia di infrastrutture di mercato, affiancandosi ai provvedimenti che disciplinano le altre fasi delle operazioni in titoli (negoziazione e compensazione, disciplinate, rispettivamente, da MiFID2/MIFIR e EMIR).

Nel corso del 2014 hanno altresì trovato compimento i negoziati relativi alla revisione della Direttiva Audit (Direttiva 2014/56/UE e Regolamento 537/2014/UE). Le misure sono volte a rafforzare le regole sulla revisione e il sistema di vigilanza nonché a colmare le lacune che la crisi finanziaria ha messo in luce, specialmente con riferimento alle attività di *audit* svolte nei confronti di società quotate, banche, assicurazioni e altre entità designate dagli Stati membri come enti di interesse pubblico (Eip).

Tra le novità relative all'attuazione del Piano di azione in materia di diritto societario, si segnala l'adozione della Direttiva 2014/95/UE, che modifica la Direttiva Contabile 2013/34/UE inserendo la disciplina in tema di *non-financial information*, e la pubblicazione di una proposta di direttiva in materia di diritti degli azionisti.

In particolare, la Direttiva 2014/95/UE, adottata a ottobre 2014, si rivolge a imprese e gruppi di grandi dimensioni ed è finalizzata a migliorare l'uniformità e la comparabilità delle informazioni di carattere non finanziario comunicate da parte delle maggiori imprese operanti nel territorio dell'Unione favorendo l'allocazione delle risorse negli investimenti più efficienti. In particolare, le imprese di grandi dimensioni e le imprese madri di grandi gruppi soggette alla nuova disciplina dovranno pubblicare, nella relazione sulla gestione, una dichiarazione di carattere non finanziario contenente una serie di informazioni utili a comprendere l'andamento dell'impresa/gruppo, i principali rischi e i suoi risultati. La Direttiva prevede, inoltre, che le società europee con un numero di addetti superiore a 500 pubblichino la politica in materia di diversità applicata alla composizione degli organi di amministrazione e controllo ovvero motivino la scelta di non prevedere alcuna politica di diversità.

La proposta di modifica della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti, una delle misure di attuazione della Comunicazione sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea del marzo 2014, si propone di istituire un quadro regolamentare che faciliti l'identificazione degli azionisti da parte delle società e agevoli la trasmissione delle informazioni transfrontaliere (compreso l'esercizio del voto) attraverso la catena dell'investimento.

La proposta persegue, inoltre, gli obiettivi di promuovere una prospettiva di investimento di più lungo termine da parte degli azionisti, rafforzare i controlli degli azionisti su politiche di remunerazione degli amministratori e operazioni con parti correlate e, infine, rendere più trasparenti le metodologie utilizzate dai *proxy advisors* per l'elaborazione delle raccomandazioni di voto e le procedure messe in atto dai medesimi soggetti per la gestione dei conflitti di interessi.

La regolamentazione ha registrato un'ulteriore evoluzione anche nel settore del risparmio gestito. In particolare, nel corso della Presidenza italiana è stato raggiunto un importante traguardo con la conclusione del negoziato sul Regolamento per i fondi d'investimento a lungo termine (Regolamento Eltif). La misura nasce dall'intento di sostenere la crescita dell'economia reale mediante lo sviluppo di fonti di finanziamento alternative al canale bancario, in particolare per gli investimenti a lungo termine.

A differenza della Direttiva AIFMD, che disegna una disciplina comune concernente l'offerta di fondi alternativi (Fia) ai soli investitori professionali, il Regolamento ELTIF intende armonizzare anche il regime di commercializzazione agli investitori *retail* dei Fia autorizzati come Eltif. Il testo dell'accordo recepisce l'esigenza di tutela degli investitori al dettaglio con la scarsa liquidità e i profili di

rischio più accentuati di queste categorie di fondi rispetto ai tradizionali fondi Ucits. Simili problematiche si sono poste, nel corso del 2013, in relazione ai Regolamenti EuVECA e EuSEF recanti, rispettivamente, la disciplina dei fondi europei per il *venture capital* e dei fondi europei per l'imprenditoria sociale.

Nel corso del 2014 sono state adottate anche modifiche alla Direttiva UCITS tese a innalzare il livello di tutela dell'investitore mediante l'introduzione di disposizioni armonizzate in tema di funzioni e responsabilità del depositario, politiche di retribuzione dei gestori e sanzioni.

In tema di trasparenza, passi ulteriori sono stati compiuti nella disciplina in materia di prospetti, con l'emanazione della Direttiva Omnibus2 e l'adozione delle misure di livello due in tema di pubblicazione dei supplementi (Regolamento delegato 382/2014).

Significativi progressi nell'ottica di tutela dell'investitore sono stati compiuti anche in materia di informativa agli investitori, con l'adozione del Regolamento sui documenti informativi chiave (KID) per i prodotti finanziari preassemblati e i prodotti assicurativi di investimento (PRIIPs). Al Comitato Congiunto costituito da EBA, ESMA ed EIOPA è affidata la stesura di standard tecnici di regolamentazione disciplinanti il contenuto e la presentazione dei documenti informativi chiave per i PRIIPs.

Il Regolamento in materia di informazioni chiave, entrato in vigore nel 2015 e direttamente applicabile negli Stati membri a partire dal 2017, mira a colmare il *gap* informativo degli investitori *retail* su caratteristiche e rischi dei PRIIPs e ad agevolare un maggior livello di comparabilità tra gli stessi, attraverso la semplificazione e la standardizzazione delle informazioni rilevanti.

In materia di legislazione bancaria, a gennaio 2014 la Commissione europea ha pubblicato una proposta di regolamento sulle misure strutturali volte ad accrescere la resilienza e stabilità degli enti creditizi dell'Unione Europea *'too-big-to-fail'*. Le misure, elaborate sulla base delle raccomandazioni del Rapporto Liikanen del 2012 e sulla scia di analoghe iniziative adottate in altre giurisdizioni, prevendono la separazione dell'attività di *trading* proprietario dalla tradizionale intermediazione creditizia.

La proposta mira a rafforzare il *corpus* unico di norme per il settore bancario e si inquadra nel più ampio dibattito avviato a livello mondiale in merito ai modelli di *business* delle banche e alle relative implicazioni in termini di rischi sistemici. Secondo la Commissione, le norme proposte dovrebbero contribuire a far sì che le banche si concentrino sul loro ruolo fondamentale di servizio all'economia reale, evitando che il loro capitale sia allocato in misura eccessiva ad attività di negoziazione ad alto rischio. Al contempo, la Commissione intende mitigare il rischio che i contribuenti debbano intervenire per salvare le banche in difficoltà e limitare i costi e la complessità delle misure di risoluzione delle crisi eventualmente necessarie. La proposta tiene conto anche della necessità di prevenire le possibilità di arbitraggio regolamentare, in considerazione del proliferare delle iniziative di riforma in materia.

Il negoziato nell'ambito del Consiglio europeo si è rivelato particolarmente complesso. Le questioni più dibattute nel corso del semestre di Presidenza italiano hanno riguardato la definizione e il trattamento del *trading* proprietario, il grado di discrezionalità assegnato all'autorità di vigilanza nel richiedere la separazione delle altre attività di negoziazione, l'interazione tra autorità di vigilanza e autorità per la risoluzione delle crisi, il coinvolgimento dell'autorità di vigilanza del paese ospitante nelle decisioni attinenti alle misure strutturali.

Alcune innovazioni regolamentari nell'ambito della legislazione bancaria hanno segnato un importante passaggio verso la *banking union*. Nel 2014, infatti, sono stati adottati la *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD), relativa al quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento, e il Regolamento istitutivo del *single resolution mechanism* (SRM) nell'ambito degli Stati membri partecipanti all'SSM. Tali misure favoriscono l'armonizzazione delle norme in tema di intervento e risoluzione delle crisi bancarie nell'Unione Europea e in particolare nell'Area euro.

Progressi, sia pur parziali, sono inoltre stati fatti nella maggiore armonizzazione delle norme relative ai sistemi di garanzia dei depositi nei paesi dell'Unione Europea. Ad aprile 2014 è stata adottata la Direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi (SGD), che stabilisce norme e procedure comuni in merito all'istituzione e al funzionamento di tali sistemi, allo scopo di garantire la stabilità degli stessi e un livello di protezione dei depositi uniforme in tutta l'Unione Europea.

Accanto alle numerose norme, già introdotte o ancora allo studio, relative al settore bancario la Commissione europea ha individuato una serie di misure volte a regolamentare alcune aree del cosiddetto 'sistema bancario ombra', allo scopo di evitare arbitraggi regolamentari. In particolare, le proposte avanzate riguardano l'introduzione di norme finalizzate ad accrescere la trasparenza delle operazioni di prestito titoli e una disciplina più stringente sui fondi comuni di investimento monetari che in periodi di turbolenza dei mercati possono costituire una rilevante fonte di contagio e di prociclicità.

Nel semestre di Presidenza italiana, in particolare, si è concluso il negoziato relativo alla proposta di regolamento sulla segnalazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli, avanzata a fine gennaio 2014 dalla Commissione europea. Tale proposta introduce misure volte a migliorare la trasparenza nei confronti delle autorità di vigilanza, al fine di fornire loro le informazioni necessarie a monitorare l'insorgere 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 reimpegno dei titoli.

3 Gli assetti di vigilanza europei e le riflessioni in corso in materia di *Capital Market Union*

Nell'ambito degli assetti di vigilanza nell'Area euro, uno degli eventi di maggior rilievo del 2014 è rappresentato dall'avvio, il 4 novembre, del Meccanismo unico di vigilanza (*Single Supervisory Mechanism* – SSM) sugli enti creditizi dell'Area euro di maggiori dimensioni. La modifica degli assetti di vigilanza sul settore bancario europeo rappresenta un significativo progresso nella realizzazione del progetto di unione bancaria europea.

L'istituzione dell'SSM ha comportato il passaggio dalle autorità nazionali alla BCE delle competenze di vigilanza prudenziale sui maggiori gruppi bancari europei. Complessivamente, i gruppi sottoposti alla vigilanza unica sono 120 e rappresentano l'82 per cento del settore bancario dell'Area euro, in termini di totale attivo. Tra di essi, figurano 14 gruppi bancari italiani.

In via propedeutica all'avvio del SSM la BCE, in collaborazione con la European Banking Authority (EBA) e le autorità di vigilanza nazionali, ha condotto un complesso e articolato esercizio di valutazione approfondita (*comprehensive assessment*) sui bilanci delle maggiori banche dell'Area euro, tra cui 15 gruppi bancari italiani.

L'analisi si è basata sulla revisione della qualità degli attivi (*asset quality review* – Aqr) e su prove di resistenza (*stress test*) a scenari macroeconomici negativi. L'esercizio ha consentito di valutare lo stato di salute degli intermediari creditizi sulla base di criteri comuni, quantificare le misure di rafforzamento patrimoniale eventualmente necessarie e diffondere informazioni confrontabili. I risultati del *comprehensive assessment* sono stati pubblicati il 26 ottobre 2014.

L'avvio dell'SSM rappresenta un cambiamento di estrema rilevanza per l'Area euro, in grado di favorire l'effettiva realizzazione di un *level playing field* per gli istituti di credito di maggiori dimensioni.

Con riferimento alla vigilanza in materia di mercati finanziari, invece, rimangono rilevanti le divergenze nelle prassi di vigilanza adottate nei diversi Paesi dell'Unione, nonostante l'impegno verso l'armonizzazione della regolamentazione, secondo un modello di produzione normativa che sostituisce le direttive di livello 1 con regolamenti direttamente applicabili e che prevede un coinvolgimento significativo dell'ESMA.

Inoltre, le nuove regole, pur costituendo singolarmente un tassello importante verso l'integrazione del mercato unico europeo, nel loro insieme definiscono un quadro normativo sempre più complesso.

Nella relazione sul funzionamento delle tre autorità europee, pubblicata l'8 agosto 2014, la Commissione europea ha riconosciuto al primo punto la necessità di rafforzare la convergenza delle prassi di vigilanza, anche mediante lo strumento della *peer-review*. Al proposito, la Consob si è fatta

parte attiva, ricevendo nel 2014 il gruppo di esperti composto da membri ESMA e da rappresentanti delle autorità di altri paesi UE.

Fra le iniziative in corso, assume particolare rilievo anche l'impulso dato dall'ESMA alla convergenza delle pratiche di *enforcement* a livello europeo. Si segnala, in particolare, il documento intitolato '*ESMA Guidelines on enforcement of financial information*'. Tali linee-guida, alle quali la Consob ha già dato la propria adesione, rappresentano una evoluzione dei precedenti standard in materia, elaborati nel 2003 con la partecipazione dell'Istituto.

Misure di *soft* law come le *peer-review*, tuttavia, di per sé possono non risultare sufficienti. All'unione bancaria è opportuno far seguire un'unione del mercato dei capitali che vada a sostegno dell'economia reale e incrementi l'attrattività della piazza finanziaria europea. Un mercato dei capitali più integrato potrebbe favorire lo sviluppo di canali di finanziamento alternativi al credito bancario, in particolare per le piccole e medie imprese (PMI), e al contempo garantire la maggiore stabilità del sistema finanziario europeo e una migliore tutela degli investitori.

La Commissione europea ha già avviato una riflessione in tal senso con la pubblicazione di una *roadmap* per la costruzione di una *Capital Market Union* (CMU). Si tratta di uno dei progetti principali della Commissione Junker, che a febbraio 2015 ha pubblicato un Libro Verde dal titolo '*Building a Capital Markets Union*' e ha avviato una consultazione pubblica sul tema, che terminerà a maggio.

In questo contesto la Consob intende svolgere un ruolo propositivo, in continuità con la posizione espressa in più occasioni circa l'esigenza di promuovere una semplificazione delle prassi operative e un'effettiva armonizzazione delle pratiche di vigilanza nell'ambito di un'unione del mercato dei capitali europea. In questa direzione la Consob ha formulato e segnalato alle istituzioni comunitarie alcune possibili modifiche alle regole europee, al fine di incentivare l'accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI, ridurre gli oneri amministrativi a loro carico e promuovere l'adozione di un testo unico contenente le disposizioni specifiche per le piccole e medie imprese.

4 Il potenziamento dei mercati azionari

Nel corso del 2014, in continuità con gli anni precedenti, la Consob ha dedicato particolare attenzione al tema dello sviluppo dei mercati azionari italiani e delle PMI nell'ambito del progetto 'PiùBorsa'. Il progetto, avviato sulla base del Memorandum di Intesa siglato tra i partecipanti del gruppo di lavoro 'Ammissione alla quotazione delle Piccole e Medie Imprese: interventi di incentivazione, ruolo dei mercati e degli operatori', è volto a stimolare l'interesse delle imprese alla raccolta di capitale di rischio e la domanda di

titoli azionari da parte degli investitori (si veda il Capitolo III 'La vigilanza sull'informativa societaria', Parte C).

Le attività, realizzate nell'ambito di appositi tavoli tecnici, hanno avuto ad oggetto: i) lo studio di proposte in materia di semplificazione della normativa nelle aree dell'informazione societaria, della *corporate governance* e della contendibilità degli assetti proprietari; ii) la promozione di uno schema di intervento istituzionale che aggreghi un *pool* di liquidità dedicato al mercato delle *small caps* italiane, tramite l'attivazione di un fondo di fondi; iii) l'elaborazione di meccanismi di incentivazione fiscale idonei a stimolare l'*equity investment* e supportare il processo di quotazione.

Sul piano della semplificazione e razionalizzazione normativa, sono state elaborate una serie di proposte in parte confluite (con gli opportuni adattamenti) nel d.l. 91/201 (cosiddetto Decreto competitività), convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116.

Tra queste, si segnalano l'abrogazione, a determinate condizioni, del divieto di emettere azioni a voto plurimo, precedentemente contenuto nell'art. 2351, comma 4 del Codice Civile e la possibilità per gli statuti di tutte le società (quotate e non quotate) di emettere azioni a voto maggiorato (si veda il successivo Capitolo II, 'L'attività regolamentare').

Sono inoltre in corso di elaborazione ulteriori misure di intervento normativo miranti a ridurre i costi indiretti di quotazione (connessi con il mantenimento dello *status* di società quotata) attinenti in particolare alla *corporate governance* delle società quotate e, più specificamente, al sistema dei controlli interni.

Con riferimento allo sviluppo di un sistema di *asset manager* specializzato per le Pmi, il modello più efficace è stato individuato nella costituzione di un Fondo di fondi, in grado di raccogliere risorse da investitori istituzionali a sostegno dei titoli azionari delle Pmi italiane, quotate e in fase di Ipo.

Tale strumento di investimento potrebbe garantire la creazione di un *pool* di liquidità e di professionalità da dedicare ai titoli azionari delle *small caps*. I lavori sono stati aperti anche alle associazioni rappresentative degli investitori istituzionali: ACRI, Assoprevidenza, Adepp, Assofondipensione e ANIA.

Un'ulteriore area di intervento è stata quella degli incentivi fiscali collegati all'investimento in titoli azionari di Pmi. Il tavolo tecnico dedicato a questo tema ha elaborato diverse proposte di modifica della normativa di riferimento, comprendenti incentivi sia dal lato della domanda sia dal lato dell'offerta di quotazione delle Pmi (con la relativa valutazione dell'impatto finanziario) anche tenendo conto dei risultati delle analisi comparate relative alle principali economie internazionali. In linea con tali proposte, il d.l. 91/2014 ha definito taluni interventi di incentivazione fiscale.

In particolare è stato introdotto il cosiddetto super ACE (Aiuto alla crescita economica), che potenzia il beneficio fiscale a fronte di incrementi del patrimonio (ACE) per tutte le società che si quotano su un mercato regolamentato o chiedono l'ammissione a negoziazione in un MTF.

Il Tavolo tecnico ha altresì elaborato possibili interventi dal lato della domanda, individuando strumenti di incentivazione a favore degli investitori in società quotate (quali detassazione integrale dei *capital gains* e dividendi per gli investitori istituzionali nella fase di *post* quotazione). Si tratta di misure capaci di determinare importanti effetti sinergici con la proposta di costituzione del citato Fondo di fondi.

In collaborazione con la società di gestione del mercato e le principali associazioni di categoria partecipanti al Progetto, sono state infine avviate iniziative volte a: i) favorire la diffusione di *best practices* in materia di offerta e/o di ammissione alla quotazione; ii) promuovere servizi di consulenza e assistenza specifici alle PMI da parte dei principali operatori del mercato, tesi a ridurre i costi connessi alla quotazione; iii) supportare le attività di *education* in relazione a tali materie.

La Consob ha dedicato particolare attenzione al tema dello sviluppo dei mercati azionari anche in occasione della partecipazione al processo normativo europeo, per i profili attinenti alla partecipazione delle PMI ai mercati finanziari.

PAGINA BIANCA

L'attività regolamentare II

1 Il recepimento delle direttive europee

Nel 2014 la Consob è stata chiamata ad assumere un ruolo fondamentale nel processo di revisione complessiva della disciplina di competenza, per effetto dell'intenso flusso di produzione normativa realizzatosi a livello sia europeo sia nazionale.

Il recepimento delle Direttive europee comporta la partecipazione della Commissione in tre momenti attinenti, rispettivamente, all'elaborazione degli schemi di legge europea e di delegazione europea atti a conferire al Governo le necessarie deleghe per l'attuazione della normativa comunitaria; alla successiva predisposizione delle disposizioni primarie di attuazione; alla revisione dei propri regolamenti al fine di renderli conformi alle norme europee.

Il recepimento delle prescrizioni comunitarie implica altresì una serie di attività di più ampia portata, volte a preservare la sistematicità del quadro regolatorio nel suo complesso, coordinare la normativa interna con quella comunitaria ed evitare l'incoerente stratificazione di norme europee e nazionali.

In particolare, si rende necessaria una intensa collaborazione con le altre Autorità di settore, considerata la natura trasversale della maggior parte delle Direttive di competenza, nonché una complessa attività di riordino, semplificazione e razionalizzazione normativa, considerato che l'attuale processo di produzione normativa europeo solitamente abbina alle Direttive regolamenti correlati a efficacia diretta negli ordinamenti domestici.

1.1 Il recepimento della Direttiva CRD IV

Il 2014 ha visto la Consob impegnata nei lavori di recepimento della Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento (cosiddetta CRD IV). A tal fine, dopo un lungo iter legislativo nel corso del quale la Commissione ha fornito il proprio contributo tecnico, è stata approvata la legge 7 ottobre 2014, n. 154 (cosiddetta 'Legge di delegazione europea 2013-*bis*'), volta, tra l'altro, al recepimento della CRD IV.

Tale Direttiva, di imminente recepimento, modificherà il Tuf in maniera significativa, con riferimento alla disciplina delle sanzioni amministrative e della vigilanza sugli intermediari.

Relativamente al profilo delle sanzioni amministrative, le principali novità riguardano l'introduzione di un nuovo regime di ripartizione della responsabilità amministrativa tra persone fisiche e persone giuridiche.

L'obiettivo perseguito è quello di sanzionare in prima battuta la società o l'ente nei cui confronti sono accertate le violazioni e, solo in presenza di determinati presupposti, anche le persone fisiche interne alla società o all'ente che abbiano avuto un ruolo nel compimento delle violazioni accertate.

Inoltre, sono stati previsti nuovi importanti strumenti aventi finalità deflative del contenzioso. È stata infine rivista la disciplina dei criteri di quantificazione delle sanzioni e delle modalità di pubblicazione delle stesse.

Dall'attuazione della CRD IV conseguirà l'introduzione nel Tuf dell'istituto della 'segnalazione di violazioni' (*whistleblowing*), importante strumento finalizzato ad agevolare la Consob nella tempestiva conoscenza di condotte violative della disciplina di attuazione della CRD IV e nella definizione di interventi adeguati, anche al fine di attenuarne o prevenirne gli esiti dannosi. Taluni specifici aspetti tecnico-applicativi dello strumento (quale, ad esempio, la parametrazione di eventuali diminuzioni delle sanzioni da irrogare ai segnalatori corresponsabili della violazione segnalata), saranno oggetto della regolamentazione secondaria attuativa della riforma, che vedrà la Consob impegnata nel corso del 2015, anche in collaborazione con Banca d'Italia.

1.2 Il recepimento della Direttiva AIFM

Nel corso del 2014 l'attività regolamentare dell'Istituto è stata orientata anche dal recepimento della Direttiva 2011/61/UE sui gestori dei fondi di investimento alternativi (AIFMD o Direttiva AIFM). Il decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44, reca le disposizioni di revisione del Tuf volte a consentire il recepimento nella normativa nazionale della AIFMD e l'inserimento delle disposizioni necessarie all'applicazione dei Regolamenti (UE) 345/2013 e 346/2013 che hanno disciplinato i gestori di fondi europei per il *venture capital* (EuVECA) e i gestori di fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF).

Nel corso del 2014, è stata avviata e conclusa, in collaborazione con la Banca d'Italia per i profili di competenza, la consultazione del mercato su un insieme di modifiche aventi ad oggetto i Regolamenti Consob 11971/1999 (Regolamento Emittenti) e 16190/2007 (Regolamento Intermediari), il Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio del 29 ottobre 2007 (Regolamento

Congiunto) e il Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio.

La Commissione ha approvato, l'8 gennaio 2015, le modifiche ai Regolamenti Emittenti e Intermediari. Il 19 gennaio 2015, la Banca d'Italia e la Consob hanno approvato il provvedimento di modifica del Regolamento Congiunto e la Banca d'Italia ha approvato il nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Tali atti normativi sono divenuti efficaci in esito alla pubblicazione del Regolamento adottato dal Ministero dell'economia e delle finanze in attuazione dell'art. 39 del Tuf, in ordine al quale la Commissione ha prestato la consueta collaborazione tecnica.

La stesura finale dei testi regolamentari ha tenuto conto delle osservazioni formulate dai vari attori del mercato nel corso dei lavori di recepimento nonché nell'ambito della procedura di pubblica consultazione.

L'attività regolamentare posta in essere non ha tuttavia concluso il processo di recepimento della direttiva AIFM nell'ordinamento nazionale; al momento, infatti, non è stato codificato il regime regolamentare concernente l'operatività dei gestori di fondi di Paesi terzi (Gefia non UE) in linea con la disciplina transitoria contenuta nel decreto legislativo n. 44 del 2014, in base alla quale l'entrata in vigore delle norme riguardanti tali soggetti decorrerà dalla data che sarà prevista nell'atto delegato che dovrà essere adottato dalla Commissione europea ai sensi dell'art. 67, par. 6, della AIFMD.

1.3 Le Direttive di prossima attuazione

Nel corso del 2015 la Consob sarà impegnata nei lavori di recepimento di numerose Direttive.

In particolare, l'Istituto sarà impegnato nel completamento del recepimento della Direttiva 2013/11/UE, del 21 maggio 2013, sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori (Direttiva ADR per i consumatori) e della Direttiva 2013/34/UE, del 26 giugno 2013, relativa ai bilanci di esercizio e ai bilanci consolidati (Direttiva Contabile). Significativo rilievo assumerà l'attività finalizzata al recepimento della Direttiva 2013/50/UE, del 22 ottobre 2013, in materia di obblighi di trasparenza delle informazioni sugli emittenti quotati (nuova Direttiva *Transparency*); della Direttiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID2) e all'applicazione del correlato Regolamento (UE) 600/2014 (MiFIR); della Direttiva 2014/57/UE, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (MAD2) e all'applicazione del correlato Regolamento (UE) 596/2014 (MAR). La Commissione sarà inoltre impegnata nei lavori di recepimento della Direttiva 2014/91/UE, del 23 luglio 2014 (che modifica la Direttiva 2009/65/CE), in materia di OICVM (UCITS5); della Direttiva 2014/56/UE, del 16 aprile 2014, in materia di revisione contabile (Direttiva Audit) e di applicazione del relativo Regolamento (UE) 537/2014 - Regolamento Audit) e anche nell'attività finalizzata alla corretta e integrale applicazione del Regolamento (UE) 909/2014, del

23 luglio 2013, relativo ai depositari centrali di titoli (CSDR), e del Regolamento (UE) 1286/2014, del 26 novembre 2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPS).

Il recepimento delle Direttive sarà l'occasione per definire alcuni profili delicati, che l'evoluzione del quadro normativo comunitario e l'esperienza applicativa della vigilanza domestica hanno reso evidenti.

Ai fini dell'attuazione della nuova disciplina *Transparency*, i temi più rilevanti riguardano la pubblicazione delle rendicontazioni trimestrali, non più obbligatoria, e le soglie di trasparenza delle partecipazioni azionarie, definite a partire dal 5 per cento. In entrambi i casi sono fatte salve disposizioni nazionali più severe di quelle comunitarie al ricorrere di determinate condizioni.

A proposito della pubblicazione della relazione trimestrale, si ritiene opportuno recepire la Direttiva *Transparency* attribuendo alla Consob il potere regolamentare di disciplinare gli obblighi di redazione della relazione suddetta secondo le reali esigenze informative del mercato. Nell'esercizio di tale potere la Consob valuterebbe la rilevanza per le decisioni di investimento delle informazioni trimestrali, in funzione delle diverse tipologie di emittenti (imprese di maggiori dimensioni, piccole e medie imprese e società finanziarie), tenuto conto del fatto che oneri eccessivamente gravosi potrebbero andare a detrimento della competitività e dell'attrattività del mercato italiano.

Il recepimento delle modifiche alla Direttiva *Transparency*, inoltre, può essere l'occasione per rivedere l'entità della soglia di *disclosure*, attualmente fissata nel nostro ordinamento al 2 per cento, salvo alcune rilevanti deroghe, e che rappresenta un'eccezione nell'ambito del panorama europeo (se si esclude il Portogallo), in cui tutti i gli altri principali Paesi hanno soglie minime comprese tra il 3 e il 5 per cento.

Con riferimento al recepimento della MiFID2, in tema di riparto delle competenze con la Banca d'Italia dei poteri di vigilanza e di indagine previsti dalla nuova disciplina, si ritiene che l'esercizio dei poteri di *product intervention* in relazione agli strumenti finanziari e ai depositi strutturati debba essere di esclusiva competenza Consob nel caso in cui l'intervento di vigilanza concerna la tutela dell'investitore e in quello in cui il medesimo intervento sia preordinato ad assicurare l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci.

Altri temi di rilievo emergono anche con riferimento alla designazione dell'autorità competente nell'ambito dell'attuazione del Regolamento PRIIPS e del recepimento della Direttiva Solvency2.

Con particolare riguardo alla Solvency2, occorrerebbe mantenere l'attuale ripartizione dei poteri di vigilanza tra le Autorità nazionali, lasciando in capo alla Consob la competenza sui prodotti assicurativi vita dei rami III e V per ciò che

concerne gli aspetti relativi alla trasparenza e correttezza delle condotte nei confronti dei clienti.

L'attuazione della Direttiva Audit riguarderà diversi aspetti già trattati dalla legislazione nazionale con regole più stringenti di quanto non avvenga attualmente in altri Stati membri. In ogni caso, per quanto attiene alle scelte da operarsi comunque a livello nazionale, in occasione dell'esercizio delle numerose opzioni previste dalla Direttiva e dal Regolamento Audit, vi sono alcune questioni che meritano un'attenta riflessione, quali, in particolare, la definizione di enti di interesse pubblico, la rivisitazione della disciplina dell'*audit committee* e l'indipendenza dei revisori. Su tali aspetti è necessario operare scelte armonizzate con gli altri Paesi europei.

In materia di abusi di mercato, la previsione di un doppio regime sanzionatorio (amministrativo e penale) per gli stessi fatti dovrà comunque tenere in considerazione i principi dettati dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo (EDU) in tema di *ne bis in idem*.

Infine, la Legge di delegazione europea 2013-*bis* ha conferito la delega al governo per il recepimento della Direttiva ADR entro il 9 luglio 2015. La Direttiva ADR si applica alle procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie, nazionali e transfrontaliere, concernenti obbligazioni contrattuali derivanti da contratti di vendita o di servizi tra professionisti stabiliti nell'UE e consumatori in essa residenti, attraverso l'intervento di un organismo ADR, che propone o impone una soluzione o riunisce le parti al fine di agevolare una soluzione amichevole. Il recepimento della Direttiva ADR potrebbe costituire l'occasione per migliorare l'attuale sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie nella materia dei contratti finanziari al fine di potenziare la tutela degli investitori *retail* (si veda il successivo Capitolo IV, 'Le linee di indirizzo per il 2015').

2 Altri interventi in attuazione del Tuf

Nel corso del 2014 la Consob ha provveduto ad adeguare il Regolamento Emittenti alla nuova disciplina in materia di azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo.

L'articolo 20 del decreto legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, ha introdotto nel Tuf il nuovo articolo 127-*quinquies* che consente alle società quotate di attribuire un diritto di voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, alle azioni appartenute a uno stesso azionista per almeno 24 mesi dalla data di iscrizione in un apposito elenco. Il medesimo articolo 20 del citato decreto ha, inoltre, apportato ulteriori innovazioni al nostro Tuf al fine di consentire alle società quotate l'emissione - in presenza di determinate condizioni - di azioni con diritto di voto plurimo e ha modificato i criteri

di calcolo delle partecipazioni rilevanti in relazione al numero dei diritti di voto, nonché la disciplina degli obblighi di offerta pubblica.

Le anzidette modifiche normative hanno pertanto determinato la necessità di una revisione delle disposizioni regolamentari in vigore al fine di adeguare le stesse alla nuova disciplina. Il medesimo nuovo art. 127-*quinquies* del Tuf ha conferito espressamente alla Consob il compito di emanare le disposizioni di attuazione in materia, al fine, in particolare, di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle regole in materia di obblighi di offerta pubblica di acquisto, fermi restando gli obblighi di comunicazione previsti in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti.

Con la delibera del 19 dicembre 2014, n. 19084, la Commissione ha pertanto approvato le modifiche al Regolamento Emittenti, apportando diversi correttivi alle norme regolamentari in ordine all'applicazione delle nuove disposizioni nell'ambito della disciplina degli assetti proprietari e delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, per ridurre le eventuali asimmetrie informative a scapito degli azionisti di minoranza e garantire l'effettività degli obblighi di offerta in caso di passaggio del controllo dell'emittente.

3 La misurazione degli oneri amministrativi

Tra le iniziative della Consob connesse alla regolamentazione si inseriscono le attività correlate alla Misurazione degli oneri amministrativi ("MOA") in adempimento a quanto stabilito dall'art. 6, comma 3, del D.L. 13 maggio 2011 n. 70, convertito con legge 12 luglio 2011 n. 106. Facendo seguito alla prima fase del progetto portata a termine nel 2013, sono stati individuati alcuni primi possibili interventi da attuare attraverso modifiche di natura normativa, organizzativa e informatica, volti a ridurre gli oneri per i soggetti vigilati e a incrementare i benefici per il mercato nel suo complesso. Tali interventi sono stati parzialmente posti in essere nel corso del 2014, in ossequio alle precipue finalità individuate dall'art. 6 del Tuf per il quale, nell'esercizio delle funzioni di vigilanza regolamentare, la Banca d'Italia e la Consob osservano determinati principi tra cui l''agevolazione dell'innovazione e della concorrenza'.

In particolare hanno trovato piena attuazione i progetti di informatizzazione che consentono la riduzione del carico sui soggetti vigilati e la migliore gestione dei dati da parte dell'Istituto (vedasi l'introduzione di sistemi quali SIPROEM e DEPROEM). Sono stati posti in essere alcuni interventi di natura regolamentare per eliminare gli obblighi non più applicabili ovvero per chiarire determinati aspetti della regolamentazione stessa ed eliminare il mancato coordinamento con la normativa primaria (delibera 18523 del 10.4.2013 con la quale è stato abrogato il Capo I del Titolo VI del Regolamento Emittenti in materia di revisione legale). Il superamento della duplicazione degli invii di documentazione a Consob e Banca d'Italia è oggetto di discussione tra i due Istituti; inoltre, è in fase di

avanzata attuazione il potenziamento e la valorizzazione del sito internet della Consob al fine di aumentarne la funzione di raccolta delle informazioni rilevanti per il mercato e per i risparmiatori.

Sempre nel corso del 2014, è stata avviata la seconda fase del progetto volta alla misurazione dettagliata degli oneri informativi, con particolare attenzione a quelli relativi alla regolamentazione sugli intermediari. Al fine di individuare le possibili stime per i costi unitari, onde poter definire compiutamente tutti i costi e gli associati benefici di ciascun obbligo informativo, sono state avviate diverse interlocuzioni con i soggetti vigilati e, in particolare, con le principali associazioni di categoria. Al termine di tale attività di analisi sarà possibile procedere alla individuazione dei possibili interventi di semplificazione e razionalizzazione degli adempimenti a carico dei soggetti vigilati.

L'attività di mappatura e misurazione degli oneri informativi derivanti dai Regolamenti di competenza della Consob è oggetto di attenzione da parte di accademici ed esperti della materia che ne hanno riconosciuto e apprezzato l'innovatività e la robustezza metodologica, attribuendo all'Istituto una menzione quale *top reformer* per l'anno 2013 (si veda 'L'analisi di impatto e gli altri strumenti per la qualità della regolazione. Annuario 2013', a cura di Alessandro Natalini, Francesco Sarpi e Giulio Vesperini, dicembre 2014).

PAGINA BIANCA

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

1 I mercati

1.1 L'ordinato svolgimento delle negoziazioni

La MiFID, pur dettando una disciplina puntuale delle infrastrutture di negoziazione, non risolve taluni margini di 'incertezza' sul piano definitorio. Tale incertezza riguarda, in particolare, le sedi multilaterali che incrociano gli ordini di una pluralità di controparti in modo discrezionale, anziché secondo regole oggettive e predeterminate, alle quali sono riconducibili i sistemi elettronici interni di confronto (*broker crossing system*) utilizzati da imprese di investimento.

Fermi restando gli interventi normativi comunitari volti a risolvere tali ambiguità, nel 2014 la Consob ha avviato un'indagine conoscitiva per la corretta qualificazione delle *trading venues* italiane, con particolare riferimento ai sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e agli internalizzatori sistematici (IS), poi pubblicata nel mese di giugno. La ricognizione ha consentito di acquisire elementi informativi utili per una prima valutazione dell'impatto delle nuove disposizioni derivanti dalla revisione della MiFID che, tra le altre cose, ha introdotto una nuova categoria di *trading venues* (*organised trading facilities*, OTF) e modificato la definizione di internalizzazione sistematica.

Sebbene sul piano normativo siano chiare le differenze tra sistemi di negoziazione e attività di mediazione, la ricognizione ha rilevato la presenza di fattispecie 'ibride' e di elementi di disomogeneità nell'implementazione concreta dei criteri previsti per la qualificazione degli MTF e degli IS. È altresì emersa una significativa omogeneità nell'approccio adottato dai gestori delle diverse piattaforme di negoziazione, pure in presenza di elementi specifici legati alla diversa microstruttura dei mercati. La natura della piattaforma (mercato regolamentato ovvero MTF) sembra non incidere sulla scelta dei controlli adottati; inoltre, i soggetti che gestiscono sia mercati regolamentati sia MTF si sono dotati di controlli sostanzialmente sovrapponibili. Tale circostanza è indubbiamente positiva, in quanto espressione di una particolare attenzione al tema dei controlli e nella misura in cui trasferisce agli MTF presidi ideati per i mercati regolamentati, che richiedono standard di vigilanza più intensi.

Nel corso del 2014 si sono concluse alcune verifiche, scaturite anche da accertamenti ispettivi, relative all'adozione da parte della società di

gestione del mercato dei presidi organizzativi e procedurali richiesti dagli Orientamenti ESMA in materia di 'Sistemi e controlli in un ambiente di negoziazione automatizzato per piattaforme di negoziazione, imprese di investimento e autorità competenti', del 22 dicembre 2011. Tutte le piattaforme di negoziazione hanno attivato procedure di *governance* per la definizione dei requisiti funzionali dei sistemi, la valutazione dei rischi nonché della *compliance* con il quadro regolamentare.

È stata rilevata, inoltre, una considerevole attenzione ai presidi per l'individuazione di anomalie tecniche, attraverso l'identificazione di apposite unità organizzative con diversi livelli di intervento e di responsabilità e l'implementazione di strumenti in grado di monitorare gli accessi degli operatori di ogni singolo aderente, le prestazioni dei sistemi e contrastare eventuali fenomeni di disturbo.

I *regulatory technical standard* che l'ESMA si appresta a emanare ai sensi della MiFID2, più dettagliati e prescrittivi degli orientamenti oggi vigenti, richiederanno significativi interventi di adeguamento da parte degli operatori di mercato. In materia, la Consob intende procedere a un approfondimento finalizzato a sensibilizzare intermediari e *trading venues* sugli specifici obblighi introdotti dalla MiFID2, in modo da creare i presupposti per una tempestiva *compliance* con i nuovi requisiti, nell'ottica dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni e dell'integrità dei mercati (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo I 'La vigilanza sui mercati', Parte C).

1.2 L'integrità informativa del mercato

Nel corso del 2014 la Consob ha vigilato, come di consueto, sulle informazioni economico-finanziarie relative agli emittenti e rese al mercato in via diretta o indiretta (giudizi di rating, blog, studi di analisti), al fine di ripristinare condizioni di parità informativa, soprattutto in corrispondenza di vicende societarie particolarmente complesse o relative a situazioni di difficoltà finanziaria, e prevenire fenomeni di abuso. In tale direzione ha operato anche la vigilanza sul rispetto degli obblighi di comunicazione delle operazioni effettuate sui titoli di un emittente da soggetti rilevanti e da persone strettamente legate a essi (*internal dealing*).

Nel complesso la Consob ha effettuato 45 interventi, riguardanti 32 emittenti, ai sensi degli articoli 114, comma 5, e 115, commi 1 e 2, del Tuf.

In 10 casi, inoltre, sono stati avviati procedimenti sanzionatori per ritardo nell'invio di comunicazioni di *internal dealing*. Nel corso del 2015 si potrà intervenire sia per adeguare il Regolamento Emittenti Consob al nuovo Regolamento UE 596 del 2014 (*Market Abuse Regulation*) sia, eventualmente, per riconsiderare il termine previsto per l'inoltro delle comunicazioni di *internal dealing* alla luce della riduzione da tre a due giorni del periodo di liquidazione dei contratti negoziati sui mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana a partire dal 6 ottobre 2014.

È altresì continuata l'attenta attività di monitoraggio delle ricerche e delle raccomandazioni di investimento prodotte da intermediari italiani ed esteri. Tale attività è stata particolarmente intensa rispetto alle ricerche degli analisti e dei giudizi di rating relativi alle banche quotate italiane oggetto del *comprehensive assessment* della BCE, nel periodo precedente e immediatamente successivo alla pubblicazione dei risultati di tali verifiche.

Al fine di ripristinare la parità informativa sul mercato, la Consob è intervenuta, ai sensi dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti, richiedendo ai soggetti abilitati la pubblicazione di 28 raccomandazioni d'investimento per le quali si era verificata la diffusione di indiscrezioni significative in merito al contenuto, con contestuale sensibile variazione del prezzo degli strumenti finanziari oggetto delle raccomandazioni stesse.

La medesima attività di vigilanza ha riguardato anche la diffusione di giudizi di rating relativi agli emittenti quotati e allo Stato italiano. In questo ambito è stata effettuata una segnalazione all'ESMA riguardante una possibile violazione del Regolamento 1060/2009/CE in materia di agenzie di rating, con riferimento al giudizio espresso su un importante emittente assicurativo italiano.

È proseguito, inoltre, il monitoraggio rispetto a possibili fenomeni di abuso anche con riferimento a strumenti finanziari scambiati negli MTF con il consenso dell'emittente. In materia la Consob non ha attualmente poteri di intervento per il ripristino della parità informativa. Con l'applicazione del Regolamento UE 596, a partire dal 3 luglio 2016, la situazione è destinata tuttavia a mutare, perché l'ambito di operatività degli obblighi di comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate verrà esteso agli strumenti finanziari negoziati solo su un MTF o su un OTF, per i quali l'emittente abbia dato la relativa autorizzazione. In occasione dell'adeguamento dell'ordinamento domestico al Regolamento UE 596, la Consob provvederà a rivisitare le regole relative a modalità e termini degli obblighi di diffusione di informazioni *price-sensitive* già dettati con la MAD1, pur tenendo conto del fatto che il Regolamento, che implica un livello pieno di cogenza, reca modifiche minime sul tema.

Infine, per assicurare il necessario coordinamento con la nuova disciplina del *market abuse* e con le parziali modifiche apportate alla Direttiva 2004/109/CE (*Transparency*) dalla Direttiva 2013/50/UE (che entrerà in vigore nel novembre 2015) occorrerà aggiornare la comunicazione Consob DME/6027054 del 28 marzo 2006, in materia di informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato. Potrà anche risultare opportuna una revisione delle disposizioni di autoregolamentazione di cui si è dotata Borsa Italiana in tema di comunicazioni al pubblico (si fa riferimento, ad esempio, agli schemi di comunicato *price sensitive*). Tali iniziative potranno essere utili per definire più puntualmente l'ambito delle informazioni richieste agli emittenti, tenendo conto della loro diversa natura e materialità, e per prevenire interventi dell'autorità.

2 Il governo societario

In linea con gli obiettivi del piano strategico 2013-2015, la vigilanza in materia di governo societario si è focalizzata sul rischio di fenomeni espropriativi che possono realizzarsi mediante operazioni con parti correlate. In particolare la vigilanza sull'applicazione del Regolamento 17221/2010 (Regolamento Opc) ha riguardato la conformità delle procedure adottate dalle società quotate per assicurare la trasparenza e la correttezza, sostanziale e procedurale, delle operazioni con parti correlate ai principi del suddetto Regolamento nonché la loro effettiva applicazione. Particolare rilevanza ha assunto la verifica dell'appropriata individuazione di alcuni aspetti definitori (si veda il Capitolo II 'La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione', Parte C).

In primo luogo, sono state svolte verifiche con riferimento alla mappatura delle parti correlate, secondo un approccio volto a privilegiare la sostanza del rapporto rispetto alla sua forma giuridica, nonché in merito alla valutazione, richiesta dal Regolamento, sull'eventuale individuazione di ulteriori soggetti a cui applicare, in tutto o in parte, analoghi presidi. In secondo luogo, sono stati effettuati approfondimenti istruttori su alcune operazioni classificate come di importo esiguo, e in quanto tali escluse dall'applicazione del Regolamento, volti a verificare l'adeguatezza della soglia di esiguità individuata dall'emittente in rapporto alla dimensione della società, alla tipologia di operazione e/o alla natura della controparte (ad esempio, consulenze/incarichi professionali conferiti ad amministratori).

Infine, è stata monitorata l'attività di revisione, su base almeno triennale, delle procedure interne in materia di operazioni con parti correlate volta ad adeguarle alle modifiche eventualmente intervenute negli assetti proprietari nonché alle indicazioni emerse dalla prassi applicativa.

Con particolare riferimento all'assegnazione di benefici per cessazione dalla carica, la Consob ha pubblicato nel giugno 2014 una comunicazione con la quale ha raccomandato alle società a medio-alta capitalizzazione (appartenenti agli indici Ftse Mib e Mid Cap) la pubblicazione di informazioni dettagliate sulla buonuscita di amministratori esecutivi e direttori generali.

L'intervento traeva origine dall'esperienza di vigilanza maturata negli ultimi anni, che in diversi casi ha mostrato la necessità di assicurare al mercato una più tempestiva trasparenza sulle determinazioni effettivamente assunte per regolare la fine del rapporto con amministratori esecutivi o dirigenti apicali e sul relativo processo decisionale.

Le raccomandazioni formulate sono state in vigore fino alla fine del 2014; nel mese di luglio, le medesime raccomandazioni sono state recepite nel Codice di autodisciplina che ne ha esteso l'applicazione a tutte le società quotate. Le raccomandazioni informative formulate dalla Consob e riprese nel

Codice di autodisciplina hanno trovato applicazione in alcuni dei casi di cessazione dalla carica di amministratori esecutivi o direttori generali verificatisi nel secondo semestre del 2014. In tali casi, e in particolare laddove l'informativa resa spontaneamente dalle società non abbia riportato le informazioni raccomandate, la Consob ha svolto approfondimenti sui benefici effettivamente attribuiti al soggetto cessato e sulle ragioni di eventuali scostamenti rispetto alle raccomandazioni informative dell'Autorità e/o del Codice di autodisciplina.

La stagione assembleare del 2014 ha mostrato un'accresciuta partecipazione degli investitori istituzionali, soprattutto esteri. In occasione dell'assemblea di una società a elevata capitalizzazione in cui la quota di capitale complessivamente rappresentata dagli investitori istituzionali è risultata superiore a quella detenuta dall'azionista di maggioranza relativa, il sistema di nomina degli organi sociali tramite il voto di lista ha richiesto alcuni adattamenti.

In particolare, è risultata prima per numero di voti la lista presentata da investitori istituzionali, programmaticamente destinata all'espressione di una minoranza del *board*, mentre è risultata seconda quella presentata dall'azionista di maggioranza relativa, che tradizionalmente aveva espresso la maggioranza degli amministratori. Conseguentemente, il completamento dell'organo amministrativo è stato possibile mediante la votazione dei candidati in assemblea con le maggioranze previste dal codice civile.

Inoltre, la Consob ha fornito alcune precisazioni sulla disciplina normativa e regolamentare in materia di voto di lista, chiarendo in particolare che, nei casi in cui la quota di partecipazione determinata annualmente dall'Autorità sia superiore a quella prevista dallo statuto, debba trovare applicazione la minore tra le due quote in linea con la *ratio* della disciplina di favorire la rappresentanza della minoranza negli organi sociali.

Su tutte le tematiche di governo societario, anche nel 2014 la Consob ha mantenuto un dialogo costante con gli organi di controllo, sollecitando su base continuativa e sistematica la formulazione da parte degli stessi di proprie valutazioni sull'osservanza da parte degli amministratori di specifiche disposizioni legislative o regolamentari e di prassi raccomandate dall'autodisciplina. Tale approccio è volto a stimolare i sindaci nell'esercizio dei doveri di vigilanza a cui sono tenuti per legge e a rilevare con tempestività l'esistenza di eventuali profili di criticità o aree di miglioramento nel sistema di *governance* delle società quotate.

Nell'ambito di queste attività, la Consob ha richiamato l'attenzione degli organi di controllo al rispetto dei propri doveri di vigilanza, evidenziando in determinate situazioni la condotta dovuta dagli amministratori in base alla legge, all'autodisciplina e ai principi di corretta amministrazione.

L'attività di vigilanza ha inoltre portato ad avviare alcuni procedimenti sanzionatori nei confronti dei sindaci per violazione dei doveri

di vigilanza previsti dall'art. 149, comma 1, del Tuf e, in un numero più ristretto di casi, per l'omessa comunicazione senza indugio delle irregolarità riscontrate prevista dall'art. 149, comma 3, del Tuf.

3 Le società di revisione

Secondo il regime normativo vigente, la Consob esercita la propria attività di vigilanza sui revisori legali – iscritti nel Registro unico dei revisori legali tenuto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – che svolgono incarichi di revisione sui bilanci di enti di interesse pubblico (Eip - prevalentemente emittenti quotati, banche, intermediari, compagnie assicurative).

L'attività di controllo su tale categoria di soggetti è stata realizzata nel corso del 2014 attraverso le due forme tipiche della vigilanza: l'accertamento di eventuali irregolarità nell'operato del revisore su specifici incarichi (*enforcement*) e interventi di tipo preventivo (controlli di qualità).

Le principali carenze nel processo di audit rilevate nell'ambito della prima tipologia di controlli riguardano prevalentemente l'attività di revisione di poste fortemente valutative; sono state infatti mosse diffuse censure circa la corretta applicazione dei principi di revisione che dettano le regole di comportamento professionale per la revisione delle stime (principio 540) e del *fair value* (principio 545). Si è altresì riscontrato il permanere di carenze nel rispetto del principio che disciplina la documentazione dell'attività di revisione svolta (principio 230), con particolare riferimento agli importanti aspetti dell'integrità della documentazione e del rispetto della tempistica per la conclusione della fase di formalizzazione dei lavori svolti.

A tal riguardo, e nell'ottica di contribuire a un progressivo innalzamento della qualità dell'attività di revisione, l'Istituto ha collaborato, ai sensi degli articoli 11 e 12 del d.lgs. 39/2010, con il Ministero dell'Economia e delle Finanze (Mef), con le associazioni e gli ordini professionali all'emanazione dei principi di revisione internazionali "Isa Italia" (*International Standards on Auditing*). I Principi, emanati nel dicembre 2014, sono un importante tassello del processo di convergenza della vigilanza in materia di revisione legale, attualmente in corso a livello europeo, in un contesto fortemente integrato come quello dei network, a cui appartiene la quasi totalità delle società di revisione con incarichi sui bilanci di Eip.

In tale logica vanno inseriti anche gli importanti risultati di coordinamento conseguiti dai regolatori europei nell'ambito dell'European Audit Inspection Group (EAIG), a cui la Consob partecipa.

Ci si riferisce all'avvio dell'utilizzo del database contenente le principali risultanze dei controlli di qualità svolti nei paesi europei aderenti sulle società di revisione appartenenti ai dieci maggiori networks europei della revisione (PwC, KPMG, Deloitte, EY, BDO, Grant Thornton, Nexia, Baker Tilly, Mazars, Moore Stephens).

A ciò deve aggiungersi il completamento dell'importante progetto avviato nel 2013, sempre in sede EAIG, teso a sviluppare una metodologia comune tra i regolatori europei per lo svolgimento dei controlli della qualità.

Nel 2014 è stata infatti adottata dall'EAIG la prima 'Common Audit Inspection Methodology' (CAIM), contenente tecniche e strumenti per l'analisi delle aree procedurali chiave ai fini del miglioramento della qualità della revisione. Tale progetto proseguirà nel 2015 per sviluppare una metodologia comune anche per il controllo a campione degli incarichi di revisione (si veda il Capitolo II 'La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione', Parte C).

4 L'informativa finanziaria

Nel 2014 la perdurante congiuntura economica sfavorevole ha continuato a incidere sulla redditività delle banche domestiche, per effetto del progressivo deterioramento della qualità del credito e del basso livello dei tassi di interesse di mercato. Per molte società non finanziarie italiane, inoltre, la debolezza dei consumi interni ha comportato un significativo calo della domanda nel mercato di riferimento, con conseguenti ripercussioni sulla sostenibilità del debito.

Tale contesto ha orientato l'attività di vigilanza della Consob, che, coerentemente con gli obiettivi individuati nel piano strategico 2013-2015, ha continuato a rafforzare i controlli sugli emittenti a maggior rischio sistemico (si veda il Capitolo III 'La vigilanza sull'informativa societaria', Parte C). In particolare nel campione di vigilanza *ex* art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti sono state confermate le principali società quotate del settore bancario e sono state inserite quelle società industriali che hanno mostrato fattori di rischio rilevanti, ad esempio un elevato indebitamento e una redditività operativa in calo. In presenza di tensioni economico-finanziarie, infatti, la qualità delle informazioni rese al pubblico può subire un deterioramento, in particolare per talune poste di bilancio (principalmente le attività immateriali) la cui valutazione o recuperabilità si basa su valutazioni prospettiche.

È stata altresì significativa l'attività di verifica in tema di sostenibilità e ragionevolezza dei flussi previsionali a supporto degli *impairment* test delle attività, svolta anche su società non incluse nel campione di vigilanza quali, in particolare, le società di nuova quotazione.

Significativo è stato anche l'impatto sull'attività di vigilanza delle innovazioni ai Principi Contabili Internazionali, ad esempio in tema di *fair value* (già a partire dalle rendicontazioni contabili 2013), e in tema di controllo ai fini del consolidamento delle società partecipate e di partecipazioni in *joint arrangement* (relative alle rendicontazioni del 2014).

La vigilanza dell'Istituto ha altresì tenuto conto dell'evoluzione degli orientamenti internazionali volti a garantire la convergenza delle prassi di

vigilanza. Si inscrive in quest'ultimo ambito il Public Statement dell'ESMA '*European common enforcement priorities for 2013 financial statements*', che identifica i temi prioritari nell'attività di vigilanza sull'informazione contabile. Tali priorità sono illustrate nella comunicazione Consob 3907 del 19 gennaio 2015 e formeranno oggetto della vigilanza sulle rendicontazioni che saranno pubblicate nel 2015.

Nel corso del 2014, inoltre, la vigilanza della Consob si è concentrata sugli emittenti bancari quotati e con azioni diffuse oggetto del *comprehensive assessment* coordinato dalla BCE. L'esercizio ha avuto un impatto significativo sulle banche interessate, sia per i profili organizzativi sia per effetto delle misure di rafforzamento patrimoniale e delle rettifiche ai valori degli attivi di bilancio richieste dalla BCE ad esito della valutazione.

La Consob ha pertanto svolto verifiche sulla trasparenza delle informazioni finanziarie e contabili rese dalle banche al mercato durante lo svolgimento dell'esame, in occasione della pubblicazione dei risultati finali (alla fine del mese di ottobre) e successivamente alla diffusione degli stessi, quando è stato richiesto di integrare l'informativa delle rendicontazioni contabili trimestrali al 30 settembre 2014 e annuali al 31 dicembre 2014 con un'adeguata *disclosure* degli impatti degli esiti dell'esame sui bilanci dell'esercizio e sulle prassi e procedure contabili applicate.

L'Istituto ha inoltre monitorato le rilevanti operazioni di ricapitalizzazione degli emittenti bancari quotati sottoposti all'SSM. Altre operazioni di ricapitalizzazione oggetto di monitoraggio sono state poste in essere da emittenti quotati in situazione di tensione finanziaria nell'ambito di più complessi progetti di risanamento aziendale, ovvero interessati da specifici progetti di investimento industriale, di semplificazione della struttura societaria o finanziaria dell'emittente e, infine, da peculiari operazioni di integrazione societaria.

Particolarmente intensa è stata, nel corso del 2014, l'attività di vigilanza informativa in occasione delle nuove quotazioni, in crescita rispetto agli anni precedenti a fronte dei segnali di ripresa del mercato dei capitali italiano.

Altre azioni di vigilanza hanno riguardato la richiesta in 36 casi di integrazione dei documenti contabili periodici e di quelli predisposti per l'assemblea ai sensi dell'art. 114 del Tuf.

In tre casi, inoltre, si è pervenuti alla dichiarazione di non conformità dei bilanci ai principi contabili di riferimento *ex* art. 154-*ter* del Tuf, mentre in un caso è stata avviata l'azione di impugnativa prevista dall'art. 157, comma 2, del Tuf.

5 La prestazione di servizi di investimento

Nel corso del 2014 è proseguita l'attività di vigilanza, anche di natura ispettiva, nei confronti delle imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale, con

particolare riferimento a quelle che consentono agli investitori italiani, prevalentemente di natura *retail*, di effettuare, per il loro tramite, negoziazioni su *Contract For Difference* (CFD) e sul Forex (si veda il Capitolo IV 'La vigilanza sugli intermediari', Parte C).

Rispetto agli anni precedenti si è registrato, inoltre, un aumento del numero degli esposti presentati da risparmiatori italiani nei confronti di imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia esclusivamente nella modalità della libera prestazione di servizi. La Consob ha provveduto a trasmettere tali esposti, per le valutazioni e determinazioni di competenza, alle rispettive Autorità dei paesi di origine, essendo queste ultime deputate – alla luce di quanto disposto dalla MiFID – allo svolgimento della vigilanza in via esclusiva nei confronti degli intermediari in parola, anche per l'operatività dagli stessi svolta sul territorio italiano.

In relazione al tema dell'adeguatezza, è proseguito il monitoraggio dei processi gestionali degli intermediari al fine di individuare, in una logica proattiva, potenziali rischi di non conformità. In particolare hanno formato oggetto di scrutinio i processi di pianificazione commerciale e i sistemi di remunerazione del personale, anche alla luce delle recenti linee guida ESMA in materia. Politiche finalizzate alla distribuzione massiva di prodotti, connotate dalla fissazione di obiettivi quantitativi e di correlati premi al personale (a prescindere dall'effettiva considerazione dei bisogni dei clienti serviti), possono infatti favorire condotte opportunistiche degli operatori, in contrasto con l'interesse della clientela.

Le iniziative di vigilanza della Consob, anche di tipo ispettivo, hanno altresì avuto ad oggetto le procedure adottate dagli operatori per lo svolgimento della valutazione di adeguatezza delle disposizioni dei clienti, attesa la centralità di tale regola per l'effettiva tutela dei risparmiatori. Sono stati quindi adottati provvedimenti nei confronti degli intermediari che non si sono dotati di procedure in grado di valorizzare compiutamente le caratteristiche della clientela e/o dei prodotti offerti.

In particolare sono state analizzate le modalità di profilatura della clientela per individuare criticità collegate all'eccessivo affidamento degli intermediari all'autovalutazione delle proprie caratteristiche da parte dei clienti nonché a verificare l'esistenza di sistemi in grado di assicurare l'affidabilità delle informazioni acquisite dalla clientela medesima. Sono state altresì oggetto di specifica attenzione le modalità adottate dagli operatori per valorizzare efficacemente nell'ambito delle valutazioni di adeguatezza il rischio di eccessiva concentrazione dei portafogli dei clienti. È stata verificata, inoltre, l'oggettività delle procedure, con particolare riferimento alla coerenza di trattamento dei diversi strumenti finanziari, sia di propria emissione sia di terzi.

L'azione di *enforcement* è stata affiancata da una parallela attività di ulteriore orientamento degli operatori mediante presa d'atto e validazione

di iniziative di autoregolamentazione avviate dall'industria anche sulla scorta degli orientamenti forniti dall'ESMA nel 2012.

Infine, il 22 dicembre 2014, la Consob ha pubblicato una Comunicazione avente ad oggetto la distribuzione di prodotti finanziari complessi alla clientela al dettaglio, volta a chiarire quali cautele devono essere osservate dagli intermediari al fine di assicurare la cura degli interessi della clientela, sin dalle fasi antecedenti a quelle di immissione sul mercato dei prodotti finanziari. La Comunicazione recepisce le indicazioni contenute nelle *Opinion* dell'ESMA in materia di prodotti complessi e strutturati.

La Consob ha rimarcato il dovere degli intermediari di condurre autonome valutazioni volte a definire il perimetro dell'offerta in linea con il profilo del proprio target di clientela. Ha poi raccomandato specifiche misure di attenzione per gli intermediari, proporzionate al crescere dei livelli di complessità dei prodotti oggetto di possibile commercializzazione.

In particolare, è stato individuato un elenco, esemplificativo e non esaustivo, di categorie di prodotti a complessità elevata, le cui peculiarità possono determinare particolari rischi di non conformità, in relazione ai quali è stata raccomandata l'adozione di presidi rafforzati con riguardo a valutazione di adeguatezza degli investimenti, misure di gestione dei conflitti di interesse e informativa alla clientela. Sulla scorta delle posizioni recentemente espresse in sede comunitaria (Statement dell'ESMA del 31 luglio 2014 recante 'Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible'), è stata poi messa in evidenza la sostanziale inidoneità per la clientela *retail* di talune tipologie di prodotti incluse nel sopra richiamato elenco, in ragione della complessità della struttura finanziaria e della peculiare 'opacità' del rischio sottostante. Nell'ipotesi in cui gli intermediari intendessero comunque offrire tali prodotti a clienti *retail*, la Comunicazione precisa la necessità che tale decisione sia assunta, su base motivata, dallo stesso vertice aziendale. L'intermediario dovrà quindi adottare presidi in grado di contenere in maniera sostanziale l'innalzato rischio di non conformità delle condotte, informando il cliente circa il fatto che la Consob ritiene quel prodotto inadatto alla clientela al dettaglio.

Le decisioni e gli indirizzi che i soggetti vigilati intenderanno assumere contribuiranno a orientare, in una logica *risk-based*, l'attività di supervisione dell'Istituto.

6 I prodotti *non equity*

La vigilanza sull'informativa degli strumenti finanziari non rappresentativi di capitale continua a caratterizzarsi, in ambito europeo, per divergenze significative tra ordinamenti nelle prassi applicative della normativa comunitaria. La Consob ha avuto modo di apprezzare tali divergenze rispetto alla declinazione degli elementi informativi richiesti o consentiti dal Regolamento Prospetto, così come modificato dal Regolamento

Delegato (UE) 486/2012, a seguito di una ricognizione effettuata su un campione di prospetti esteri relativi a prodotti *non equity*, notificati all'Istituto nell'ambito del regime di validità transfrontaliera dell'approvazione di un prospetto (cosiddetta 'passaportabilità' della documentazione d'offerta approvata dall'autorità del paese d'origine). La revisione della Direttiva Prospetto, *in itinere*, potrebbe rappresentare l'occasione per colmare le divergenze nelle prassi applicative domestiche (si veda il Capitolo III 'La vigilanza sull'informativa societaria', Parte C).

Le verifiche *inter pares* (*peer review*) delle prassi di vigilanza adottate costituiscono uno strumento volto a favorire una maggiore convergenza sulla base di metodi di valutazione e confronto oggettivo tra le Autorità. Nel corso del 2014 la Consob è stata interessata da una *peer review* condotta dall'ESMA e avente ad oggetto le attività di vigilanza espletate in ordine al rispetto delle regole di condotta dettate dalla MiFID, con particolare riferimento al rispetto dei principi e regole previste nell'ambito della pubblicità. Tale attività si è conclusa nel dicembre 2014 con esito favorevole per l'Istituto (si veda *Peer review report* ESMA/2014/1485, 11 dicembre 2014).

Nel corso del 2014, con specifico riferimento a strumenti finanziari *non equity* emessi da banche, è proseguito il potenziamento della vigilanza sull'informativa resa nel prospetto in occasione dell'offerta al pubblico e/o dell'ammissione alla negoziazione su mercati regolamentati. Al riguardo, è stata rafforzata la vigilanza sull'attività pubblicitaria, in particolar modo sulla diffusione di messaggi pubblicitari relativi all'offerta al pubblico e/o all'ammissione alla negoziazione su mercati regolamentati di prodotti connotati da profili di complessità e/o rischiosità talvolta oggetto di diretto classamento in Borsa.

È stata altresì monitorata la necessità di adeguare e aggiornare la *disclosure* resa nei prospetti alla luce delle incertezze derivanti dal *comprehensive assessment* condotto dalla BCE e delle numerose operazioni di ricapitalizzazioni bancarie effettuate nel corso dell'anno ai fini di rafforzamento patrimoniale.

In considerazione dell'entrata in vigore dal 1° gennaio 2015 della Direttiva sulla risoluzione delle crisi bancarie (Direttiva 2014/59/UE), infine, è stata aggiornata l'informativa resa nei prospetti informativi, al fine di rappresentare le maggiori rischiosità derivanti dalla sottoscrizione degli strumenti finanziari soggetti al regime di *bail-in*. Il completamento del recepimento a livello nazionale della Direttiva potrebbe tuttavia richiedere ulteriori interventi tesi a chiarirne il perimetro applicativo.

7 La gestione collettiva del risparmio

Nel corso del 2014 l'attività di vigilanza sui comportamenti degli intermediari gestori di fondi aperti si è prevalentemente focalizzata sulle politiche commerciali. In particolare hanno formato oggetto di analisi i

processi decisionali sottesi alla definizione della gamma di prodotti, al fine di verificarne l'effettivo orientamento al soddisfacimento dei bisogni della clientela *target* anziché alle esigenze delle reti di vendita, anche in termini di schemi di remunerazione (si veda il Capitolo IV 'La vigilanza sugli intermediari', Parte C).

Con particolare riferimento alla trasparenza informativa nell'offerta al pubblico, le attività di vigilanza hanno riguardato principalmente la documentazione di offerta degli Oicr aperti armonizzati. In tal senso, seguendo un approccio *risk based*, sono state esaminate le 'informazioni chiave' per gli investitori recate dai *Key Investor Information Document* (KIID) e la loro coerenza con quelle, maggiormente dettagliate, riportate nel prospetto informativo degli Oicr. Al riguardo, sono emersi ambiti di miglioramento con particolare riferimento alla descrizione degli obiettivi e della politica di investimento degli Oicr: le informazioni rese al proposito non sono sempre risultate rappresentative delle principali caratteristiche del prodotto (si veda la comunicazione 45188 del 29 maggio 2014).

Con riferimento alla vigilanza sui gestori di fondi immobiliari riservati a investitori qualificati le analisi relative ai rapporti tra i gestori e gli esperti indipendenti incaricati della valutazione degli attivi hanno fatto emergere profili di attenzione soprattutto con riguardo alla gestione dei conflitti di interesse.

Relativamente ai fondi immobiliari destinati al pubblico indistinto, anche in ragione delle intervenute modifiche del quadro normativo che hanno consentito di dilazionare (a determinate condizioni) la naturale scadenza dei fondi di ulteriori due anni, si è ritenuto di proseguire l'attività di verifica dei comportamenti tenuti in prossimità della scadenza di tali prodotti.

8 L'abusivismo e la gestione degli esposti

Nel 2014 la Consob ha continuato a intensificare la vigilanza in ordine alle ipotesi di abusivismo previste dalla disciplina degli intermediari e degli emittenti, avviando 133 istruttorie (+10 e +40 per cento rispetto all'omologo dato del 2013 e del 2012). Parallelamente sono aumentate, in modo significativo e più che proporzionale, le iniziative di *enforcement* (si veda il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore', Parte C).

In linea con quanto registrato negli anni precedenti, le ipotesi di abusivismo indagate hanno riguardato soprattutto presunte violazioni della disciplina in materia di intermediari. Le vicende portate all'attenzione della Consob si riferivano in larga parte alla prestazione di servizi e attività di investimento tramite l'utilizzo di piattaforme per il *trading on line* e in pressoché tutte le ipotesi tale operatività ha avuto ad oggetto gli strumenti finanziari delle opzioni binarie e dei CFD.

Avuto riguardo alle ipotesi di abusivismo per violazione delle disposizioni previste dalla disciplina degli emittenti (offerta la pubblico di prodotti finanziari/pubblicità relativa all'offerta al pubblico di prodotti finanziari in assenza di pubblicazione del prospetto), il numero di istruttorie avviate e provvedimenti assunti dalla Consob nel 2014 è sostanzialmente in linea con il dato dell'anno precedente. In tale ambito hanno maggiormente formato oggetto di indagine le iniziative volte a offrire ovvero pubblicizzare programmi di investimento ad alto rendimento (cosiddetti *High Yield Investment Program*) e iniziative relative a progetti imprenditoriali nel campo delle energie rinnovabili.

In continuità con quanto emerso nel secondo semestre del 2013, anche nel 2014 sono state segnalate alla Consob alcune iniziative concernenti sedicenti piattaforme di *crowdfunding*, ossia piattaforme web per mezzo delle quali sarebbe possibile per l'investitore finanziare i progetti imprenditoriali sulle stesse pubblicati attraverso la sottoscrizione di non meglio precisati strumenti finanziari (in molti casi si parla di *share*, benché all'investitore venga prospettato un rendimento percentuale predefinito).

Tale fenomeno non va confuso con le piattaforme di *equity crowdfunding*, disciplinate dal legislatore nazionale, che consentono alle imprese qualificabili alla stregua di *start-up* innovative di raccogliere capitale di rischio per il tramite di portali *on line* gestiti da soggetti che, se non rientranti nella categoria dei soggetti di diritto, devono essere in possesso dei requisiti stabiliti dalla Consob con il Regolamento 18592, entrato in vigore il 27 luglio 2014. Tale Regolamento individua diversi presidi a tutela degli investitori, relativamente a una serie di doveri informativi, impossibilità per il gestore del sito di detenere le somme di pertinenza dei clienti e impossibilità a procedere direttamente al perfezionamento dell'operazione.

L'operatività delle sedicenti piattaforme di *crowdfunding* si connota per l'assenza di elementi informativi sul gestore della piattaforma, sovente residente in Stati esteri con legislazione di favore ovvero in grado di celare la propria identità tramite società fornitrici il servizio di protezione dei dati personali, anch'esse costituite in Stati esteri classificabili come Paesi off-shore, l'assenza di elementi informativi sull'emittente e sui beneficiari delle somme, la prospettazione di rendimenti oltremodo elevati, l'indeterminatezza della natura dello strumento finanziario.

Più in generale tali elementi di criticità sono rinvenibili in gran parte delle vicende nelle quali il soggetto che offre/pubblicizza prodotti finanziari ovvero presta servizi e attività di investimento nei confronti del pubblico residente in Italia opera tramite il canale internet. Tali modalità sono particolarmente insidiose per i risparmiatori in quanto sostanzialmente tese a carpirne la buona fede e a indurli a compiere atti di disposizione patrimoniale potenzialmente pregiudizievoli per gli stessi.

Tali vicende, costituendo fatti potenzialmente rilevanti sotto il profilo penale, sono state portate all'attenzione dell'Autorità Giudiziaria. In 66 casi (50 nel 2013).

Nel corso del 2014 si è registrato un aumento del numero delle segnalazioni nelle quali i risparmiatori italiani hanno rappresentato di essere stati contattati direttamente per telefono. Tale tecnica di contatto, che si aggiunge a quella più pervasiva tramite web, è nota con il termine *cold calling* (letteralmente 'telefonata a freddo'). Essa mira a indurre il risparmiatore, colto di sorpresa, impreparato e talvolta incapace di reggere alla pressione psicologica cui è sottoposto, ad aderire all'iniziativa presentata.

Nel 2014, come di consueto, la Consob ha dedicato particolare attenzione agli esposti pervenuti. A partire dalla fine del 2013, l'Istituto si è dotato di una nuova procedura interna per la gestione degli stessi e ha affinato le funzioni del Sistema Integrato Esposti (SIES) che consente, grazie all'ausilio di supporti informatici, la catalogazione di tutti gli esposti ricevuti, l'individuazione dei dati utili per la vigilanza e la relativa condivisione con le altre strutture istituzionali.

Complessivamente gli esposti ricevuti nel 2014 dalla Consob sono stati 1.505 di cui solo 936 sono stati considerati utili ai fini di vigilanza, poiché relativi ad aree rientranti nella competenza istituzionale. Il settore maggiormente interessato da esposti è stato quello dell'intermediazione finanziaria, con il 40 per cento circa delle segnalazioni riguardanti anomalie nella prestazione dei servizi d'investimento da parte sia di soggetti abilitati sia di soggetti che svolgevano abusivamente tale attività.

9 L'attività ispettiva

Nel 2014 la Consob ha avviato 41 verifiche ispettive e ne ha concluse 30 (di cui 6 avviate nel 2013); le ispezioni in corso alla fine dell'anno risultano pari a 17. La Banca d'Italia ha chiesto, in base ai vigenti protocolli di intesa, l'esecuzione di sei ispezioni. In 24 casi ci si è avvalsi, nella fase di accesso, della collaborazione del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza (si veda il Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori', Parte C).

Le aree più frequentemente indagate hanno riguardato: gli abusi di mercato (16 casi), le regole di comportamento e trasparenza degli intermediari (11 casi), la gestione di fondi immobiliari destinati alla clientela *retail* (3 casi), i presidi antiriciclaggio (6 casi, di cui 3 per conto della Banca d'Italia).

Gli accertamenti hanno coinvolto 26 intermediari, 4 emittenti quotati (ovvero partecipanti al capitale), 4 società di revisione e 7 soggetti non ordinariamente sottoposti alla vigilanza della Consob.

Con riferimento a fenomeni abusivi realizzati via internet e rientranti nelle competenze dell'Istituto, nel 2014 sono stati svolti 140 accertamenti che hanno comportato analisi e approfondimenti relativi a 503 siti *web*.

Sotto il profilo della vigilanza informativa, sono state indirizzate 23 richieste di dati e notizie nei confronti delle società di revisione con incarichi su enti di interesse pubblico (Eip). In due casi sono stati effettuati incontri con esponenti aziendali apicali e in tre casi sono stati attivati i poteri ispettivi.

Con riferimento ai promotori finanziari l'attività istruttoria ha condotto all'avvio di cinque procedimenti sanzionatori per violazioni delle norme che prevedono limitazioni all'uso del contante e dei titoli al portatore e delle disposizioni sull'adeguata verifica della clientela.

10 Gli interventi sanzionatori

10.1 La sentenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo

La Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, nella cosiddetta 'sentenza Grande Stevens' (depositata il 4 marzo 2014), ha esaminato il tema della conformità della regolamentazione sanzionatoria Consob (delibera 15086/2005) ai principi dell'equo processo sanciti dall'art. 6 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo, con riguardo alle sanzioni amministrative per abusi di mercato. La Corte, nel presupposto della natura «*sostanzialmente penale*» di dette sanzioni, ha constatato profili di «*mancanza di imparzialità oggettiva della CONSOB*» e di «*mancata conformità del procedimento dinanzi ad essa con il principio del processo equo*», ma ha affermato - sulla scorta della propria costante giurisprudenza - che tali constatazioni «*non sono comunque sufficienti per poter concludere che nel caso di specie vi è stata violazione dell'articolo 6*» della Convenzione, posto che i provvedimenti sanzionatori sono sottoposti al successivo vaglio giurisdizionale di un organo di piena giurisdizione. La Corte EDU ha ravvisato una violazione dell'art. 6 della CEDU solo nel caso specifico ed esclusivamente in quanto – nel giudizio promosso innanzi alla Corte d'Appello di Torino dal sig. Grande Stevens e dagli altri ricorrenti – non vi è stata una udienza pubblica.

Successivamente alla sentenza Grande Stevens, le Corti d'Appello adite da destinatari di provvedimenti sanzionatori Consob, in tutte le materie di competenza, hanno escluso la sussistenza di profili di illegittimità derivanti dalla particolare «*conformazione regolamentare*» del procedimento sanzionatorio. Anche il TAR del Lazio, innanzi al quale sono state proposte domande di annullamento del Regolamento Consob 15086 del 2005, ha

«*escluso la necessità di un intervento normativo strutturale sulla disciplina del procedimento*» a seguito della sentenza Grande Stevens. Nell'ambito di quei giudizi, il Consiglio di Stato (in sede cautelare) aveva invece ritenuto sussistere un obbligo di adeguamento della regolamentazione sanzionatoria Consob alla sentenza della Corte EDU.

Nella medesima sentenza - e sempre con riguardo alle sanzioni per abusi di mercato, improntate nell'ordinamento italiano al principio del 'doppio binario sanzionatorio', amministrativo e penale - la Corte EDU ha ritenuto applicabile il 'divieto di un secondo giudizio' (cosiddetto *ne bis in idem*, art. 4 del Protocollo n. 7 alla Convenzione), ritenendo precluso, a fronte di una medesima condotta, l'avvio di un procedimento penale successivamente all'applicazione in via definitiva di sanzioni amministrative (stante la loro natura «*sostanzialmente penale*»). Conseguentemente, la Corte ha ordinato la conclusione nel più breve tempo possibile dei procedimenti penali pendenti nei confronti dei ricorrenti.

Sulla vicenda il Consiglio di Stato si è espresso in via definitiva con sentenze depositate il 26 marzo 2015. I Giudici hanno statuito che il Regolamento Consob in materia di sanzioni «*non presenta motivi di contrasto con l'art. 6, par. 1, della CEDU*» e hanno riconosciuto che «*Rispetto ai precetti costituzionali non emergono profili di illegittimità*». Il Consiglio di Stato ha, peraltro, ravvisato un profilo di incompatibilità della regolamentazione Consob con le previsioni contenute negli artt. 187-*septies* e 195 del Tuf. con riguardo alla mancata possibilità, per i soggetti nei confronti dei quali è stato avviato un procedimento sanzionatorio, di controdedurre rispetto alla Relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative. Il Consiglio di Stato ha, comunque, ritenuto inammissibili gli originari ricorsi al TAR per difetto di interesse ad agire, posto che l'impugnativa della regolamentazione sanzionatoria Consob era stata proposta da soggetti non ancora sanzionati. La Consob sta comunque valutando la possibilità di apportare modifiche al testo regolamentare volte a rafforzare il contraddittorio.

10.2 I provvedimenti sanzionatori

Nel 2014 sono stati portati a compimento 160 procedimenti sanzionatori (142 nel 2013), dei quali 140 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni (135 nel 2013). L'importo complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a circa 20,6 milioni di euro, rispetto ai 32,5 milioni del 2013. Nel corso dell'anno sono state, inoltre, comminate sanzioni accessorie interdittive per complessivi 156 mesi (231 mesi nel 2013) e, ad esito di procedimenti per violazioni in materia di abusi di mercato, sono stati confiscati beni per un valore corrispondente a circa 396 mila euro (1,8 milioni di euro nel 2013).

I provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti di intermediari finanziari, per violazione delle regole generali di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi e delle attività d'investimento e nella gestione dei

conflitti d'interessi, sono stati in totale 16 (14 nel 2013), mentre quelli assunti in relazione alla prestazione non autorizzata dei servizi di investimento nonché all'abusiva offerta fuori sede degli stessi, sono stati in totale 6.

Inoltre, a conclusione di procedimenti avviati per violazioni della disciplina degli emittenti e dell'informativa al pubblico sono stati assunti 40 provvedimenti sanzionatori. Tra questi, si segnalano quelli concernenti violazioni dei doveri gravanti sugli organi di controllo degli emittenti (art. 149, comma 1 e comma 3, del TUF) che sono stati in totale 8 e hanno riguardato 30 componenti di collegi sindacali di società quotate.

Con riguardo ad accertate violazioni della disciplina in materia di abuso di informazioni privilegiate (art. 187-bis, del Tuf) e manipolazione del mercato (art. 187-ter, del Tuf) sono stati in totale 9 i provvedimenti sanzionatori assunti nel corso dell'anno (14 nel 2013), di cui 2 hanno riguardato fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e 7 integranti casi di accertata manipolazione del mercato.

Nel 2014 è stata altresì accertata una violazione dell'art. 187-*quinquiesdecies*, del Tuf da parte di una persona fisica, con applicazione di una sanzione pecuniaria pari a 50 mila euro.

Con riferimento ai promotori finanziari, nell'anno 2014 sono stati adottati complessivamente 68 provvedimenti sanzionatori (63 nel 2013). Sono state inoltre effettuate 24 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte (a fronte delle 27 del 2013).

Nel 2014 è stato adottato un provvedimento sanzionatorio per violazioni della vigente disciplina in materia di *transaction reporting* previsti dall'art. 65, comma 1, *lett. b)* del Tuf e dall'art. 23 del Regolamento Consob 16190/2007 (per maggiori dettagli si veda il Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori', Parte C).

11 Seminari e convegni

Per celebrare i 40 anni dalla sua istituzione, nel 2014 la Consob ha organizzato un ciclo di quattro seminari, con l'obiettivo di stimolare il dibattito sui profili evolutivi della regolazione e della vigilanza dei mercati finanziari.

In particolare, il primo seminario ha avuto ad oggetto le prospettive di riforma dell'Amministrazione e controllo nelle società quotate; il secondo ha riguardato i profili evolutivi nell'attività di vigilanza e di *enforcement* dell'Istituto; il terzo è stato dedicato alle nuove regole per favorire lo sviluppo dei mercati; il quarto e ultimo seminario ha esaminato le nuove tendenze in materia di informazione finanziaria e tutela degli investitori.

Inoltre, sono stati organizzati numerosi eventi nel corso dei quali sono state presentate le pubblicazioni curate dall'Istituto in materia di analisi della congiuntura e assetti proprietari delle società quotate italiane. Si è altresì tenuto un seminario sulla Relazione annuale per il 2013 e *workshop* dedicati all'approfondimento delle misure attuative della disciplina EMIR e MiFID2.

Le linee di indirizzo per il 2015 IV

1 Le aree di rischio e gli obiettivi operativi

Nel seguito sono illustrati gli obiettivi operativi dell'Istituto per l'anno 2015, suddivisi rispetto alle aree di vigilanza relative, rispettivamente, a mercati, emittenti e intermediari. Sono altresì dettagliate le iniziative programmate al fine di migliorare i processi organizzati e le infrastrutture informatiche a supporto della vigilanza.

1.1 La vigilanza sui mercati

Il proliferare di più sedi di negoziazione in concorrenza tra loro può generare vantaggi in termini di innovazione, aumento del 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*, tuttavia, la presenza di più *trading venues* può compromettere il buon funzionamento dei mercati finanziari, conducendo alla frammentazione della liquidità e minando l'efficienza del processo di formazione dei prezzi.

In questo contesto, è cruciale garantire l'efficacia dei presidi introdotti dalla MiFID in termini di trasparenza delle negoziazioni e *best execution* attraverso la vigilanza in materia di obblighi informativi implementati dalle *trading venues*, costi di accesso alle informazioni sostenuti dagli utenti e deroghe alla trasparenza *pre-trade* richieste dalle *trading venues* europee (fermo restando il controllo sugli obblighi di trasparenza *post*-negoziazione a carico degli intermediari per l'operatività Otc e sui canali utilizzati a tal fine).

In questa ottica, la Consob proseguirà nel rafforzamento dell'attività di vigilanza sui flussi informativi a sua disposizione, migliorandone l'organizzazione sul piano informatico e verificando 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*). L'Istituto continuerà, inoltre, a potenziare i controlli sull'adempimento degli obblighi di *transaction reporting* e trasparenza *post*-negoziazione, anche attraverso apposite funzionalità informatiche.

Nel 2015, l'Istituto continuerà a monitorare la diffusione di tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza (*high frequency trading* o HFT).

A livello comunitario, i temi del trading algoritmico, dell'HFT e dei presidi e controlli funzionali a minimizzarne il potenziale impatto negativo sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni e sull'integrità dei mercati hanno ricevuto significativo riconoscimento con gli orientamenti ESMA sul trading automatizzato, successivamente ripresi nella MiFID2 e oggetto di ulteriore dettaglio nelle misure di livello 2 dell'ESMA di prossima emanazione.

L'azione di vigilanza in tale ambito sarà orientata al puntuale monitoraggio della qualità dei requisiti organizzativi e di controllo delle *trading venues* (mercati regolamentati, Mtf e IS) e delle imprese di investimento. In tal senso, la già menzionata Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia (si veda il paragrafo 1.1 del precedente Capitolo III) ha fornito importanti elementi informativi. Particolare attenzione verrà dedicata, inoltre, all'adeguamento ai *regulatory technical standard* dell'ESMA, emanati ai sensi della MiFID2, da parte delle piattaforme di negoziazione.

La Consob intende rafforzare, nel corso del 2015, i presidi alla trasparenza e integrità dei mercati e il contrasto a fenomeni di manipolazione informativa attraverso il potenziamento dell'efficacia degli interventi *ex* artt. 114 e 115 del Tuf. A tal fine, è stata avviata l'elaborazione di linee di indirizzo sull'utilizzo dei poteri in materia di informazione societaria.

La riflessione trae spunto da un'analisi delle concrete modalità di utilizzo di tali poteri nonché dall'evoluzione normativa in atto (con particolare riferimento alla Direttiva MAD2 e Regolamento MAR, applicabili a partire dal 3 luglio 2016, e alle modifiche alla Direttiva *Transparency* 2004/109/CE, introdotte dalla Direttiva 2013/50/UE, che troveranno piena applicazione entro il mese di novembre 2015). Saranno inoltre elaborati specifici criteri relativi all'utilizzo di tali poteri, che contemplino la valutazione della diversa natura e materialità delle informazioni.

La Consob proseguirà, contestualmente, ad adeguare gli indirizzi per la corretta informazione del mercato già forniti attraverso Comunicazioni e Raccomandazioni ai già menzionati mutamenti del contesto normativo nazionale e comunitario. In collaborazione con Borsa Italiana valuterà la necessità di aggiornamento o integrazione degli Schemi di comunicati *price sensitive* da quest'ultima predisposti. Sarà altresì verificata le possibilità di migliorare il processo di diffusione di notizie economico-finanziarie tramite i media, anche congiuntamene all'Ordine dei giornalisti, e tramite le raccomandazioni di investimento diffuse dagli analisti.

Un'area rispetto alla quale la Consob sarà in grado di esercitare una vigilanza più incisiva, per effetto dell'evoluzione del quadro normativo di riferimento, è quella dei mercati dei derivati. L'entrata in vigore nel febbraio 2014 degli obblighi di *reporting* imposti dalla normativa EMIR e l'avvio delle segnalazioni dei contratti derivati conclusi, sul mercato e fuori mercato, in tutta l'Unione hanno reso disponibili informazioni di dettaglio sull'operatività

in derivati. Tali informazioni sono custodite dai sei *trade repository* registrati presso l'ESMA e sono accessibili alle Autorità per gli scopi e nei limiti dei rispettivi mandati di vigilanza.

Nel corso del 2015, l'Istituto si propone di monitorare il grado di *compliance* degli operatori agli obblighi previsti dalla nuova normativa sia attraverso richieste di informazioni ai soggetti vigilati, sia attraverso la vigilanza sui dati dei *trade repositories*. Proseguirà inoltre la partecipazione ai gruppi di lavoro ESMA dedicati al regime di *reporting* ai sensi di EMIR, per promuovere ogni iniziativa utile al miglioramento della qualità dei dati custoditi dai *trade repositories*. Infine, si darà seguito all'attività di *industry education*, al fine di rendere i soggetti vigilati pienamente consapevoli dei nuovi adempimenti cui è sottoposta l'operatività in derivati, con particolare riferimento alla qualità dei dati trasmessi per l'adempimento dell'obbligo di *reporting*.

1.2 La vigilanza sugli emittenti

Con riguardo alla vigilanza sull'informazione economico-finanziaria relativa a emittenti di strumenti finanziari negoziati nei mercati italiani o diffusi al pubblico, la Consob continuerà a presidiare il rischio, alimentato dall'attuale contesto macroeconomico, di disallineamenti fra andamento di mercato dei titoli e informativa disponibile agli investitori, in termini di contenuto e di tempistica. Proseguiranno, pertanto, gli sforzi mirati ad assicurare la correttezza e la completezza delle informazioni fornite al pubblico sulle società quotate, anche attraverso l'utilizzo più strutturato e organico delle informazioni di tipo 'derivato' (raccomandazioni degli analisti e giudizi di rating). In quest'ottica, si intendono affinare i criteri di vigilanza ai fini delle richieste di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento, anche con l'obiettivo di favorire una riduzione dei *rumours* relativi alle raccomandazioni stesse.

Con particolare riferimento alle informazioni diffuse tramite i media, la Commissione valuterà i rischi legati a una non corretta rappresentazione della situazione economico-finanziaria degli emittenti anche alla luce dell'art. 114, comma 7, del Tuf, il quale dispone che «*per i giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale la diffusione delle informazioni va valutata tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione, salvo che tali soggetti traggano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un profitto dalla diffusione delle informazioni*».

A fronte di un quadro macroeconomico dalle prospettive incerte, si manterrà elevata l'attenzione sugli emittenti in crisi. Al fine di rendere più tempestiva ed efficace la vigilanza, si procederà alla standardizzazione dell'informativa che gli emittenti dovranno fornire in occasione di operazioni di finanza straordinaria e di processi di rafforzamento patrimoniale. Saranno altresì posti in atto interventi di razionalizzazione e miglioramento della

disciplina e delle procedure per la revoca dei titoli di società in crisi dalla quotazione e dall'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico.

La Commissione continuerà a impegnarsi nella individuazione di strumenti operativi e interventi normativi in grado di semplificare il processo di quotazione delle imprese, nel rispetto della tutela degli investitori. Nel corso del 2014 sono peraltro intervenute modifiche alla normativa vigente che orientano l'attenzione dell'Istituto su alcune tematiche specifiche.

In particolare, il già menzionato d.l. 91/2014, in vigore da giugno, oltre ad apportare rilevanti cambiamenti alla disciplina del diritto di voto nelle società per azioni, contiene misure volte a favorire la quotazione delle piccole e medie imprese, che modificano il Tuf e semplificano il regime applicabile alle altre società.

Nel corso del 2015 la Consob intende individuare gli emittenti che hanno modificato lo statuto in applicazione delle disposizioni del Decreto, al fine di verificare la corretta applicazione della nuova disciplina.

L'Istituto continuerà a prestare particolare attenzione ai possibili conflitti di interessi tra azionisti di controllo e di minoranza, che la bassa redditività delle società quotate potrebbe esacerbare. In particolare, la Commissione affiancherà all'azione di valutazione sistematica di tutte le società del Ftse Mib, in merito al rischio di operazioni con parti correlate di natura espropriativa, l'attività di vigilanza sulla qualità degli assetti di *governance* per le società di minori dimensioni, individuate secondo uno specifico modello di analisi *risk based*.

Inoltre, saranno analizzati nel dettaglio tutti gli ostacoli che di fatto limitano la partecipazione dei piccoli azionisti alle assemblee e si provvederà a dettagliare in una apposita comunicazione gli indirizzi e gli adempimenti previsti per la partecipazione dei piccoli azionisti alle assemblee nonché l'applicazione della disciplina in materia di identificazione dei soci.

Date le peculiarità delle norme che regolano l'assemblea e la distinzione tra soci e azionisti delle società cooperative quotate, particolare attenzione sarà riservata alle modalità di tenuta e gestione del libro soci nell'ambito di queste società.

Infine, nel corso del 2015 continueranno i controlli volti all'individuazione di patti occulti in società nelle quali siano emerse particolari modificazioni della compagine azionaria per migliorare la trasparenza dei processi decisionali in ambito societario.

1.3 La vigilanza sugli intermediari

La perdurante congiuntura economica sfavorevole, le ripercussioni sulla redditività e le maggiori esigenze di *funding* degli istituti di credito continuano ad alimentare i rischi, già evidenziati nel 2014, di conflitti di

interessi e abbassamento degli standard di trasparenza nell'ambito della distribuzione dei prodotti *non equity* emessi da intermediari bancari.

Per far fronte a tali rischi, l'Istituto intende rimodulare, semplificare e rendere omogenea l'attività istruttoria relativa ai documenti di offerta dei prodotti *non equity* degli emittenti bancari, alla luce della recente evoluzione normativa comunitaria, avvalendosi delle evidenze relative all'analisi di un campione di prospetti passaportati nonché avviando la predisposizione di format, sentite l'industria e le associazioni dei consumatori. Sarà inoltre svolto un monitoraggio delle macro-caratteristiche strutturali dei prodotti finanziari emessi a valere su prospetti, anche al fine di attivare azioni di vigilanza in termini di trasparenza informativa e di correttezza dei comportamenti degli intermediari.

Con particolare riferimento ai prodotti assicurativi, la Consob attiverà la vigilanza informativa nei confronti di intermediari che (in collaborazione con l'impresa di assicurazione emittente) hanno svolto un ruolo significativo nella ideazione nonché nella distribuzione di prodotti assicurativi a contenuto finanziario e condurrà un'analisi dei prodotti multi-ramo sulla base della documentazione reperita sui siti internet. Inoltre, l'Istituto effettuerà un'analisi campionaria dei prospetti informativi depositati dalle imprese di assicurazione, anche allo scopo di cogliere innovazioni di prodotto nonché eventuali criticità rilevanti per valutazioni in ordine alle modalità di distribuzione (e, in prospettiva, l'eventuale adozione delle misure di *product intervention* che entreranno in vigore con l'attuazione della MiFID2).

La Commissione intende intensificare il monitoraggio e la vigilanza relativa agli intermediari bancari anche tramite accertamenti ispettivi, alla luce delle rilevanti novità apportate dalla MiFID2. Tali accertamenti si focalizzeranno sulle attività di consulenza e sulle verifiche di adeguatezza (profilatura clientela e rischio di concentrazione); inoltre, con riguardo a specifici prodotti, si esaminerà il processo di *governance* all'interno dell'intermediario rispetto alla definizione dei *target market*, dei bisogni serviti, del *pricing*, delle politiche commerciali e di incentivazione.

Continuerà, inoltre, l'attività di affinamento dei modelli di vigilanza *risk based*, con particolare attenzione alla fase di individuazione delle criticità (*detection*). A tal proposito, si proseguirà l'attività di monitoraggio e revisione dei sistemi di *early warning* e di rating relativi a intermediari, Sim e intermediari-rete, al fine di intercettare fenomeni maggiormente critici che potrebbero segnalare il rischio di non conformità delle condotte. Verrà anche sviluppato un modello di vigilanza dei gestori di portali *online* di raccolta di capitali di rischio delle imprese start up innovative (*equity crowdfunding*).

Verrà altresì aggiornato il complesso delle informazioni raccolte dai soggetti vigilati con la modifica del Manuale degli obblighi informativi dei soggetti vigilati e sarà migliorata l'integrazione dei dati con le informazioni

disponibili presso la Banca d'Italia. A tal fine, verranno approfondite eventuali necessità di revisione del protocollo d'intesa a seguito dell'innovato assetto di competenze introdotto dal Meccanismo di vigilanza unico.

Per quanto concerne i fondi immobiliari, anche nel 2015 permane la necessità di gestire il rischio di liquidabilità degli *asset* detenuti in portafoglio in presenza di una congiuntura sfavorevole. Per prevenire il rischio di possibili penalizzazioni per gli investitori e l'applicazione di procedure non conformi a canoni di correttezza, la vigilanza sulle Sgr sarà focalizzata sulle iniziative tese alla dismissione del patrimonio dei fondi immobiliari, con particolare riguardo alla coerenza con il *business plan* dei comportamenti dei gestori delle Sgr immobiliari in prossimità della scadenza dei fondi destinati agli investitori al dettaglio.

1.4 Il miglioramento dei processi organizzativi e delle infrastrutture informatiche

Oltre agli obiettivi istituzionali sopra esposti, si rappresentano nel seguito anche alcune delle principali iniziative progettuali volte a migliorare le infrastrutture di natura organizzativa e informatica dell'Istituto.

L'Istituto sta svolgendo una dettagliata analisi dei processi interni nell'ambito della strategia di prevenzione del fenomeno corruttivo delineata dalla legge 190 del 6 novembre 2012. Tale legge prevede diversi strumenti di lotta alla corruzione e all'illegalità nella pubblica amministrazione, non solo di tipo repressivo ma anche di tipo preventivo.

Tra questi ultimi rientrano l'individuazione, l'analisi e la ponderazione del rischio di evento corruttivo nell'ambito di ciascun processo, al fine di decidere quali rischi trattare prioritariamente rispetto agli altri, nonché valutare le misure che devono essere predisposte per neutralizzare o ridurre gli stessi.

La ricostruzione del sistema dei processi organizzativi rappresenta, quindi, il presupposto per l'individuazione del rischio di emersione del fenomeno corruttivo sui singoli processi svolti dall'Istituto e costituisce anche un elemento di rilievo per il *management*, in quanto consente di definire nuove *policy* o modalità di vigilanza e di realizzare gli interventi correttivi/adattativi ritenuti più opportuni. Si procederà inoltre all'individuazione di un primo set di *Key Performance Indicators* (KPI) per un monitoraggio puntuale dei processi maggiormente significativi.

2 Le attività in materia di educazione finanziaria

I progetti avviati dalla Consob nell'ambito della Carta degli Investitori nel 2014 (tra i quali la realizzazione di un portale di educazione finanziaria) identificano l'educazione finanziaria quale uno degli strumenti

che, a corredo di regolamentazione, supervisione ed *enforcement*, può contribuire a innalzare il tasso di immunizzazione del sistema finanziario nel suo complesso (si veda il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore', Parte C).

Incentivare e sostenere una politica pubblica di educazione finanziaria significa promuovere la consapevolezza dei risparmiatori sui propri diritti in ambito finanziario e sulla corretta attivazione delle forme di tutela previste dall'ordinamento, garantendo la sostenibilità economica della regolamentazione e l'effettività del sistema delle tutele.

Da tale prospettiva prendono spunto le varie iniziative che, considerate nel loro complesso, costituiscono il Piano di *investor education* dell'Istituto per il 2015.

Il Piano suddetto si caratterizza per l'individuazione dei potenziali destinatari (investitori *retail*, formatori e studenti) e per l'utilizzo di due strumenti principali di divulgazione: il portale internet di educazione finanziaria e la formazione tramite lezioni/seminari frontali nelle scuole e per le Associazioni dei consumatori.

Tra gli argomenti considerati nel piano vi è l'approfondimento di alcune tematiche di particolare interesse per gli investitori *retail*, come ad esempio la conoscenza degli strumenti finanziari – alcuni dei quali di recente diffusione sul mercato – che possono rivelarsi di più difficile comprensione per il risparmiatore in vista delle loro caratteristiche di complessità/illiquidità. Tali informazioni saranno rese disponibili sul portale di *investor education* per consentirne una facile reperibilità.

In tema di rapporti tra la Consob e le Associazioni dei consumatori, il piano valorizza la funzione di riferimento delle Associazioni stesse sul territorio nazionale per i cittadini sulle tematiche operative relative al processo di investimento. Al riguardo nel 2014 è stato avviato il primo ciclo di formazione per i referenti delle stesse al fine di favorire il loro aggiornamento sulle tematiche citate, in modo da innalzare la qualità delle interlocuzioni con i risparmiatori e mantenere un canale informativo costante con l'Istituto (cosiddetta 'formazione dei formatori').

Il ciclo suddetto si è concentrato sui seguenti argomenti: competenze istituzionali della Consob, servizi di investimento, finanza comportamentale, abusivismi finanziari, gestione degli esposti e Camera di conciliazione e arbitrato

Nel 2015 il programma di formazione sarà integrato con spazi di approfondimento specifici in aggiunta alle forme seminariali classiche già effettuate, assicurando il mantenimento dell'attenzione (anche) su casi pratici più ricorrenti e di particolare rilevanza per le associazioni e la loro utenza di riferimento.

La definizione dei contenuti del Piano di *investor education* beneficerà anche dei risultati delle ricerche intraprese dalla Consob in materia di finanza comportamentale, con particolare riferimento alle evidenze

di un *consumer testing* volto a verificare le relazioni tra rappresentazione del rischio, percezione del rischio e scelte di investimento.

Il *consumer testing* è stato svolto in collaborazione con l'Università Politecnica delle Marche. In dettaglio, sono state sottoposte a circa 260 investitori, clienti di otto banche che hanno collaborato all'estrazione del campione, modalità alternative di rappresentazione delle caratteristiche di alcuni prodotti finanziari al fine di raccoglierne il giudizio in termini di complessità, utilità e rischio percepiti. La metodologia di analisi, che si ispira alle indicazioni delle scienze cognitive, è stata condivisa con il Joint Committee delle ESAs nell'ambito dei lavori di definizione degli standard tecnici di attuazione del Regolamento PRIIPS.

Uno degli obiettivi del Piano di *investor education* è, inoltre, di proseguire gli intenti tracciati dal Protocollo di intesa in materia di educazione finanziaria del giugno 2010 (stipulato con Antitrust, Banca d'Italia, Covip e Isvap), ad oggi solo parzialmente attuato. La Consob intende partecipare attivamente e in condivisione con le altre Autorità di vigilanza alla definizione di linee guida del piano strategico nazionale al fine di porre in essere una politica unitaria in tema di educazione finanziaria intesa come mezzo per: i) innalzare i livelli di protezione degli individui, ii) promuoverne la fiducia nei mercati finanziari e iii) stimolare una più attenta attività di pianificazione finanziaria e investimento.

Un ulteriore ambito di interesse per l'educazione finanziaria è stato individuato nelle scuole, che rappresentano l'ambito naturale di diffusione dei contenuti del portale di *investor education*. I destinatari saranno sia gli studenti (anche attraverso giochi interattivi e lezioni frontali in classe), sia gli stessi professori, nella loro qualità di 'formatori-divulgatori', attraverso dei seminari *ad hoc* per categorie omogenee di discipline.

Infine, l'esperienza operativa maturata sinora ha evidenziato la necessità di migliorare l'attuale sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie nella materia dei contratti finanziari al fine di potenziare la tutela degli investitori *retail*. La Consob si è già adoperata in tal senso, presentando una proposta di introduzione di un meccanismo di risoluzione stragiudiziale ad adesione obbligatoria da parte degli intermediari, nei primi mesi del 2014, alla Presidenza del Consiglio, al Ministero dell'Economia e delle Finanze e al Ministero della Giustizia.

Il recepimento della Direttiva 2013/11/UE (Direttiva ADR), sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori, potrebbe costituire l'occasione per procedere in questa direzione.

L'auspicata modifica consentirebbe di sostituire all'attuale Camera di Conciliazione e Arbitrato un nuovo Organismo di risoluzione stragiudiziale delle liti tra investitori al dettaglio e intermediari, in materia di servizi di investimento. L'Organismo, da definire sulla base del modello dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF) istituito presso la Banca d'Italia, consentirebbe di

conseguire un incremento tangibile della tutela dei contraenti deboli con una sensibile riduzione dei tempi e dei costi rispetto alla giustizia civile.

Tale innovazione contribuirebbe a migliorare i rapporti tra intermediari e clientela, innalzando la fiducia del pubblico negli operatori finanziari e alimentando un meccanismo di deterrenza reputazionale in grado di orientare i prestatori di servizi bancari e finanziari verso comportamenti virtuosi.

3 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Anche nel corso del 2014 particolare attenzione è stata posta nella realizzazione di iniziative di razionalizzazione e contenimento della spesa, con particolare riferimento a quella corrente. Dei risultati conseguiti su tale fronte hanno formalmente e positivamente preso atto gli organi - interni ed esterni - preposti al controllo sulla gestione finanziaria dell'Istituto (si veda il Capitolo IX 'L'attività di supporto e la cooperazione internazionale', Parte C).

Tale trend proseguirà nel corso del 2015 e troverà ulteriori forme di concretizzazione anche a seguito della recente stipula della convenzione con l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato per la gestione in comune di servizi di *back office* (affari generali, gestione del patrimonio, servizi tecnico/logistici e connesse attività contrattuali), in attuazione delle previsioni di cui all'art. 22 del decreto legge 90/2014.

Si tratta di iniziativa fortemente innovativa - che potrà essere replicata, previa verifica dei relativi presupposti, anche con altre Autorità indipendenti - la cui attuazione sta già comportando una significativa riconsiderazione di prassi e procedure operative e dalla quale si attendono, in una prospettiva evolutiva di breve ma soprattutto di medio periodo, significativi benefici in termini funzionali e di miglioramento della qualità della spesa.

Tra le iniziative attuative del richiamato art. 22 del d.l. 90/2014 si pone anche la definizione, tra le Autorità indipendenti indicate al comma 1 del medesimo articolo, di una convenzione per l'espletamento in comune delle procedure concorsuali per l'assunzione di personale, la cui realizzazione ha comportato lo svolgimento congiunto di una serie di approfondimenti tecnici, oramai in fase conclusiva.

Attività degne di nota, inoltre, sono state poste in essere nel corso del 2014 per dare compiuta attuazione alla normativa in tema di trasparenza amministrativa (d.lgs. 33/2013) e, nello stesso tempo, perseguire più ampi obiettivi di razionalizzazione operativa e di minimizzazione dei costi, oltre che di miglioramento della qualità dei servizi erogati all'utenza.

In tale contesto, a seguito dell'approvazione a fine 2013 del regolamento attuativo del d.lgs. 33/2013, è stato varato ad aprile 2014 il primo Programma triennale per la trasparenza e l'integrità. Oltre a dare conto della struttura del sito internet istituzionale - con particolare riferimento alla sezione "Autorità trasparente",

quale principale veicolo per dare attuazione alle disposizioni normative – il Programma illustra il processo d'attuazione, disciplina il flusso organizzativo interno per l'aggiornamento costante delle informazioni rilevanti ed enuncia le iniziative programmate per il triennio 2014/2016, tese a favorire la trasparenza e la diffusione all'interno dell'Istituto della cultura dell'integrità. La prima 'Giornata della trasparenza', organizzata a fine 2014, ha rappresentato l'occasione per illustrare alle Associazioni dei consumatori le iniziative realizzate e quelle programmate, così da favorire un clima di collaborazione e stimolo anche sulle tematiche della trasparenza amministrativa.

Per il 2015 l'impegno dell'Istituto è nel senso non solo di tenere costantemente adeguato il set di dati e notizie a disposizione degli utenti alle prescrizioni di cui alla normativa di riferimento, ma anche di incrementare sotto il profilo quali-quantitativo il flusso informativo accessibile agli *stakeholders*, anche attraverso la messa a disposizione di manualistica riferita alle varie tipologie di procedimenti amministrativi di competenza Consob.

Le azioni realizzate e quelle in itinere a fini di trasparenza non vanno considerate solo quale strumento per l'adempimento di obblighi normativamente previsti, rientrando piuttosto nell'ambito delle iniziative strategiche e misure operative funzionali a rendere più efficienti i canali informativi e di relazioni con l'esterno.

Vanno ricompresi in tale ambito, tra gli altri, i processi avviati a metà 2013 e progressivamente ampliatisi e consolidatisi nel corso del 2014, di ottimizzazione della gestione dematerializzata dei flussi documentali interni e da/verso l'Istituto, i cui benefici a fini di contenimento dei costi e di miglioramento dei servizi resi sono già chiaramente percepibili. Inoltre, è stata completata a metà 2014 la redazione del Manuale per la gestione dei flussi documentali dell'Istituto, per il quale ci si è avvalsi del proficuo contributo tecnico dell'Agenzia per l'Italia Digitale (AGID). Ulteriori iniziative in tema di digitalizzazione saranno assunte nell'anno in corso, anche a fini di adeguamento alla oramai copiosa normativa attuativa del Codice dell'Amministrazione Digitale (CAD).

È in avanzata fase realizzativa e troverà attuazione entro la prima metà del corrente anno anche un altro importante progetto, ossia la ristrutturazione architetturale, applicativa e grafica del sito internet istituzionale.

Un forte elemento innovativo del nuovo sito è dato dalle modalità di interfaccia, incentrate ora su tre Aree dedicate (informazioni di pubblica utilità, servizi per gli operatori, risparmiatori, iniziative di *investor education*). Le Aree per gli operatori professionali e i risparmiatori saranno contrassegnate da una sempre più spiccata interattività, in una logica di effettivo servizio e di valore aggiunto per l'utenza. I primi, una volta accreditatisi con login e password, potranno infatti gestire attraverso il sito anche gli adempimenti previsti dalla normativa di riferimento, oltre che acquisire in tempo reale ogni informazione utile per lo svolgimento della relativa

attività sui mercati. I secondi potranno trasmettere esposti e segnalazioni avvalendosi del canale telematico e contare, altresì, su strumenti di *investor education* mirati e strutturati in funzione delle rispettive esigenze, nell'intento di fornire un contributo al miglioramento della cultura finanziaria dei cittadini.

Nel corso del 2015 saranno altresì accresciuti, attraverso il potenziamento delle innovazioni tecnologiche e di processo, anche i canali di comunicazione e scambi informativi con l'ESMA, verso la quale si indirizzano - in adempimento dei vincoli di matrice comunitaria e sulla base di standard europei condivisi - flussi di dati strutturati sempre più corposi.

4 La gestione finanziaria e il finanziamento dell'Istituto

Per quanto riguarda la gestione finanziaria, nel 2014 la spesa corrente si è attestata a 115,6 milioni di euro, con un incremento di 4,9 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2013. Tali maggiori spese derivano essenzialmente dal trasferimento di risorse finanziarie a favore di altre Autorità indipendenti, introdotto dalla legge di stabilità per il 2014, e dal maggior importo delle spese per il personale, in gran parte compensate dalle minori spese per i componenti della Commissione e dai minori oneri per acquisizione di beni di consumo e servizi rivenienti dall'adozione di misure di contenimento dei costi correnti dell'Istituto (si veda il Capitolo IX 'L'attività di supporto e la cooperazione internazionale', Parte C).

La complessiva spesa 2014 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 (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).

Le entrate complessive del 2014 (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 108,4 milioni di euro, riferibili per il 92,2 per cento circa a contributi di vigilanza e per il restante 7,8 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. 6 luglio 2012, n. 95.

La spesa prevista per l'anno 2015, computata nel rispetto delle norme in materia di *spending review*, assomma a 123,79 milioni di euro e presenta, rispetto all'omologa spesa iniziale per l'anno 2014 un incremento di 2,6 milioni di euro. Detto incremento è principalmente da ricondurre agli interventi di manutenzione straordinaria degli impianti della sede dell'Istituto di Roma, ai maggiori oneri per manutenzione e assistenza sui sistemi

informativi di vigilanza. Le spese per il personale e le spese correnti di funzionamento risultano in linea con le omologhe spese programmate per lo scorso anno grazie alle ulteriori misure di riduzione e di razionalizzazione dei costi di gestione operate. La spesa 2015 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. Tenuto conto del permanere dell'azzeramento del contributo pubblico, le entrate contributive dovute dai soggetti vigilati sono state previste in complessivi 105,94 milioni di euro e risultano incrementate di 4,61 milioni di euro rispetto al dato programmatico 2014.

Nel corso del 2014 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. Sono state, inoltre, avviate le attività di implementazione di un nuovo sistema integrato per la gestione della contabilità finanziaria ed economico-patrimoniale nel rispetto delle norme introdotte dal nuovo Regolamento per l'amministrazione e la contabilità della Consob, approvato con delibera 18540 del 24 aprile 2013, e reso esecutivo dalla Presidente del Consiglio dei Ministri il 23 maggio 2013.

L'evoluzione del quadro di riferimento B

PAGINA BIANCA

I mercati azionari

1 Gli andamenti

Nel corso del 2014, l'andamento dei corsi azionari delle principali economie avanzate ha riflesso l'eterogeneità della congiuntura economica globale. Nell'Area euro la dinamica del Pil è risultata ancora incerta e disomogenea fra paesi, mentre nel Regno Unito le stabili prospettive di ripresa hanno reso più probabile una revisione al rialzo dei tassi di interesse ufficiali nel breve periodo. Negli Stati Uniti la ripresa si è consolidata, mentre in Giappone la netta riduzione dell'ammontare degli investimenti ha più che compensato il lieve aumento dei consumi.

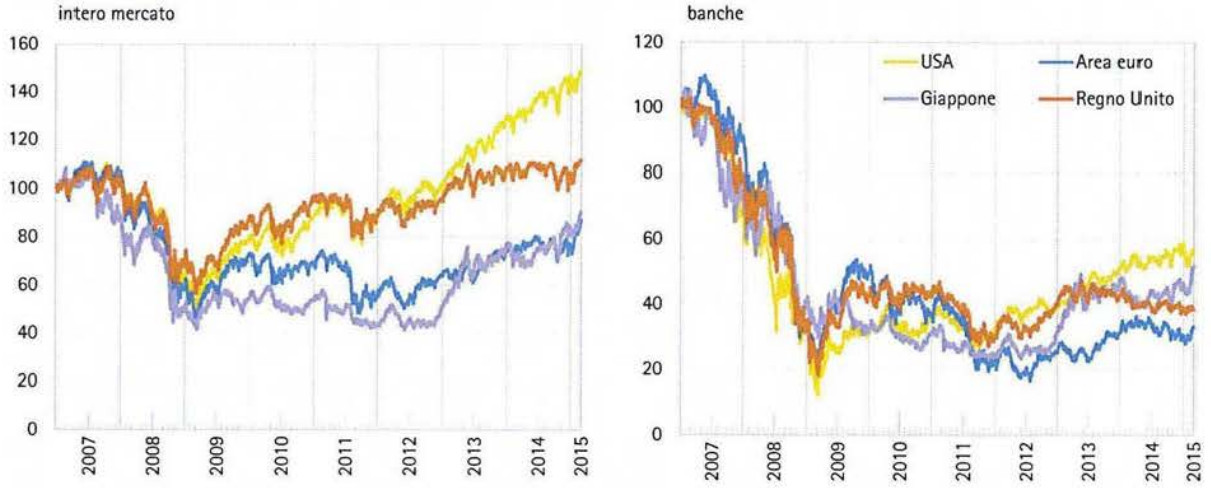
Nell'Area euro l'indice Dow Jones Euro Stoxx è aumentato complessivamente dell'1,2 per cento circa, con un calo nell'ultimo trimestre dell'anno che ha parzialmente compensato la variazione positiva sperimentata nel primo semestre. Incrementi più significativi si sono registrati negli Usa e in Giappone, con lo S&P500 e l'indice azionario Topix cresciuti rispettivamente dell'11 per cento circa e dell'8 per cento, mentre nel Regno Unito il Ftse100 ha subito una flessione del 3 per cento circa. Gli indici di riferimento per il settore bancario hanno registrato una variazione positiva solo negli Stati Uniti (+13 per cento), mentre hanno mostrato un calo del 4 per cento circa in Giappone, 10 per cento nel Regno Unito e 5 per cento circa nell'Area euro (Fig. 1).

Nell'ambito dell'Area euro gli indici dei principali mercati azionari hanno sperimentato un andamento discontinuo, che ha visto il trend favorevole registrato nella prima metà dell'anno interrompersi nell'ultimo trimestre anche a causa dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche legate alla crisi ucraina e all'incertezza politica greca (Fig. 2).

Nel dettaglio, il Dax e l'Ibex hanno guadagnato nel corso dell'anno rispettivamente 2,6 e 3,6 punti percentuali circa, mentre il Ftse100 ha registrato un calo del 2,7 per cento. In Francia e in Italia gli indici di riferimento sono risultati sostanzialmente invariati (-0,5 e +0,2 per cento, rispettivamente).

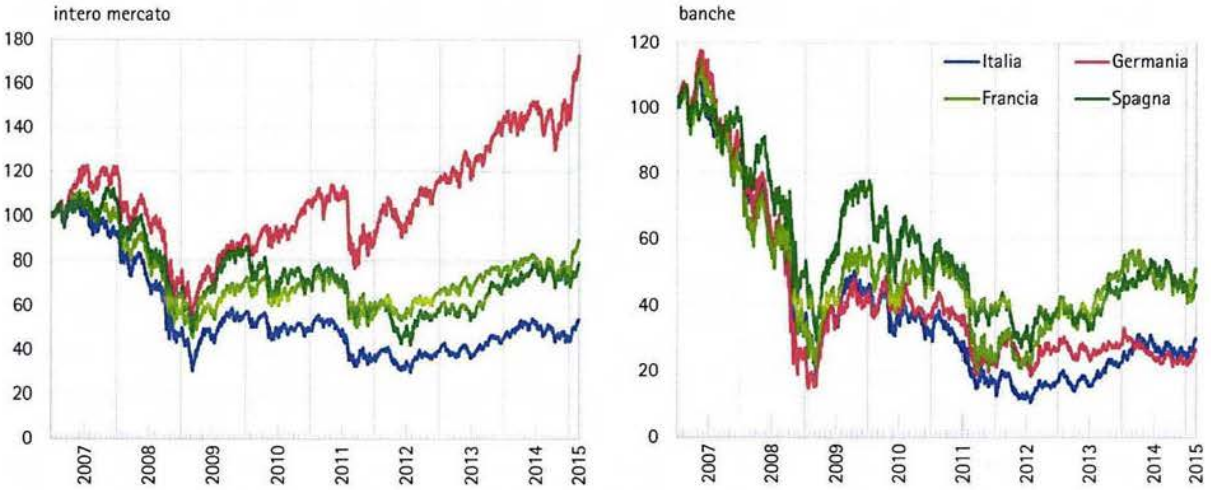
Nel complesso gli indici dei mercati azionari europei continuano ad attestarsi su livelli largamente inferiori rispetto a quanto rilevato prima della crisi *subprime* e del *default* di Lehman (-54 per cento circa a dicembre 2014 rispetto a gennaio 2007 in Italia; -23 e -27 per cento, rispettivamente, in Spagna e in Francia). Solo la Borsa di Francoforte ha guadagnato circa 49 punti percentuali rispetto ai livelli pre-crisi.

Fig. 1 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi avanzati
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 27/02/2015; 01/01/2007=100)



Fonte: Thomson Reuters. 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.

Fig. 2 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi dell'Area euro
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 27/02/2015; 01/01/2007=100)



Fonte: Thomson Reuters. 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.

Per quanto riguarda il settore bancario, nel 2014 i corsi azionari degli istituti di credito italiani hanno sperimentato una crescita sostenuta, benché discontinua (+11 per cento circa), e largamente superiore a quella registrata in Spagna (+1 per cento circa). In Germania e in Francia, invece, gli indici di riferimento hanno subito una flessione pari, rispettivamente, al 20 e 10 per cento.

Nei primi mesi del 2015, nonostante le incertezze connesse all'evoluzione della situazione greca, i mercati azionari europei hanno registrato ampi rialzi.

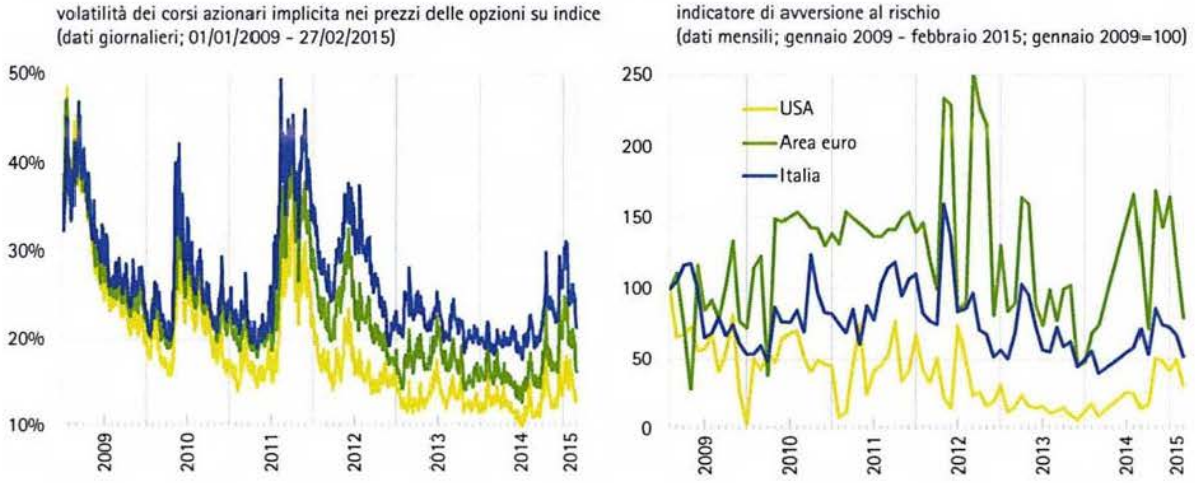
In particolare, da inizio anno il Dow Jones Euro Stoxx 50 è aumentato del 17 per cento circa, mentre i mercati italiano e tedesco hanno guadagnato il 21 per cento circa, seguiti da Francia (+18 per cento) e Spagna (+11 per cento circa). La Borsa di Londra, invece, ha esibito un rialzo più contenuto pari al 4,4 per cento (dati al 27 marzo).

Tale dinamica positiva è riconducibile sia alle attese generate dall'adozione del piano di acquisto di titoli di Stato della BCE (*quantitative easing*) sia al miglioramento delle prospettive di crescita per il biennio 2015-2016, indicate dal Fondo Monetario Internazionale lo scorso gennaio (Riquadro 1).

Il 22 gennaio 2015 la BCE ha annunciato un programma ampliato di acquisti di attività finanziarie di dimensioni pari a circa 1.100 miliardi di euro, che include, oltre agli Abs e ai *covered bonds*, acquisti aggiuntivi di obbligazioni emesse da amministrazioni centrali dell'Area euro, agenzie situate nell'Area e istituzioni europee. Gli acquisti proseguiranno almeno sino a settembre 2016, ma potrebbero essere estesi fino a quando l'inflazione dell'Area non sarà in linea con l'obiettivo del 2 per cento fissato dalla BCE (si veda il successivo Capitolo II 'I mercati non azionari').

L'andamento della volatilità implicita dei corsi azionari e dell'avversione al rischio riflette le discontinuità che hanno caratterizzato i mercati nel corso del 2014 (Fig. 3).

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). Si riporta la media mobile su 3 mesi. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Riquadro 1

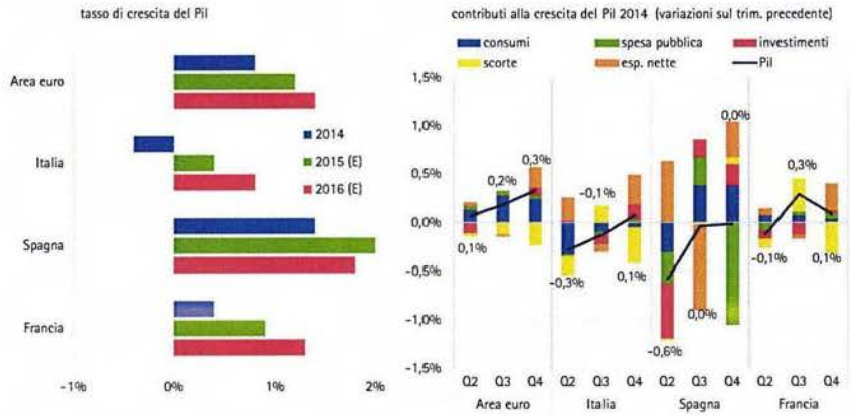
L'attività economica nell'Area euro

Secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, l'Area euro dovrebbe crescere nel biennio 2015-2016 rispettivamente di 1,2 e 1,4 punti percentuali dopo lo 0,4 per cento registrato nel 2014.

L'euro debole continuerà a favorire la competitività dell'Area, come già si è verificato nell'ultimo trimestre del 2014, quando le esportazioni nette hanno contribuito positivamente alla crescita del Pil in tutti i paesi considerati. Negli ultimi mesi dell'anno sono tornati a sperimentare una dinamica favorevole anche gli investimenti e i consumi (questi ultimi in tutte le economie ad eccezione dell'Italia). Il marginale contributo alla crescita della spesa pubblica, invece, riflette i vincoli imposti dai programmi di *spending review*.

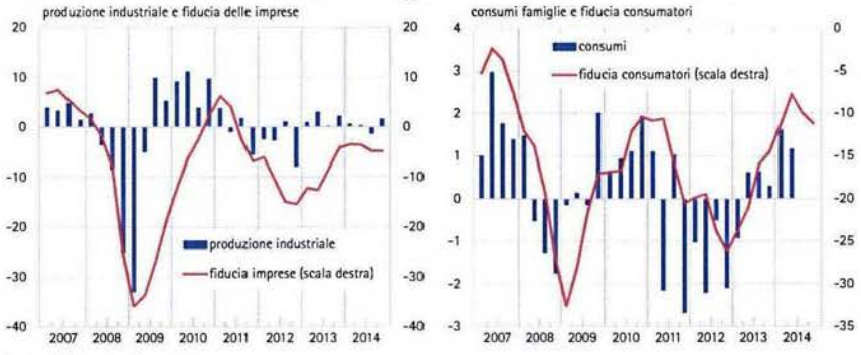
L'Italia, unico tra i paesi avanzati ad aver subito una contrazione del Pil anche nel 2014, dovrebbe tornare a sperimentare variazioni del prodotto interno lordo positive a partire dal 2015 (0,4 per cento a fronte dello 0,8 per cento previsto nel 2016), sebbene più contenute di quelle previste per Spagna (2 e 1,8 per cento, rispettivamente) e Francia (0,9 e 1,3 per cento).

Crescita del prodotto in alcuni paesi dell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati Fondo Monetario Internazionale e Thomson Reuters.

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

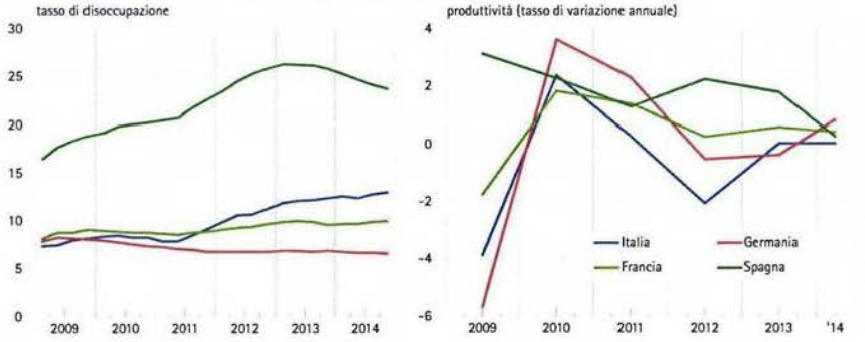


Fonte: Thomson Reuters.

La produzione industriale dell'Area ha chiuso l'anno con un tasso di crescita annualizzato positivo e superiore all'1,5 per cento, pur avendo registrato nei trimestri precedenti un andamento altalenante. Anche i consumi si confermano in ripresa, ma gli indicatori di fiducia di imprese e famiglie riflettono il perdurante clima di incertezza.

Nel corso dell'anno, il tasso di disoccupazione in Francia e Germania si è mantenuto sostanzialmente invariato, mentre in Italia ha continuato a salire e si è attestato sui 13 punti percentuali, riflettendo la prolungata fase di rallentamento dell'economia. In Spagna, pur restando superiore al 23 per cento, risulta ormai in calo dal secondo semestre del 2013. Il tasso di crescita tendenziale della produttività esibisce un andamento positivo in Germania e negativo in Spagna, mentre resta stabile e prossimo allo zero in Italia e Francia.

Disoccupazione e produttività nei principali paesi dell'Area euro



Fonte: Thomson Reuters.

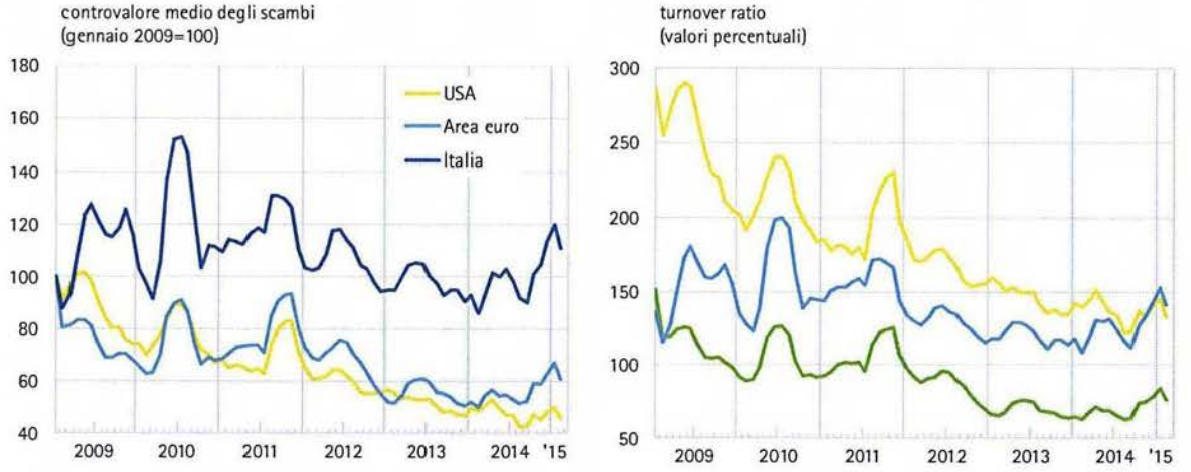
In un contesto di crescita del prodotto contenuta e disoccupazione persistente, i prezzi al consumo hanno registrato a fine anno variazioni prossime allo zero o addirittura negative in tutti i principali paesi dell'Area. A dicembre 2014, anche l'inflazione *core* oscilla tra lo 0,01 per cento della Spagna e lo 0,74 per cento dell'Area euro, superando l'uno per cento solo in Germania.

Inflazione nei principali paesi dell'Area euro

Fonte: Thomson Reuters.

In particolare, nei primi nove mesi dell'anno le politiche monetarie espansive delle banche centrali delle principali economie avanzate e le aspettative di ripresa economica a livello globale hanno favorito la riduzione della volatilità dei corsi azionari ai minimi storici. Nel terzo trimestre 2014, tuttavia, le crescenti tensioni geopolitiche a livello globale e le prospettive di stagnazione nell'Eurozona hanno contribuito ad alimentare l'instabilità sui mercati finanziari e l'avversione al rischio. Contestualmente è aumentato anche il controvalore medio degli scambi azionari e il *turn-over ratio*, sia negli Usa sia, in misura più marcata, nell'Area euro (Fig. 4). Nei primi mesi del 2015, infine, l'annuncio del *quantitative easing* da parte della BCE ha contribuito a determinare una nuova flessione della volatilità implicita e un aumento della propensione al rischio.

Fig. 4 Volume degli scambi azionari e indicatore di *turnover ratio* nell'Area euro
(media mobile su 4 mesi; dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)

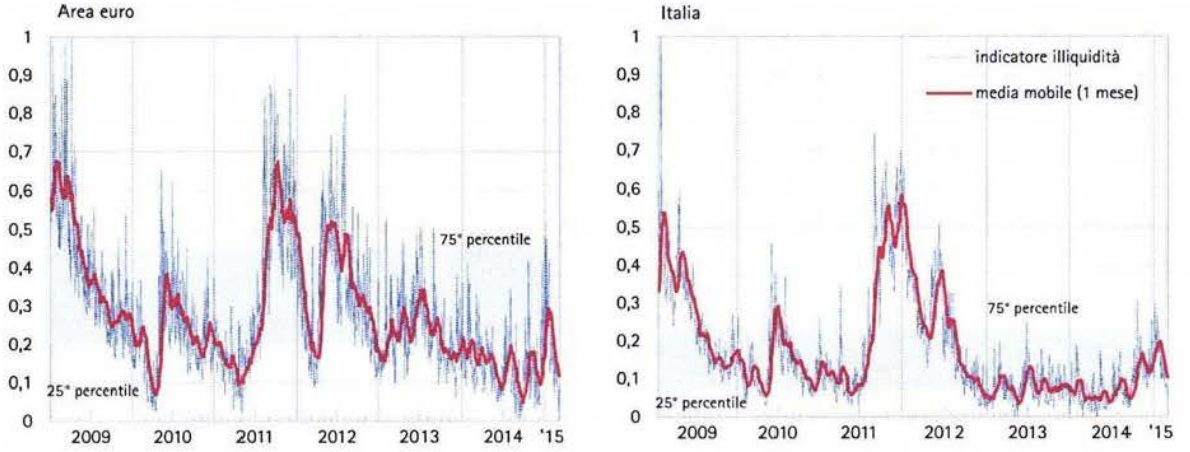


Il dato sul controvalore degli scambi è stato deflazionato applicando gli indici azionari. Il *turnover* è dato dal rapporto tra la media del controvalore degli scambi e la media mensile del controvalore complessivo dei titoli inclusi nell'indice. Gli indici considerati sono lo S&P500 (USA), l'Euro Stoxx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

Nonostante la flessione dei corsi registrata nella seconda metà dell'anno, nei mercati azionari europei persistono condizioni di elevata liquidità (Fig. 5).

L'indicatore di illiquidità stimato sulle società incluse nell'Euro Stoxx 50 si è mantenuto, infatti, su livelli storicamente bassi anche nell'ultimo trimestre del 2014. Con riferimento al mercato azionario italiano, il grado di liquidità stimato per le società incluse nel Ftse Mib è risultato superiore a quello medio dell'Area euro in quasi tutto il 2014.

Fig. 5 Liquidità del mercato azionario
(dati giornalieri; 01/01/2009 – 28/02/2015)

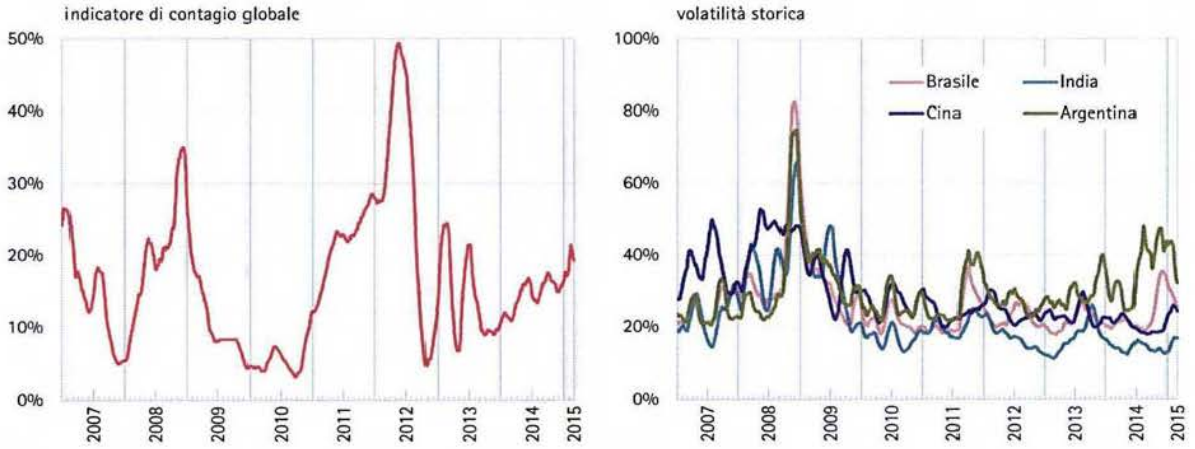


L'indicatore di illiquidità è il primo fattore comune, stimato applicando l'analisi delle componenti principali di 4 sotto-indicatori (*price impact, implied volatility, bid-ask spread* e *range indicator*) applicati alle società incluse nell'Euro Stoxx 50 (Area euro) e nel FTtse Mib (Italia). L'indicatore è compreso tra zero (= alta liquidità) e uno (= bassa liquidità). Si riporta la media mobile su 20 giorni. I percentili sono stati stimati sulla distribuzione dell'indicatore di illiquidità nel periodo di analisi (da gennaio 2009 a febbraio 2015). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

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

Nel corso del 2014 si è registrato un incremento dei fenomeni di contagio tra mercati azionari a livello globale, come emerge dall'andamento dell'intensità della correlazione fra i corsi azionari di paesi avanzati ed emergenti non attribuibile a fattori fondamentali (Fig. 6).

Fig. 6 Contagio globale e volatilità storica
(dati giornalieri; 01/01/2007 – 28/02/2015)



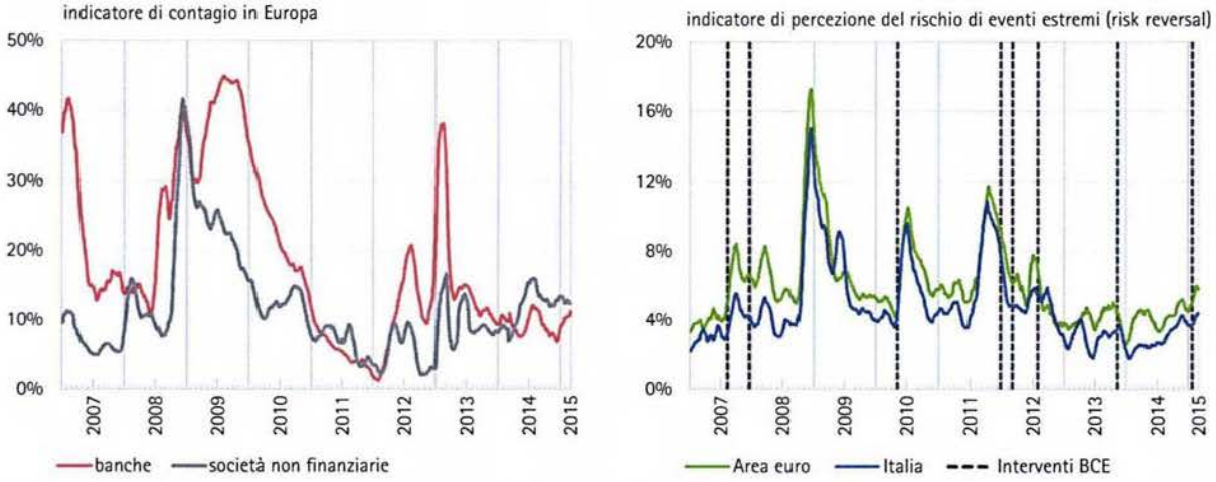
L'indicatore di contagio (grafico di sinistra) è stato stimato utilizzando le serie storiche giornaliere dei rendimenti azionari degli indici Merval (Argentina), Bovespa (Brasile), Micex (Russia), Sensex (India), Shenzhen SE (Cina), MSCI Turkey, S&P500 (US), Euro Stoxx 50 (Area euro), Ftse100 (RU) and 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 applicata un modello Garch multivariato (grafico di destra). Per entrambi gli indicatori si riporta la media mobile a due mesi. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

L'indicatore di contagio si è attestato, comunque, su livelli più bassi rispetto a quelli registrati nei periodi del *default* di Lehman e di crisi del debito sovrano e accenna a ridursi nei primi mesi del 2015, in corrispondenza della flessione della volatilità sui mercati.

Nell'ambito dei mercati europei i fenomeni di contagio hanno evidenziato una dinamica crescente nella prima metà del 2014, seguita da una lieve flessione nell'ultimo trimestre dell'anno e una ripresa, in particolare nel comparto delle banche, nei primi mesi del 2015 (Fig. 7).

Parallelamente, nel corso del 2014 e nei primi mesi del 2015, è aumentata la percezione del rischio di eventi estremi da parte degli operatori sia nell'Area euro sia in Italia.

Fig. 7 Contagio e percezione del rischio di eventi estremi (*risk reversal*) nei mercati azionari europei
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 31/03/2015)



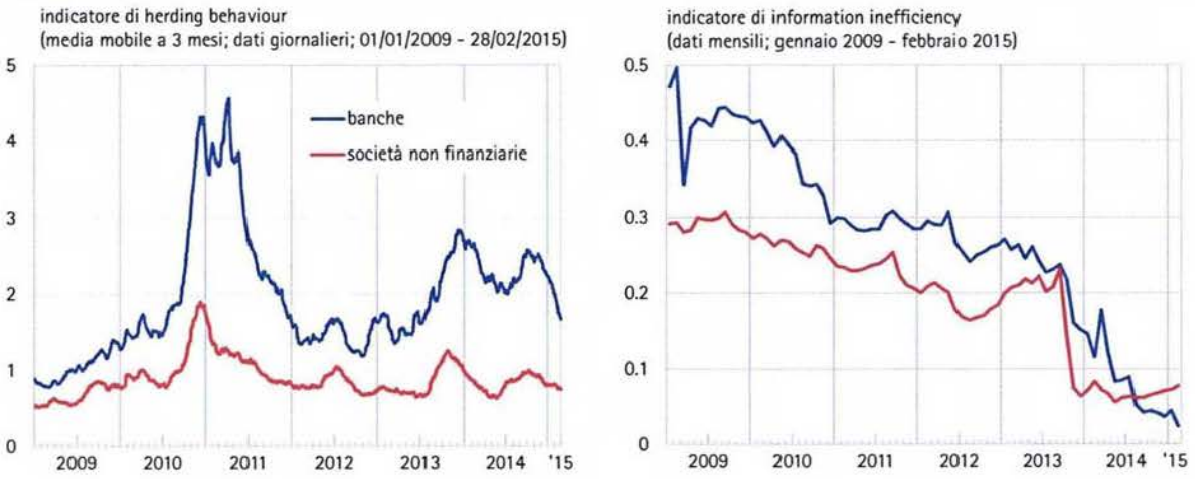
L'indicatore di contagio (grafico di sinistra) è stato stimato utilizzando le serie storiche giornaliere dei rendimenti azionari (indici MSCI) di Regno Unito, Germania, Francia, Italia, Spagna, Grecia, Portogallo, Irlanda, Olanda, Austria e Finlandia (per la metodologia di stima si veda il Quaderno di 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 sono segnalate dalle barre tratteggiate in corrispondenza delle date di adozione: 08/09/2007 immissione di liquidità; 12/12/2007 accordo di swap con la Fed per fornire liquidità in dollari Usa a fronte di garanzie denominate in euro; 09/05/2010 avvio del *securities market programme*; 20/12/2011 prima operazione di *long-term refinancing* a 3 anni (LTRO); 28/02/2012 seconda operazione di LTRO a 3 anni; 26/07/2012 annuncio programma Omt; 07/11/2013 taglio dei tassi di interesse; 05/06/2014 taglio dei tassi di interesse e annuncio TLTRO; 04/09/2014 taglio dei tassi di interesse e annuncio ABSPP/CBPP3; 22/01/2015 annuncio PSPP. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nonostante l'indicatore di *herding behaviour* abbia registrato nella seconda metà dell'anno un temporaneo incremento, nel complesso nel corso del 2014 è diminuita la tendenza degli investitori ad attuare strategie imitative sui mercati azionari. Il settore bancario ha registrato, peraltro, un sensibile miglioramento delle condizioni di efficienza informativa (Fig. 8).

Le prospettive economiche implicite nei rendimenti dei mercati azionari hanno subito una chiara inversione di tendenza al ribasso nei mesi centrali del 2014. L'attesa del *quantitative easing* della BCE ha favorito,

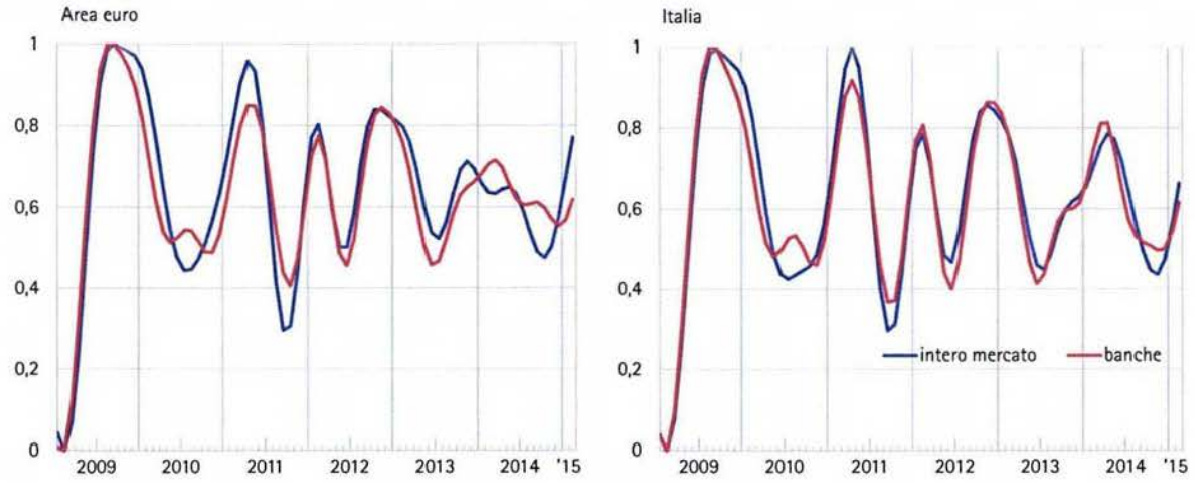
comunque, un nuovo miglioramento del *market sentiment* degli investitori fin dagli ultimi mesi dell'anno (Fig. 9).

Fig. 8 *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 Ftse 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 indice Euro Stoxx Banks); la crescita dell'indicatore segnala una riduzione dell'efficienza informativa. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

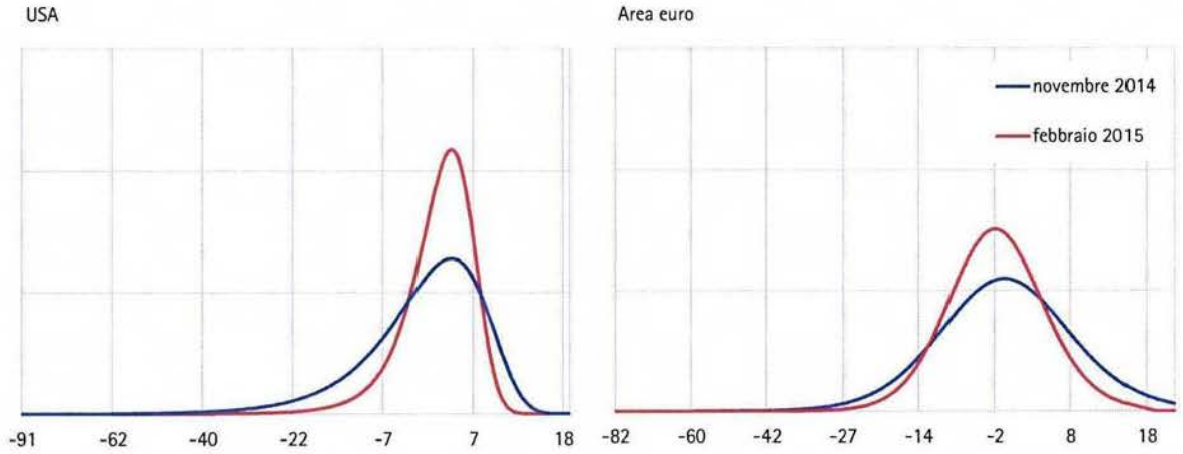
Fig. 9 *Market sentiment* degli investitori sull'andamento del ciclo economico implicito nella dinamica dei corsi azionari
(dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)



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.

Coerentemente con il miglioramento delle prospettive sull'andamento del ciclo economico, a febbraio 2015 la probabilità attesa di rendimenti estremi su un orizzonte temporale di tre mesi risulta più bassa rispetto a quella riferibile allo scorso novembre (Fig. 10).

Fig. 10 Aspettative sui rendimenti azionari su un orizzonte temporale di tre mesi



Distribuzioni di probabilità *risk-neutral* (che non riflettono l'avversione al rischio degli investitori) dei rendimenti azionari a tre mesi implicite nei prezzi delle opzioni su indici azionari, stimate seguendo Shimko (1993). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

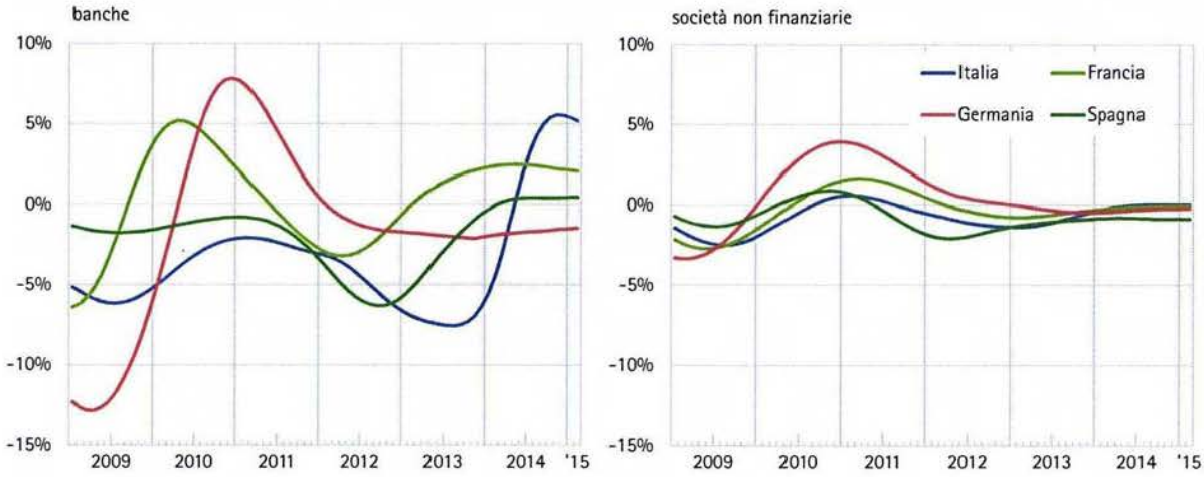
3 La valutazione delle società quotate implicita nei corsi azionari

L'andamento tendenziale stimato degli utili per azione delle società quotate in alcuni paesi dell'Area euro esibisce una dinamica disomogenea tra i maggiori paesi dell'Area euro (Fig. 11).

In particolare, nel settore bancario, gli utili per azione mostrano una marcata tendenza positiva per i principali istituti di credito italiani dopo la forte contrazione sperimentata nel corso del 2013. Con riferimento alle maggiori banche quotate nelle principali Borse dell'Area euro il tasso di crescita degli utili tendenziale è stimato in lieve aumento per la Francia (+2 per cento), stabile e prossimo allo zero per la Spagna e negativo per la Germania (-1,5 per cento).

Per quanto riguarda invece le principali società non finanziarie quotate, dopo i valori negativi registrati nel 2013, gli emittenti italiani mostrano tassi di crescita tendenziali degli utili in progressivo riallineamento con quelli registrati negli altri paesi, verso valori prossimi allo zero.

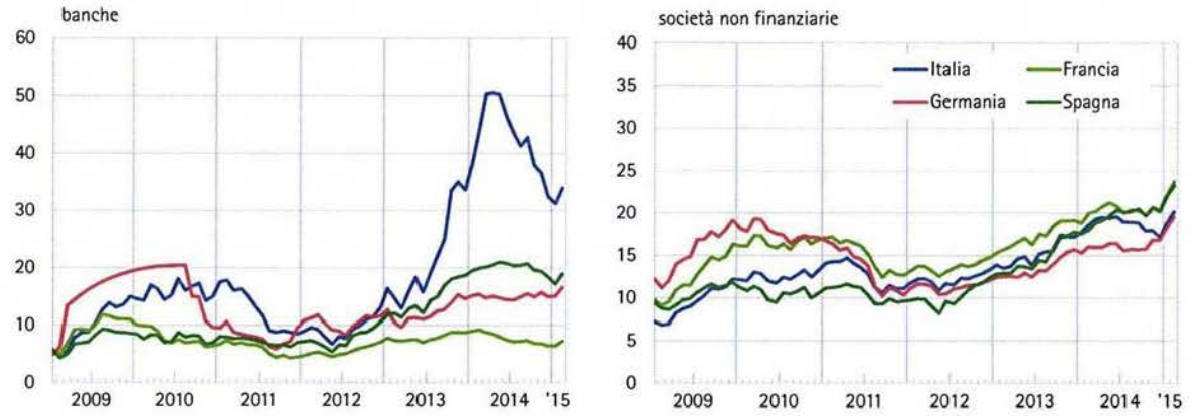
Fig. 11 Tasso di crescita degli utili per azione nell'Area euro
(dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)



Il campione delle banche include i primi 20 gruppi europei per totale attivo. Si rappresenta la variazione percentuale del *trend* della serie storica degli utili per azione stimato applicando il filtro di Hodrick-Prescott. Le società non finanziarie sono quelle appartenenti all'indice Datastream del rispettivo paese. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

In linea con la crescita tendenziale degli utili per azione, nel secondo semestre 2014 le principali banche italiane hanno sperimentato una flessione del rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo economico, pur continuando ad attestarsi su livelli nettamente superiori alla media dell'Area euro (Fig. 12). Nello stesso arco temporale è altresì calato, sebbene in misura meno accentuata, il rapporto prezzo/utili delle società non finanziarie italiane; nei primi mesi del 2015, tuttavia, l'indicatore ha mostrato un andamento crescente e non dissimile dalle dinamiche registrate negli altri paesi dell'Area euro.

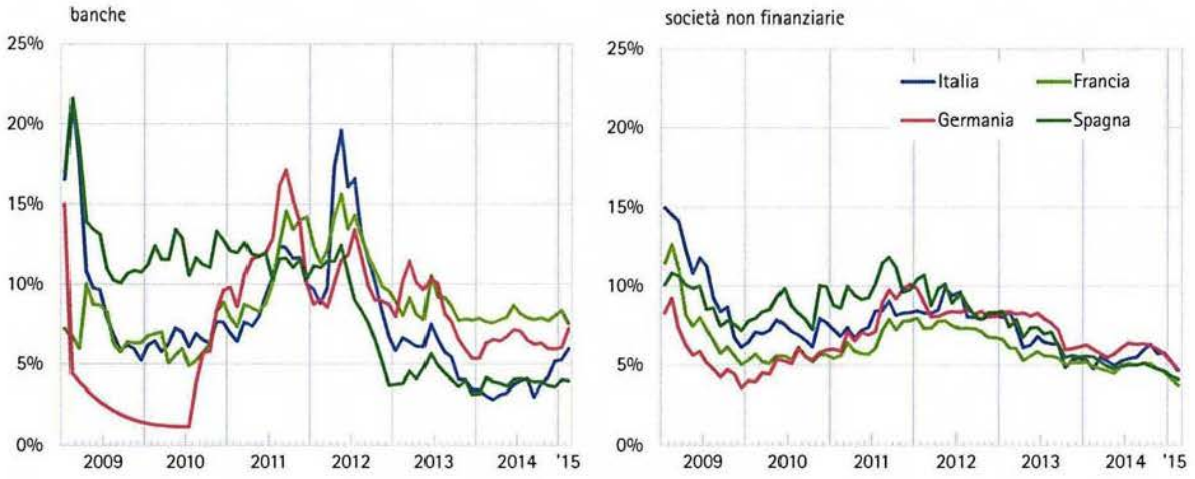
Fig. 12 Rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo nell'Area euro
(dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)



Il rapporto prezzo/utili aggiustato per il ciclo economico (mediante il filtro Hodrick-Prescott) si riferisce ai primi 20 gruppi bancari europei per totale attivo e alle società non finanziarie incluse nei relativi indici Datastream. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nel secondo semestre 2014, il premio al rischio richiesto dagli operatori è aumentato per i principali istituti di credito italiani quotati. Il premio al rischio per le maggiori società quotate non finanziarie domestiche esibisce una dinamica analoga, seppure più contenuta, e in controtendenza rispetto agli altri paesi dell'Area euro (Fig. 13).

Fig. 13 Premi al rischio nell'Area euro
(dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)

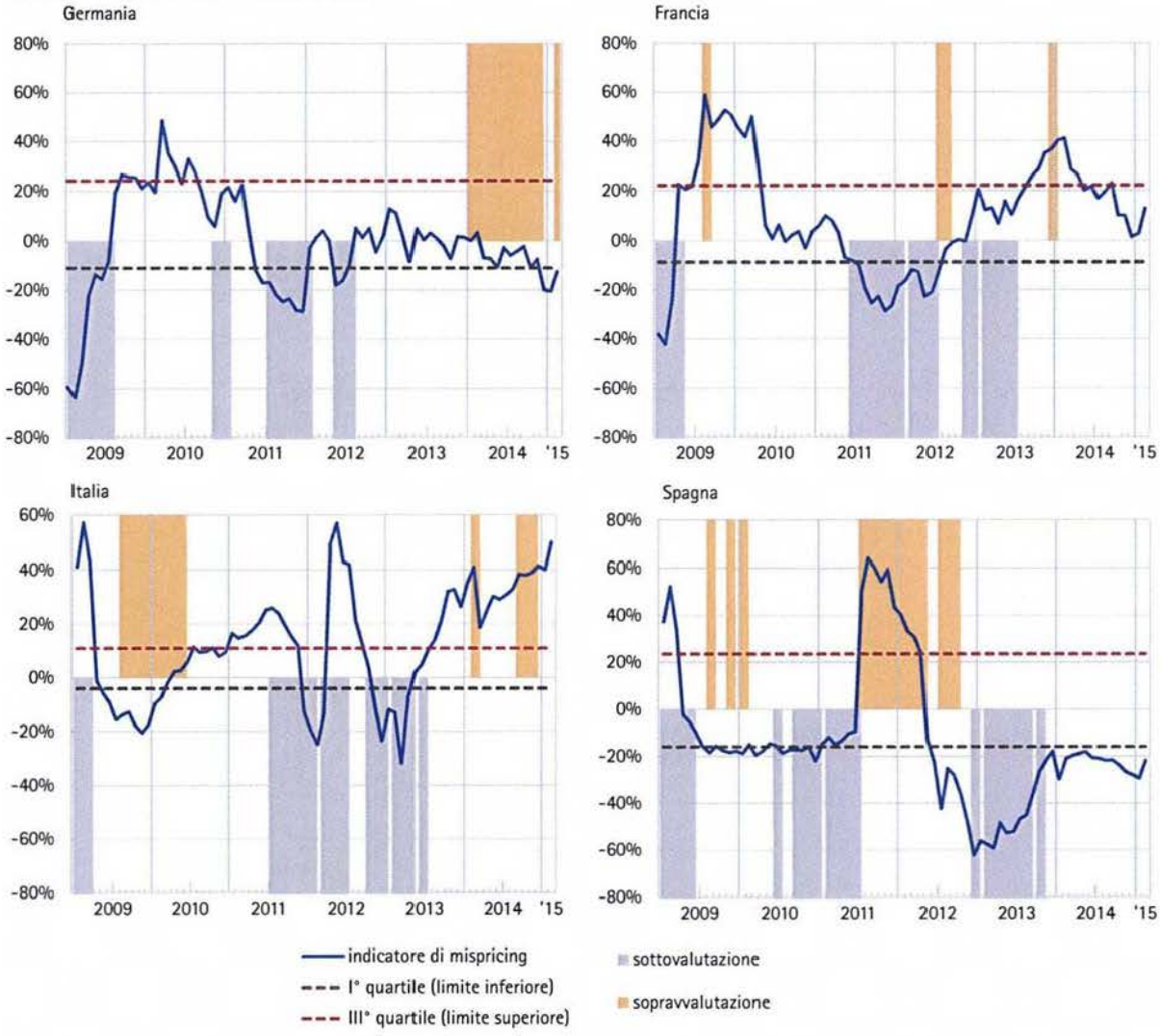


Il campione include i primi 20 gruppi bancari europei per totale attivo. Per le imprese non finanziarie sono stati considerati gli indici Datastream. Il premio per il rischio è stimato come la media della differenza tra l'utile per azione (il reciproco del P/E ratio) e il tasso reale *risk-free* (approssimato 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.

Gli indicatori di *mispricing* (stimati sulla base del tasso di crescita del Pil, degli utili per azione e del premio al rischio) segnalano un significativo livello di disomogeneità fra i principali paesi dell'Area (Fig. 14).

Secondo le stime disponibili, le valutazioni di mercato delle banche francesi e tedesche tendono a essere allineate con i fondamentali di mercato. In Spagna, invece, le quotazioni degli istituti di credito risultano inferiori al loro prezzo teorico, mentre le valutazioni di mercato degli istituti di credito italiani tendono a essere superiori a quelle in linea con i fondamentali economici. Questo disallineamento riflette verosimilmente le prospettive favorevoli del sistema bancario italiano, alimentate anche dalla 'pulizia' dei bilanci effettuata in vista dell'attuazione del *Single Supervisory Mechanism* (SSM) e degli aumenti di capitale realizzati nel 2014. I prezzi teorici dei principali istituti di credito italiani, invece, sono spinti al ribasso dalle deboli prospettive di crescita del Pil e dal sostenuto livello di rischiosità percepita dagli investitori, segnalato dal tendenziale aumento dei premi al rischio illustrato in precedenza.

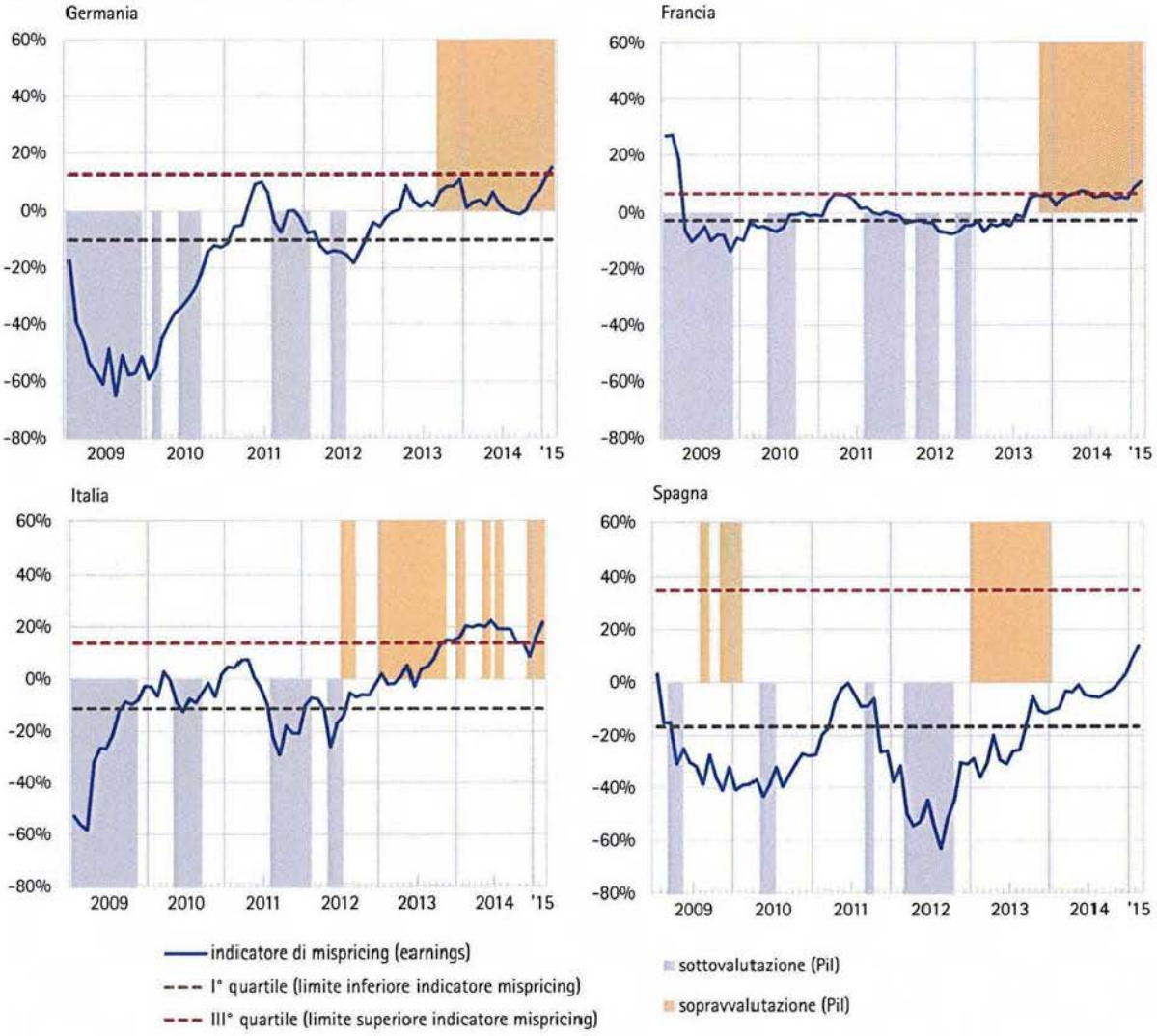
Fig. 14 La valutazione delle banche quotate implicita nei corsi azionari in alcuni paesi dell'Area euro
(dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)



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, degli utili per azione aggiustati per il ciclo economico e dei premi al rischio (*earnings yield premium*; Campbell e Shiller, 1988; Nelson, 1999; De Bondt et al., 2010). I limiti inferiore e superiore dell'indicatore di mispricing sono stati stimati sulla serie storica dell'indicatore di mispricing a partire dal 2000. La sotto/sopravvalutazione 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°quartile,Pil), e sopravvalutazione se p_t>p_t^(III°quartile,Pil). Quiros e Timmermann, 2001; Cassola e Morana, 2002; Detken e Smets, 2004. Le elaborazioni si riferiscono ai primi 20 gruppi bancari europei per totale attivo. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Con riferimento alle imprese non finanziarie dell'Area euro, nel 2014 i prezzi di mercato non si discostano significativamente dalle quotazioni teoriche (Fig. 15).

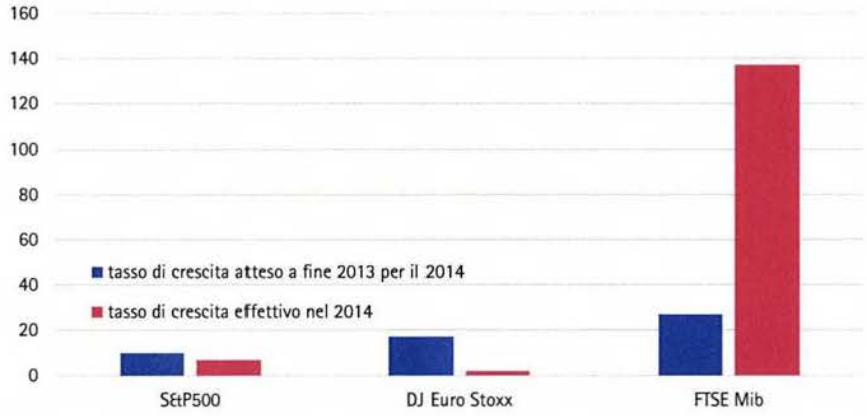
Fig. 15 La valutazione delle società non finanziarie quotate implicita nei corsi azionari in alcuni paesi dell'Area euro
(dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)



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, degli utili per azione aggiustati per il ciclo economico e dei premi al rischio (*earnings yield premium*; Campbell e Shiller, 1988; Nelson, 1999; De Bondt et al., 2010). I limiti inferiore e superiore dell'indicatore di mispricing sono stati stimati sulla serie storica dell'indicatore di mispricing a partire dal 2000. La sotto/sopravvalutazione 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°quartile,Pil) e sopravvalutazione se p_t>p_t^(III°quartile,Pil). Quiros e Timmermann, 2001; Cassola e Morana, 2002; Detken and Smets, 2004. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nel corso del 2014 i tassi di crescita effettiva degli utili per azione delle società incluse nei principali indici si sono attestati al di sotto delle aspettative sia negli Usa sia nell'Area euro (Fig. 16). In Italia, invece, gli utili effettivi delle principali società quotate hanno ampiamente superato le previsioni degli operatori. In particolare, a fronte di una crescita stimata, a fine 2013, attorno al 20 per cento, nel 2014 gli utili per azione sono cresciuti mediamente del 140 per cento circa.

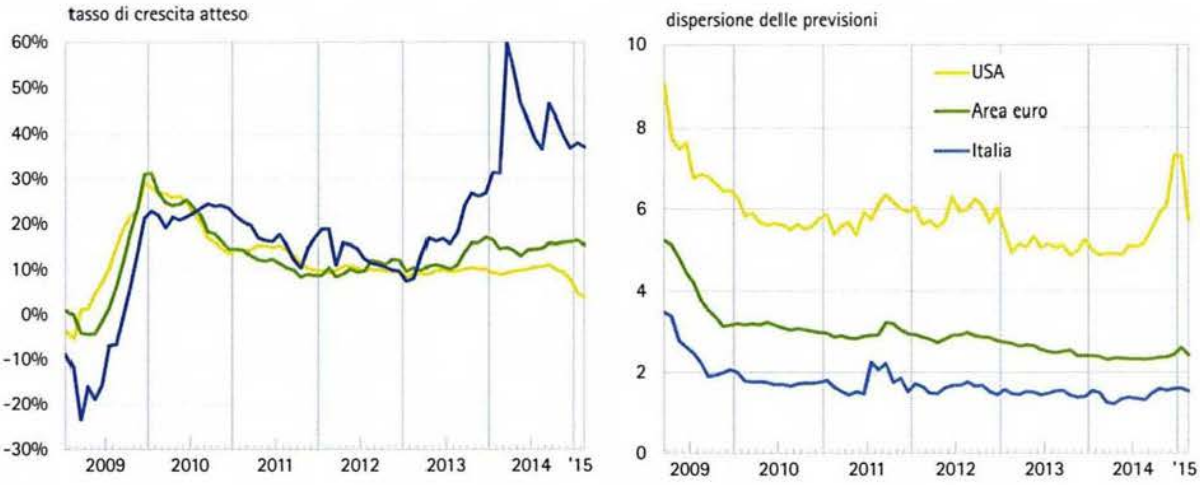
Fig. 16 Crescita attesa ed effettiva degli utili societari delle imprese incluse nei principali indici azionari nel 2014
(dati percentuali)



La crescita attesa si riferisce alle previsioni, stimate a fine dicembre 2013, sugli utili a 12 mesi, mentre la crescita effettiva si riferisce all'utile realizzato nel 2014 (stima a febbraio 2015). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters Ibes.

Le previsioni degli utili per azione, su un orizzonte annuale, formulate dagli operatori di mercato per le principali società incluse nel Ftse Mib continuano a rimanere largamente al di sopra della media dell'Area euro, anche se in calo rispetto alle stime dei 12 mesi precedenti (Fig. 17).

Fig. 17 Previsioni degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di 12 mesi
(dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)



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 Ibes.

PAGINA BIANCA

I mercati non azionari II

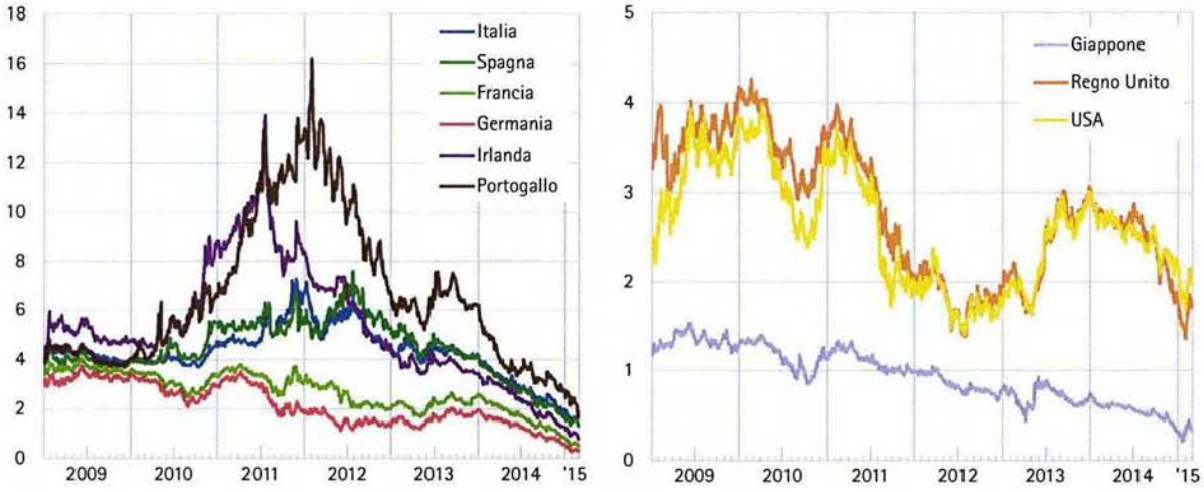
1 I titoli di Stato

Nel corso del 2014 è proseguita la stabilizzazione dei mercati secondari dei titoli di Stato, con una riduzione dei rendimenti dei titoli pubblici a dieci anni che ha interessato sia i paesi dell'Area euro sia le altre maggiori economie (Fig. 18).

A inizio 2015, i rendimenti dei titoli del debito sovrano hanno mostrato un incremento in Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, mentre si sono ulteriormente ridotti nell'Area euro grazie all'annuncio della BCE di un programma di acquisto di titoli pubblici dell'Eurozona sul mercato secondario (*expanded asset purchase programme* – cosiddetto *quantitative easing*).

Il programma prevede acquisti di titoli per un ammontare complessivo pari a 60 miliardi di euro al mese da marzo 2015 a settembre 2016 e riguarda anche i titoli pubblici emessi da paesi dell'Eurozona con vita residua compresa tra 2 e 30 anni. Il citato programma è finalizzato a riportare il tasso di inflazione nell'Area a livelli prossimi al 2 per cento nel medio termine.

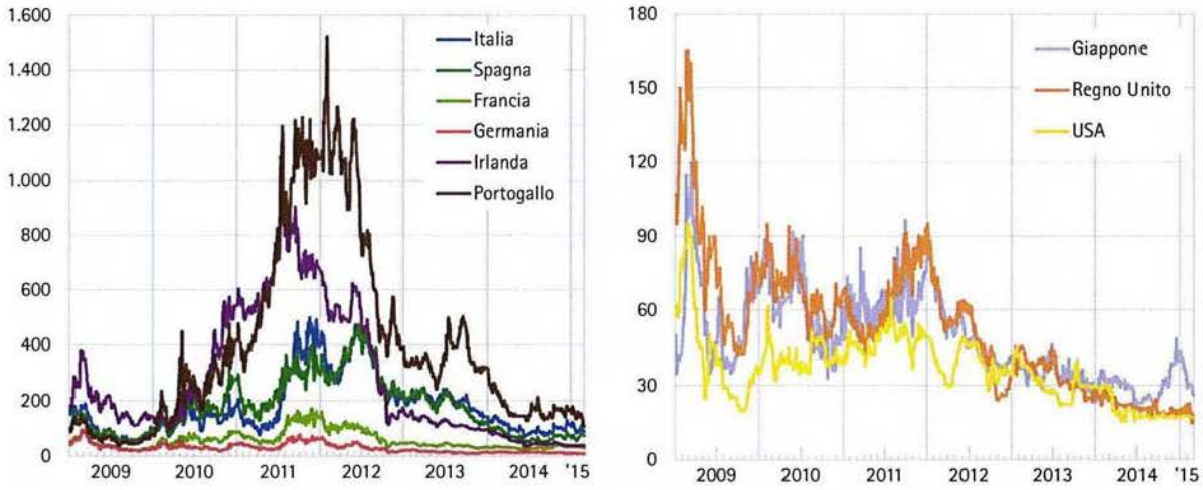
Fig. 18 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni nell'Area euro
(valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2009 - 28/02/2015)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

I premi per il rischio dei *credit default swap* (Cds) a cinque anni sul debito sovrano hanno mostrato dinamiche analoghe a quella dei rendimenti dei titoli pubblici. Nel corso del 2014, in particolare, il differenziale tra i premi dei Cds sul debito dei paesi *core* dell'Area euro e quelli dei paesi periferici si è progressivamente ridotto (Fig. 19).

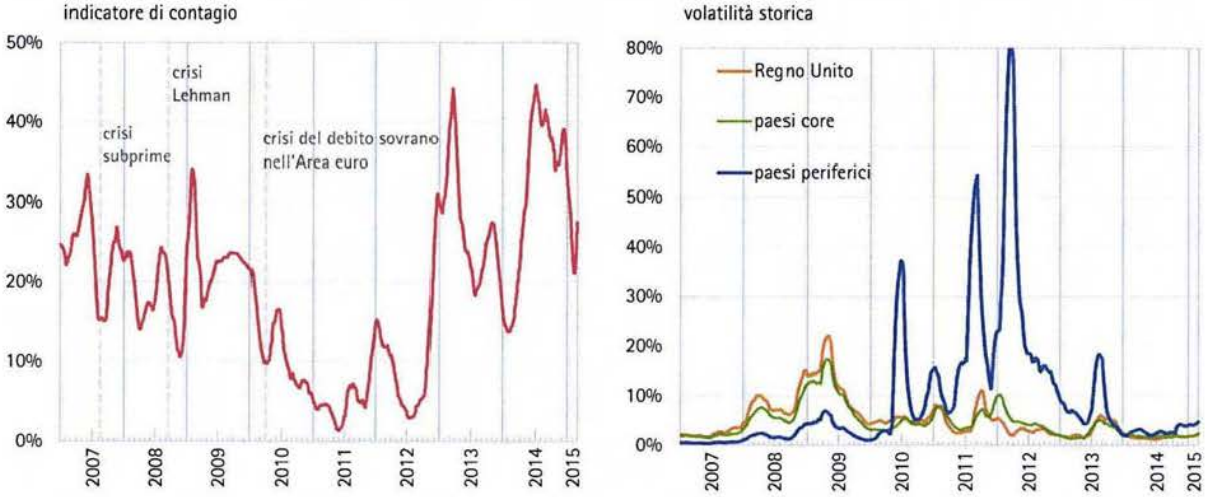
Fig. 19 Premi dei *credit default swap* sovrani a 5 anni nell'Area euro
(punti base; dati giornalieri; 01/01/2009 - 28/02/2015)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Dopo l'incremento osservato nella prima parte del 2014, il fenomeno del contagio si è significativamente attenuato nel secondo semestre dell'anno, come emerge dall'andamento dell'intensità della correlazione tra mercati non attribuibile ai fondamentali economici (Fig. 20). A inizio 2015 l'indicatore di contagio è tornato a crescere, pur rimanendo su livelli contenuti, presumibilmente per effetto della riduzione generalizzata dei rendimenti dei titoli pubblici nell'Area euro, conseguente all'avvio del *quantitative easing* della BCE.

Fig. 20 Indicatore di contagio e volatilità storica degli *spread* dei titoli di Stato a 10 anni per alcuni paesi europei
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 28/02/2015)



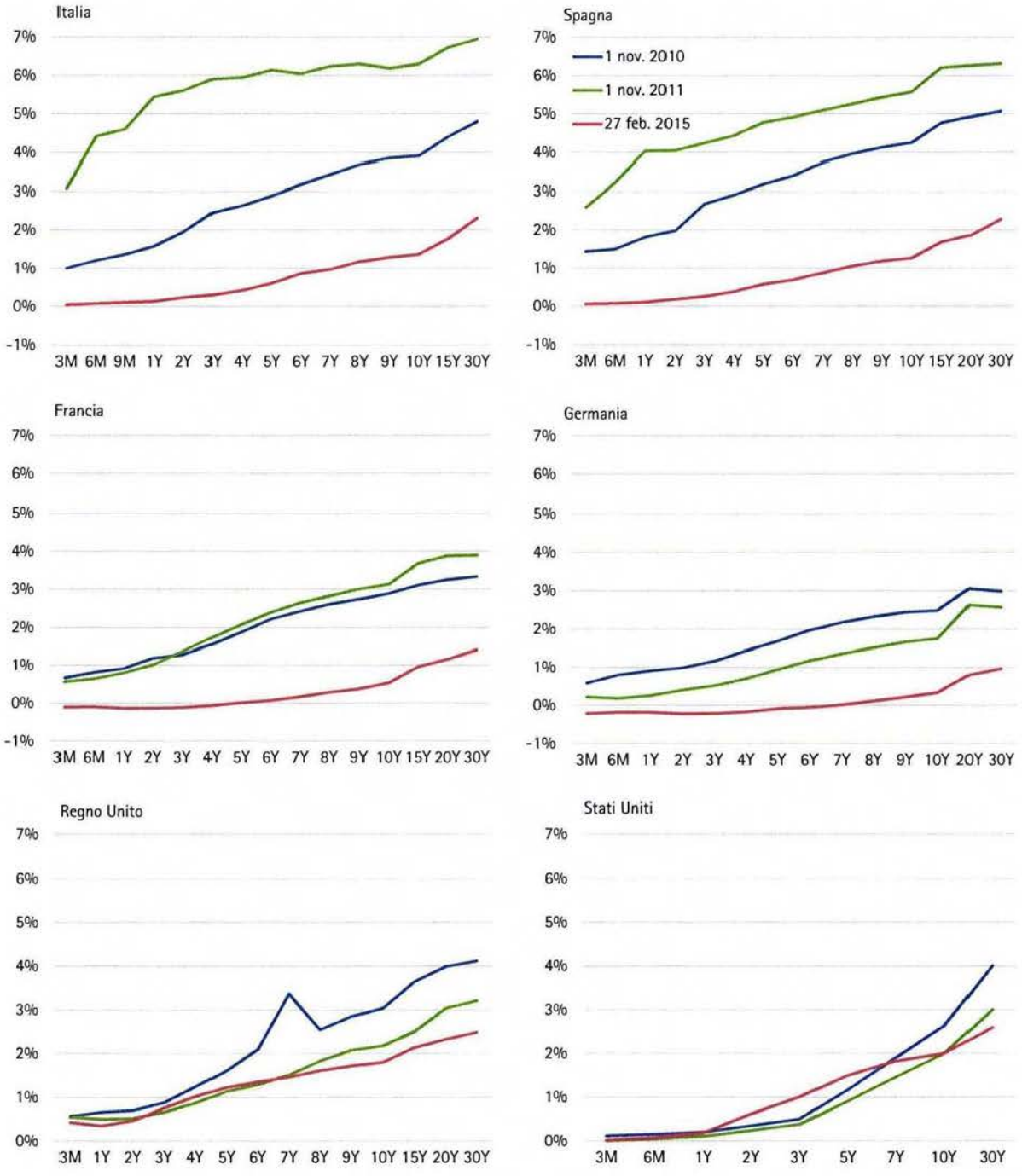
Per la metodologia di costruzione dell'indicatore di contagio si veda il Quaderno di Finanza Consob n. 72. Il campione di paesi include Regno Unito, Germania, Francia, Spagna, Grecia, Portogallo, Irlanda, Austria, Olanda, Finlandia. La figura di sinistra riporta la percentuale delle relazioni di lungo 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.

Per i maggiori paesi dell'Area euro, la struttura a termine dei tassi di interesse ha mostrato un notevole spostamento verso il basso rispetto ai livelli osservati nel 2011, al culmine della crisi del debito sovrano in Europa (Fig. 21).

In particolare i tassi di interesse hanno raggiunto valori negativi sulle scadenze a breve termine per Francia e Germania, mentre Italia e Spagna hanno registrato un calo particolarmente ampio (superiore ai 400 punti base) sulle scadenze a lungo termine.

Nel Regno Unito e negli Stati Uniti, invece, si osserva un marginale incremento dei tassi in corrispondenza delle scadenze intermedie, presumibilmente connesso alle aspettative di un prossimo cambiamento nell'assetto di politica monetaria in questi paesi.

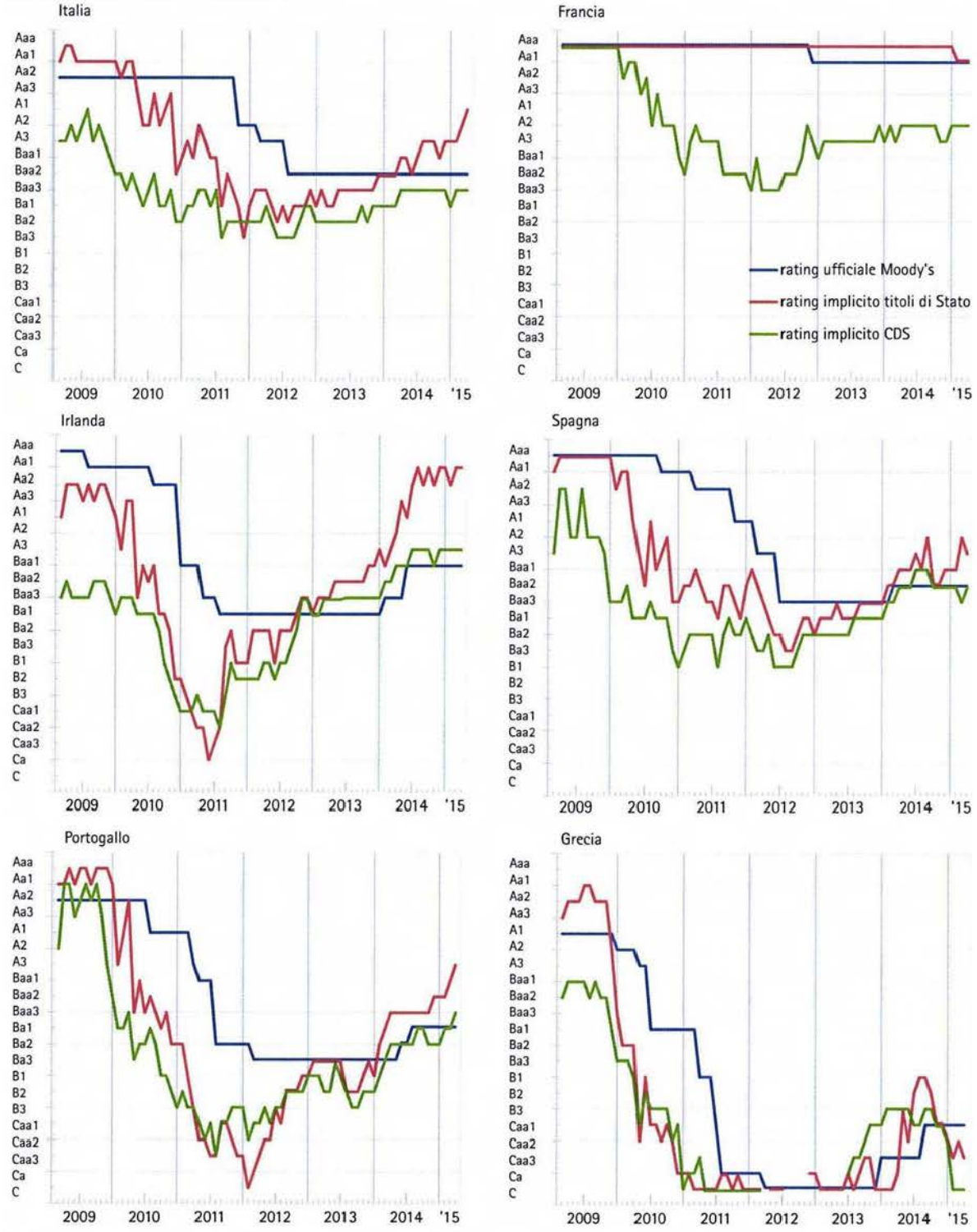
Fig. 21 Curva dei tassi d'interesse sui titoli di Stato in alcuni paesi avanzati



Fonte: Thomson Reuters.

Il calo dei rendimenti sui titoli pubblici dei paesi dell'Area euro si riflette sull'andamento dei relativi rating impliciti, che risultano superiori a quelli ufficiali per tutti i paesi ad eccezione della Grecia (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 – marzo 2015)

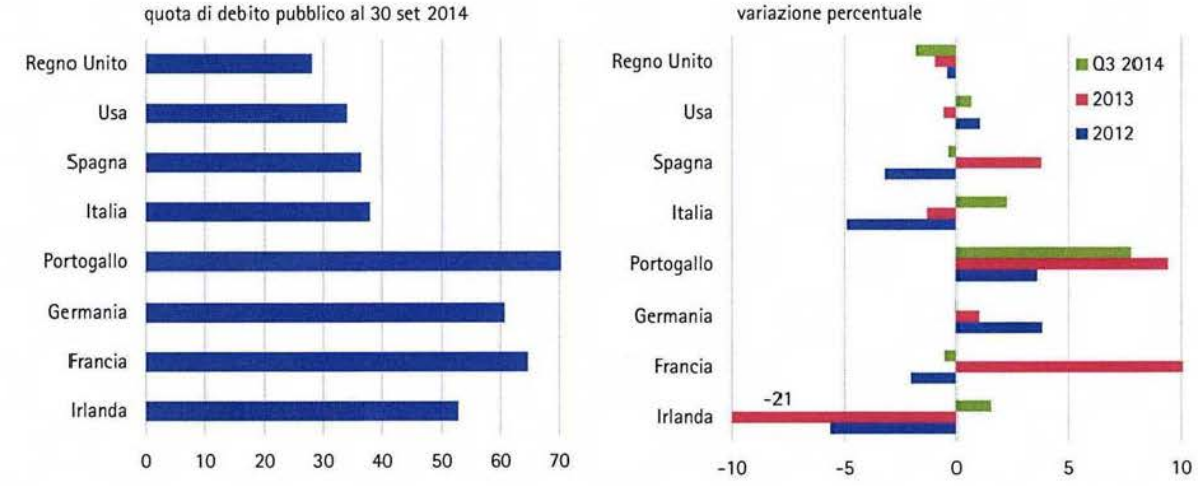


Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Dati disponibili al 29 marzo 2015.

Nei primi nove mesi del 2014 la quota di debito pubblico di Italia e Irlanda detenuta da non residenti è aumentata, segnando un'inversione di tendenza rispetto all'ultimo biennio. Il dato è risultato positivo anche per il Portogallo, in linea con l'andamento registrato negli anni precedenti, e sostanzialmente stabile per la Spagna (Fig. 23).

Al 30 settembre 2014 la quota di debito pubblico domestico riferibile a non residenti si colloca su livelli di poco inferiori al 40 per cento per Italia e Spagna, al 50 per cento per l'Irlanda e al 70 per il Portogallo.

Fig. 23 Quota del debito sovrano detenuta da non residenti



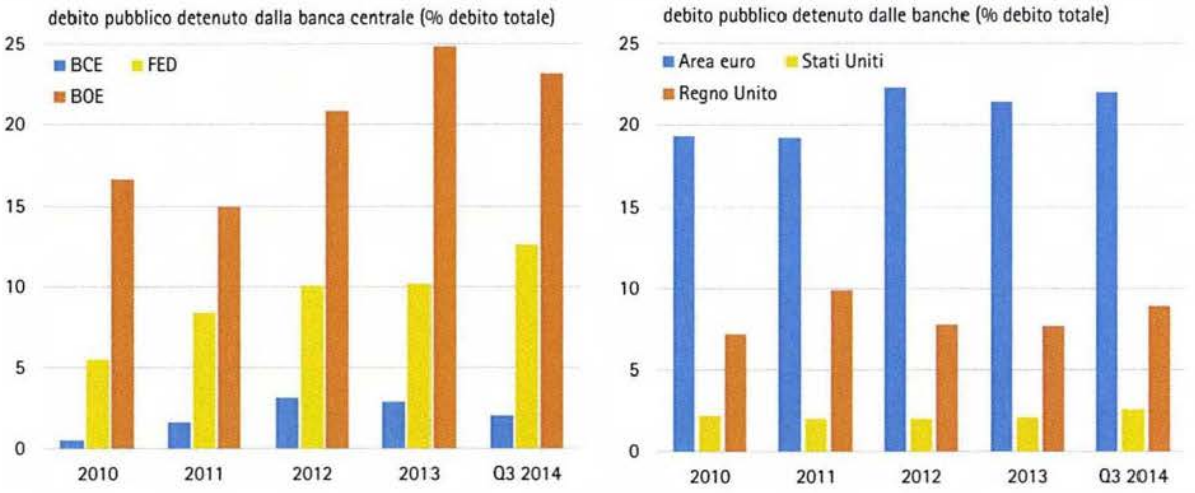
Fonte: elaborazioni su dati Bruegel (database on sovereign bond holdings; Pisani e Ferry 2012) e FMI per il Portogallo.

Nello stesso periodo, la quota di debito sovrano detenuta dalla BCE si è ridotta di un punto percentuale, portandosi a fine settembre al 2 per cento del totale, mentre è aumentata, seppur lievemente, la quota riferibile alle banche private dell'Area euro (Fig. 24).

Nel Regno Unito e negli USA, invece, la quota di debito pubblico domestico detenuta dalla banca centrale risulta molto più elevata (20 e 10 per cento rispettivamente per la Bank of England e la Fed), mentre quella ascrivibile alle banche private domestiche si attesta su livelli significativamente inferiori (pari al 9 e al 3 per cento rispettivamente per quelle inglesi e statunitensi). Queste differenze riflettono da un lato le eterogeneità nella struttura finanziaria delle economie e dall'altro il diverso assetto di politica monetaria delle rispettive banche centrali.

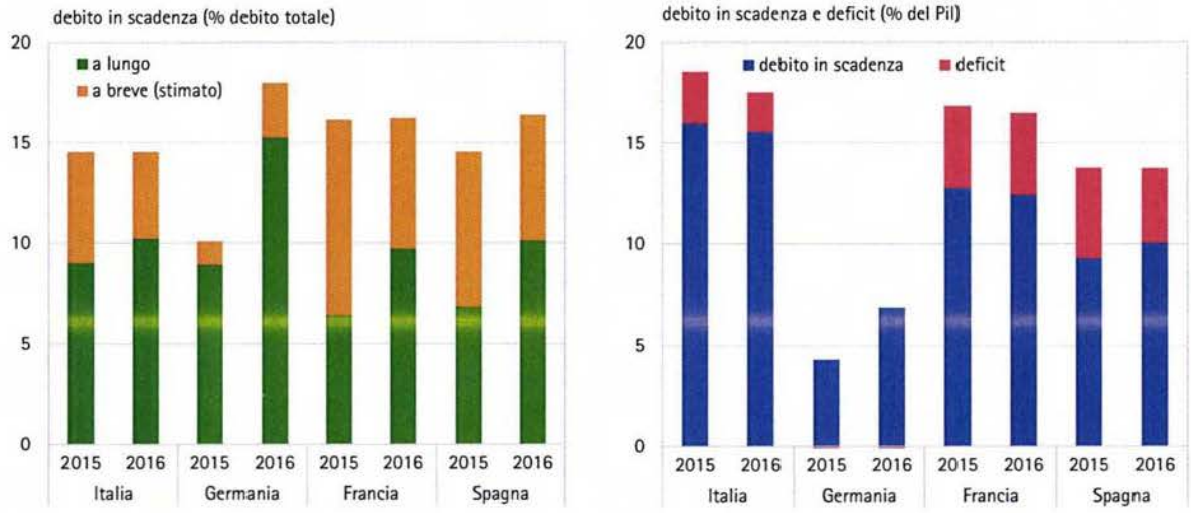
Le necessità di rifinanziamento del debito pubblico in scadenza restano elevate nei principali paesi dell'Area euro (Fig. 25). In particolare la quota di debito in scadenza nel 2015 rappresenta il 16 per cento del totale debito per la Francia, poco meno del 15 per cento per Italia e Spagna e il 10 per cento per la Germania.

Fig. 24 Quota del debito pubblico domestico detenuta dalla banca centrale e dagli istituti di credito nelle principali economie avanzate



Fonte elaborazioni su dati Thomson Reuters e database on sovereign bond holdings (Pisani e Ferry 2012). Per l'Area euro i dati relativi ai titoli pubblici detenuti da banche si riferiscono a Grecia, Italia, Francia, Germania e Spagna.

Fig. 25 Rifinanziamento del debito pubblico

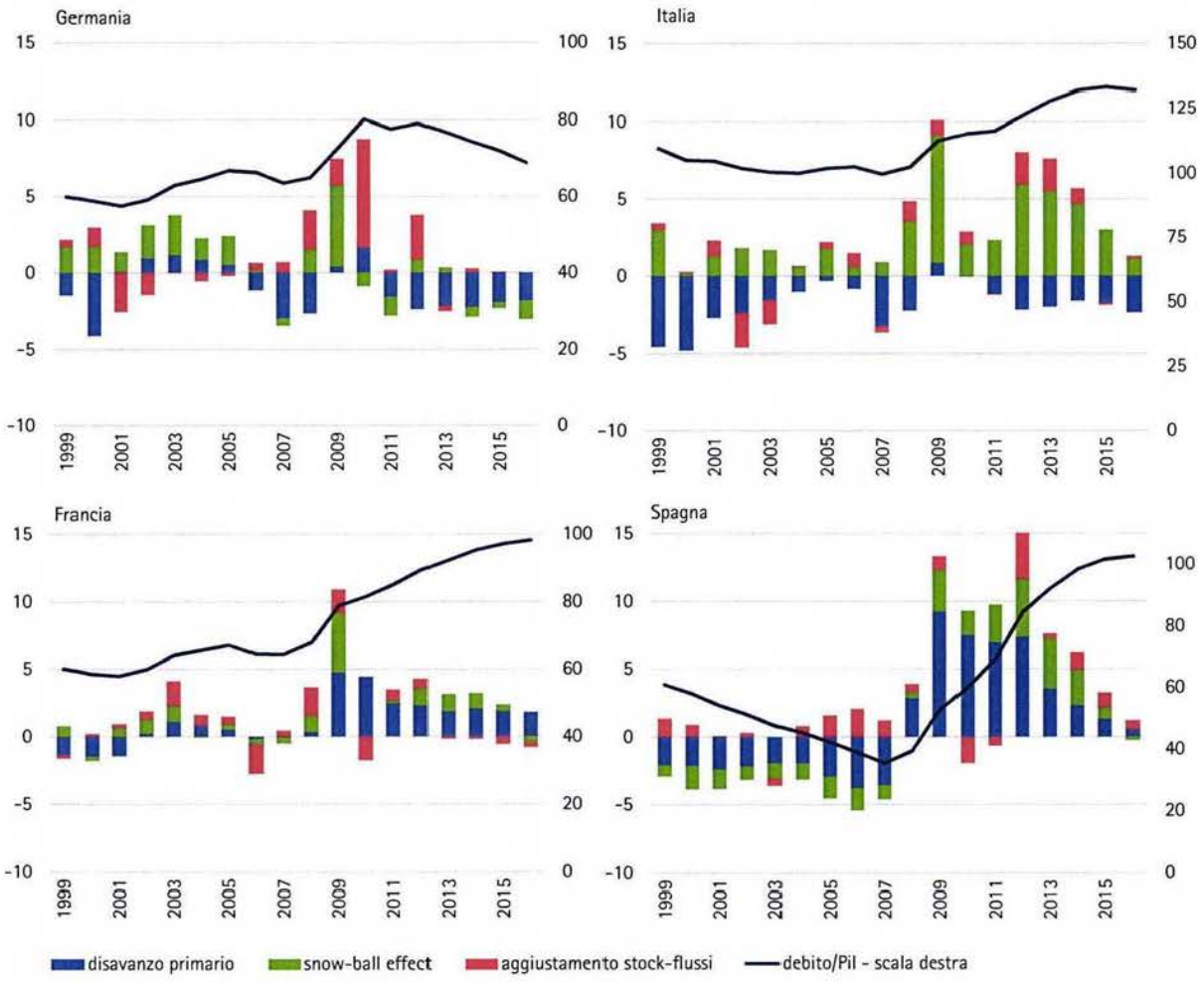


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Commissione europea.

Le necessità di rifinanziamento risultano significative anche rispetto al Pil, attestandosi per il 2015 attorno al 16 per cento per l'Italia, seguita da Francia (13 per cento circa) e Spagna (10 per cento circa); per la Germania il dato si colloca su un valore inferiore e pari al 5 per cento. Ulteriori coperture dovranno essere reperite anche per il deficit, che per l'Italia è previsto pari al 2,6 per cento del Pil, inferiore al dato stimato per Francia e Spagna (rispettivamente, 4,1 e 4,5 per cento del Pil).

L'incidenza del debito pubblico sul prodotto interno lordo continua a connotarsi per una certa eterogeneità tra i principali paesi dell'Area euro (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.

In particolare il rapporto debito/Pil è in flessione in Germania, mentre risulta in crescita in Francia e Spagna. Con particolare riferimento all'Italia, la stima per il 2015 evidenzia una stabilizzazione del rapporto debito/Pil su livelli che si collocano oltre il 130 per cento. Le proiezioni per il 2016 denotano un'inversione di tendenza, con una lieve riduzione dell'incidenza del debito sul livello di attività economica.

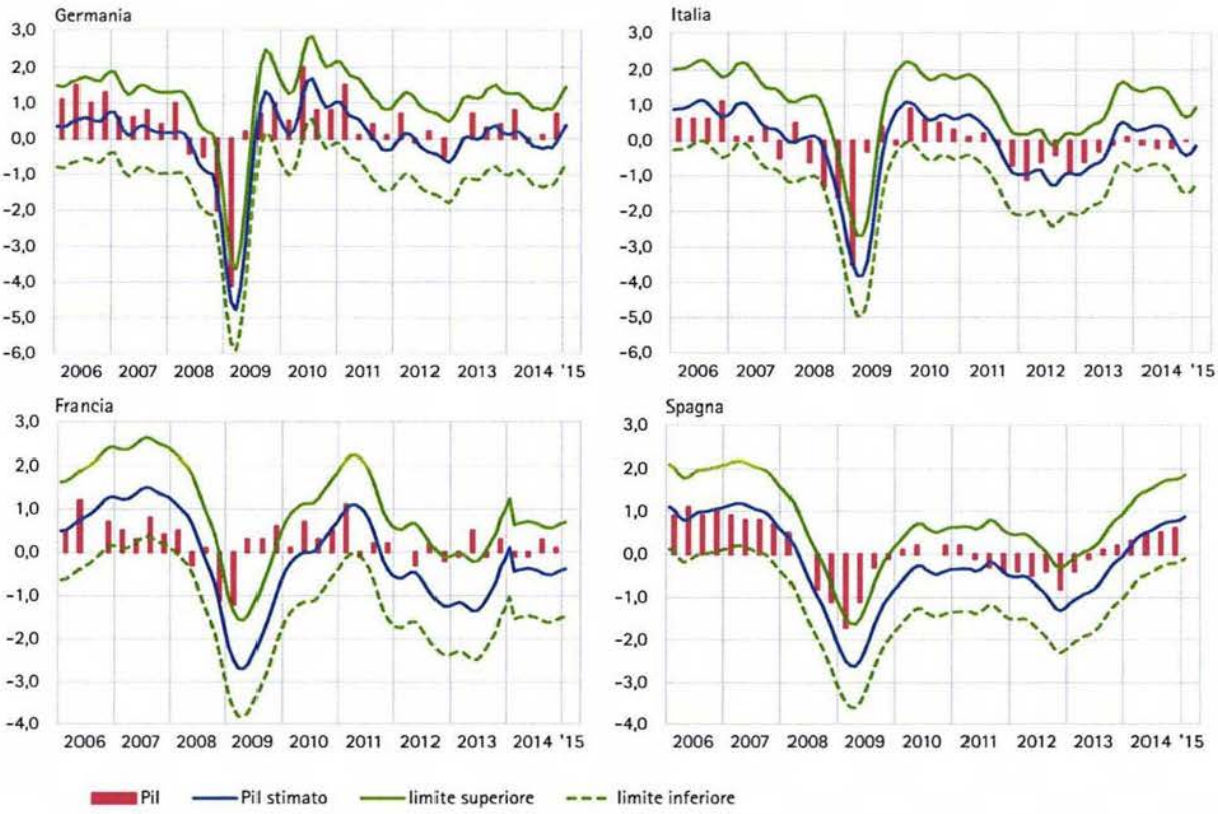
Come noto, la dinamica del rapporto debito/Pil è influenzata da fattori differenti tra paesi. In Spagna il contributo maggiore è riferibile all'ampliamento dei

disavanzi primari a partire dal 2009 e fino al 2012, mentre in Italia hanno rivestito un ruolo determinante la debole crescita economica e l'elevato costo del servizio del debito (connesso anche all'elevato stock di debito esistente). Secondo le previsioni della Commissione europea, nel prossimo biennio la crescita del debito pubblico in rapporto al Pil dovrebbe attenuarsi in entrambi i paesi considerati, per effetto del ridimensionamento del disavanzo primario (in Spagna) e del consolidarsi della ripresa economica.

Nei primi mesi del 2015 le stime del Pil in tempo reale (cosiddette *nowcasts*) sembrano confermare il permanere di differenze nel tasso di crescita dell'attività economica nei maggiori paesi dell'Area euro (Fig. 27).

Tali stime combinano l'evoluzione di indicatori economici definiti *hard indicators* (quali produzione industriale, tasso di occupazione, esportazioni e vendite al dettaglio) con quella di indicatori *soft* (quali gli indici di fiducia relativi ai diversi settori economici).

Fig. 27 Previsioni del Pil in tempo reale



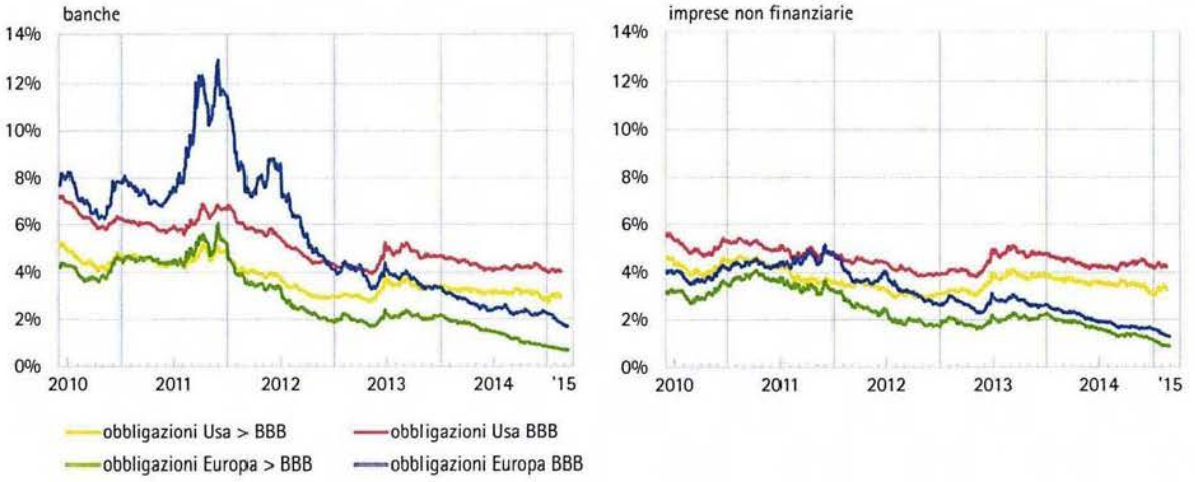
La metodologia adottata per elaborare le previsioni è basata su un modello *state-space* di dimensioni ridotte e utilizza 11 indicatori *soft* e *hard* (stime preliminari e finali del Pil; *hard indicators*: esportazioni, indice della produzione industriale, vendite al dettaglio, tasso di occupazione; *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-Quiros, 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 2015.

Con riferimento all'Italia, seppur nell'ambito di una persistente debolezza congiunturale, le previsioni di crescita indicano in prospettiva un miglioramento della situazione economica, con un passaggio da tassi di crescita del Pil negativi a valori positivi. In Spagna le *nowcasts* mostrano un consolidamento dei segnali di ripresa emersi nel corso del 2014, mentre la Francia sembra evidenziare una sostanziale stagnazione economica.

2 Le obbligazioni *corporate* e le cartolarizzazioni

Nel corso del 2014 i rendimenti delle obbligazioni societarie hanno mostrato una progressiva divaricazione tra USA e Europa, riflettendo anche gli andamenti dei rendimenti dei titoli di Stato di riferimento (Fig. 28).

Fig. 28 Rendimenti delle obbligazioni societarie
(dati giornalieri; 01/06/2010 – 31/03/2015)



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

In particolare, negli USA i rendimenti obbligazionari si sono mantenuti su livelli prossimi al 4 per cento per i titoli con rating BBB e al 3 per cento per quelli con rating superiore. In Europa, invece, i rendimenti delle obbligazioni societarie sono apparsi in costante calo sia nel settore bancario sia in quello non finanziario. A marzo 2015 i rendimenti risultano inferiori al 2 per cento per tutte le classi di rating, in ragione dell'ulteriore allentamento della politica monetaria messo in atto dalla BCE.

Con riferimento al mercato primario, le obbligazioni nette emesse dalle società non finanziarie si sono mantenute stabili su valori positivi sia in

USA sia in Europa, mentre in Italia hanno evidenziato un calo significativo (da 13 miliardi di euro circa nel 2013 a 3 miliardi nel 2014; Fig. 29). Rispetto al 2013, inoltre, risulta invariata la quota di emissioni lorde di titoli con rating di tipo speculativo (ossia inferiore a BBB).

In particolare l'Italia si caratterizza per la quota più elevata di emissioni lorde di titoli con basso merito di credito (quasi il 40 per cento del totale, a fronte di valori pari a 21 e 28 per cento circa registrati, rispettivamente, in Europa e negli USA).

Le necessità di rifinanziamento per il 2015 non risultano particolarmente elevate, con una quota di titoli in scadenza, calcolata sul totale del debito emesso, che si attesta attorno al 6 per cento negli USA e in Europa e al 7 per cento in Italia.

Le emissioni nette di obbligazioni bancarie presso investitori istituzionali permangono su livelli negativi in Europa e prossimi allo zero negli USA (Fig. 30). In Italia, invece, le emissioni destinate a investitori istituzionali sono aumentate, passando da 22 miliardi di euro nel 2013 a 26 miliardi nel 2014 con un incidenza sul totale delle emissioni del 22 per cento (16 per cento a fine 2013), mentre sono calati i titoli collocati presso gli investitori *retail*.

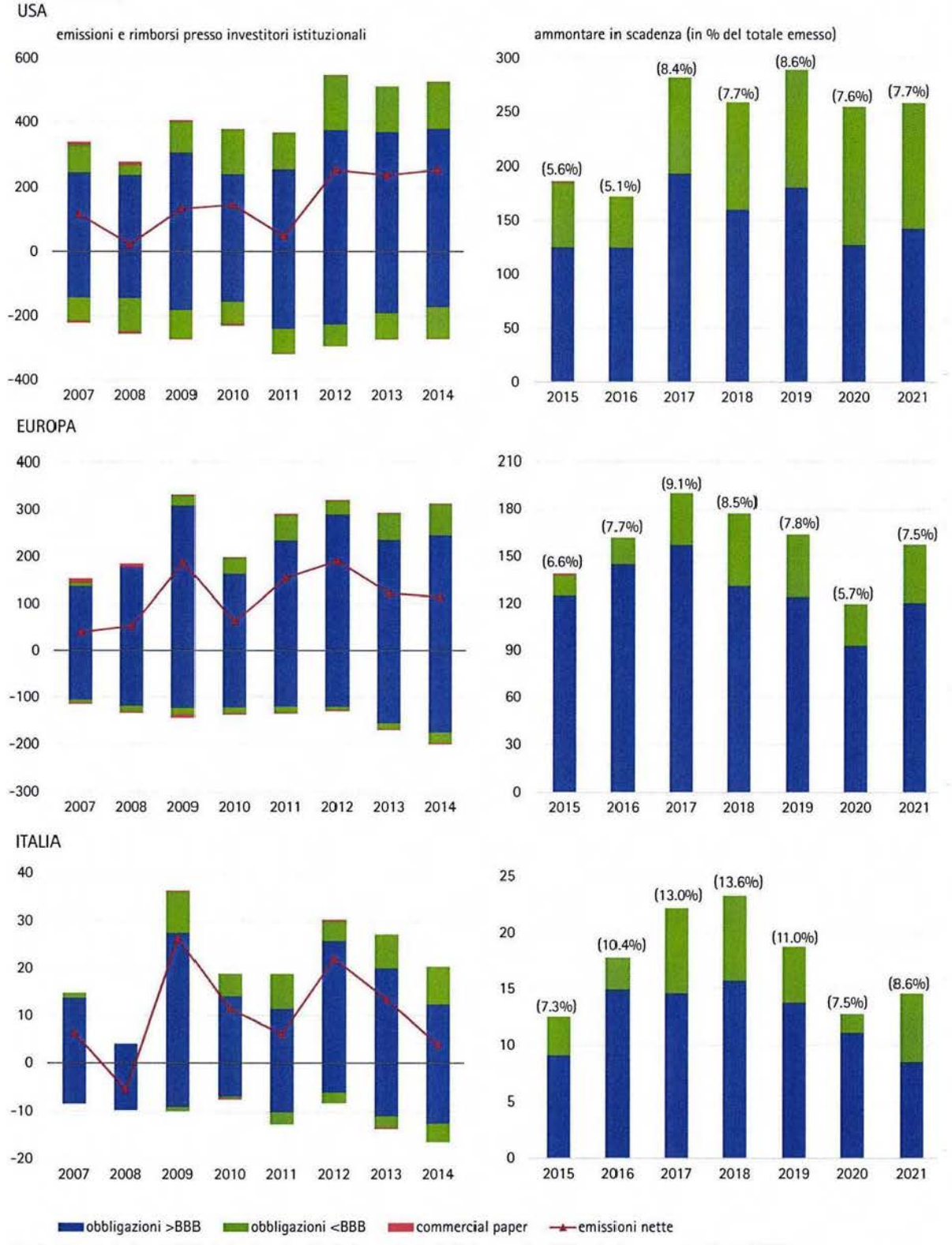
Per quanto riguarda le esigenze di rifinanziamento, nel 2015 le obbligazioni bancarie in scadenza negli USA e in Europa rappresentano, rispettivamente, il 5 e l'8 per cento del totale. Più elevata risulta, invece, la quota riferita agli istituti di credito italiani, che nel 2015 vedranno arrivare in scadenza una quota di obbligazioni superiore al 10 per cento del totale emesso dal 2007.

Nel corso del 2014 il mercato primario dei titoli cartolarizzati ha continuato segnare una sostanziale stagnazione sia negli USA sia in Europa (Fig. 31).

Negli USA il volume totale di cartolarizzazioni emesse è risultato pari a 650 miliardi di euro, in calo rispetto agli 800 miliardi registrati nel 2013. Le emissioni nette sono risultate positive solo per le cartolarizzazioni legate a mutui (170 miliardi), sebbene in calo del 30 per cento circa rispetto al 2013 (243 miliardi). In Europa il mercato presenta dimensioni molto più contenute con un totale delle emissioni lorde pari a circa 70 miliardi di euro nel 2014 (in calo rispetto agli 80 miliardi all'anno precedente). Le emissioni nette si sono mantenute su valori prossimi allo zero sia per le cartolarizzazioni legate a mutui sia per quelle legate ad altre attività.

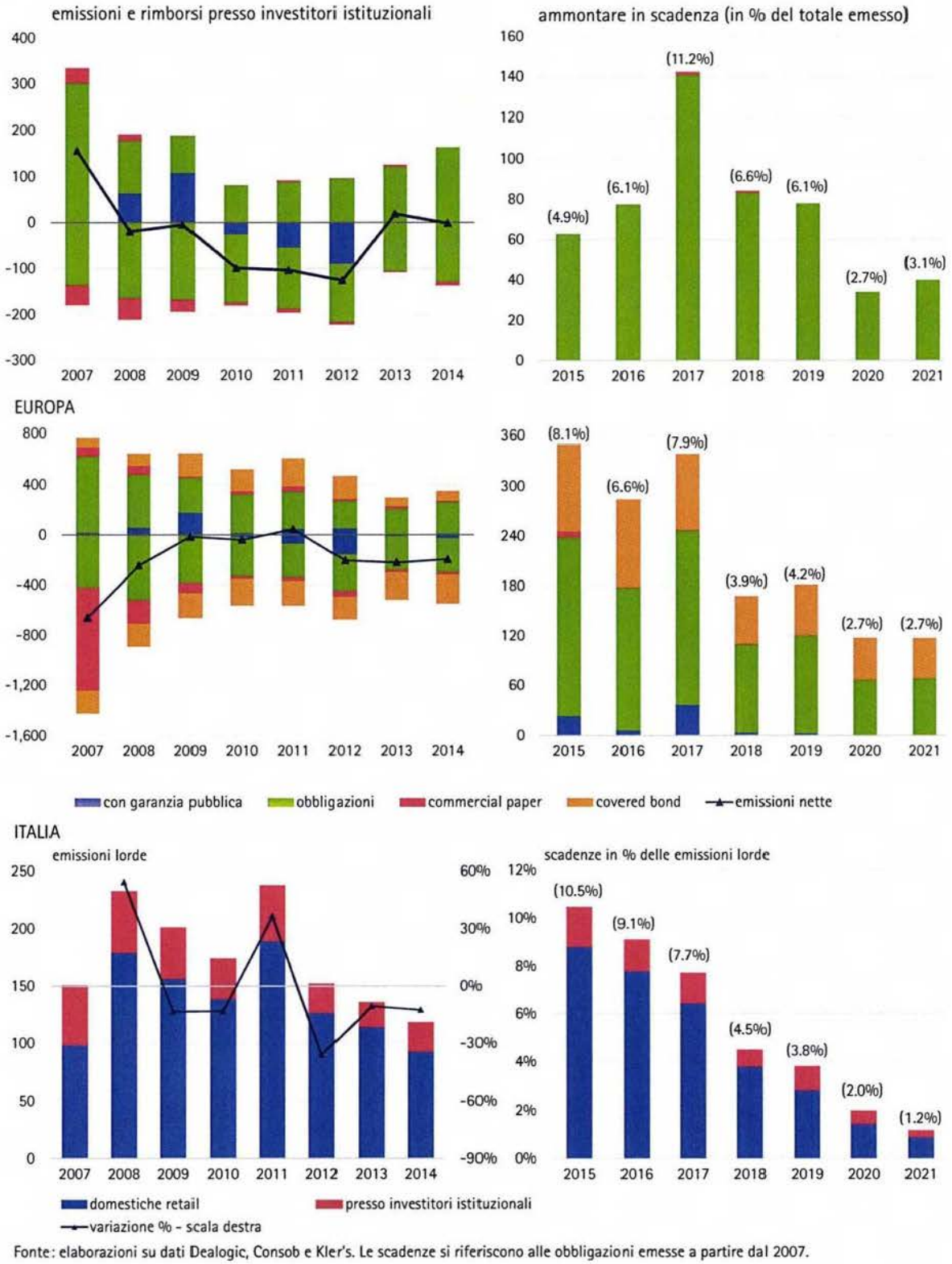
Sul mercato italiano si osservano volumi di attività marginali, sebbene le emissioni lorde complessive (7,2 miliardi di euro), risultino in crescita rispetto al 2013 (3,8 miliardi) principalmente per effetto dell'aumento dei titoli cartolarizzati con sottostanti mutui.

Fig. 29 Emissioni di obbligazioni di società non finanziarie
(miliardi di euro)



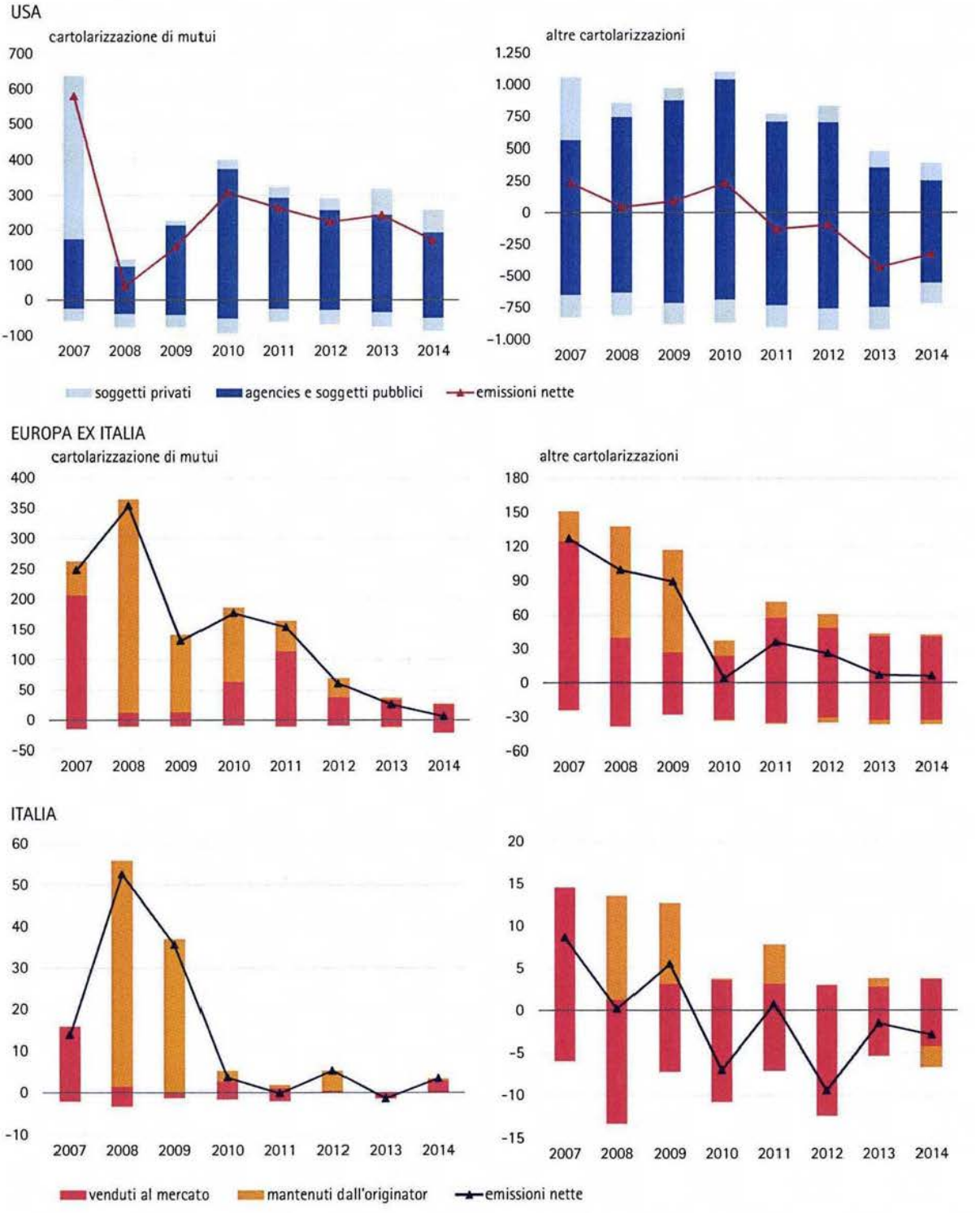
Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse a partire dal 2007.

Fig. 30 Emissioni di obbligazioni bancarie
(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 di cartolarizzazioni
(miliardi di euro)



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.

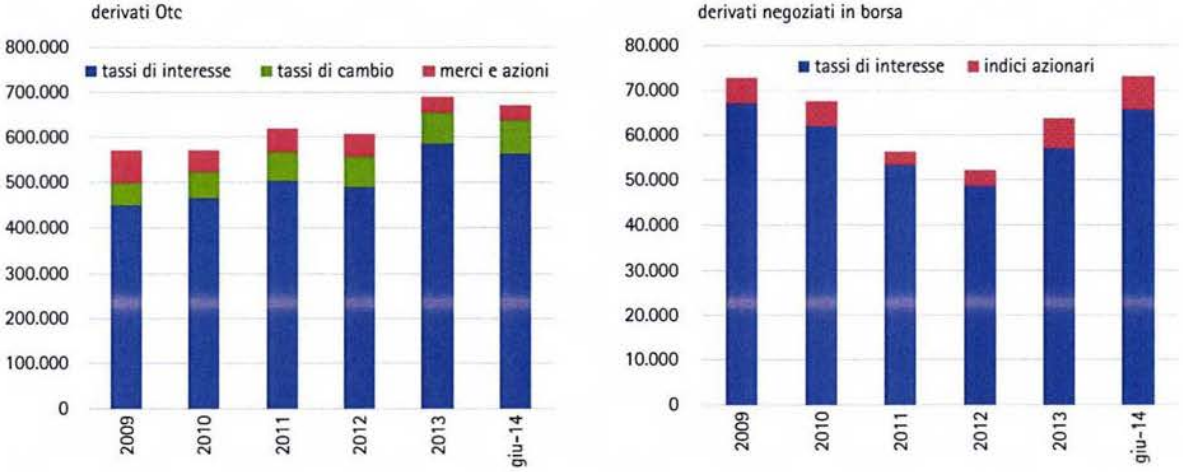
3 Gli strumenti finanziari derivati

Alla fine del primo semestre 2014 le consistenze dei derivati scambiati *over the counter* (Otc) risultavano leggermente inferiori al dato rilevato alla fine dell'anno precedente, sostanzialmente per effetto della flessione dei derivati su tassi di interesse. È invece proseguita la crescita dei volumi relativi ai derivati negoziati in borsa (Fig. 32).

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 diminuito, infatti, di circa il 3 per cento (da 689.612 a 672.029 miliardi di dollari USA tra dicembre 2013 e giugno 2014).

Nello stesso periodo, la contrazione è stata leggermente più marcata per i derivati su tassi di interesse (da 584.799 a 563.290 miliardi di dollari USA; -3,7 per cento), mentre i derivati su azioni e merci hanno registrato solo una marginale flessione (-0,9 per cento, a 3.957 miliardi di dollari). Anche per l'aumentata volatilità sui mercati valutari, è cresciuto il valore nozionale dei derivati su tassi di cambio (portatisi a 74.782 miliardi di dollari; +6 per cento).

Fig. 32 Valore nozionale lordo degli strumenti finanziari derivati nelle principali economie avanzate
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. I dati si riferiscono alle segnalazioni delle banche centrali di 13 paesi (Australia, Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito, Stati Uniti).

Con riferimento ai derivati scambiati in borsa (*exchange traded*), a metà 2014 le consistenze complessive ammontavano a 73.462 miliardi di dollari, pari all'11 per cento circa di quelle dei derivati Otc.

Il valore nozionale dei contratti su tassi di interesse, pari all'89 per cento circa del totale *exchange traded*, è risultato ancora in crescita (+15 per cento circa), ma a un ritmo inferiore rispetto al periodo precedente. Anche il valore nozionale dei

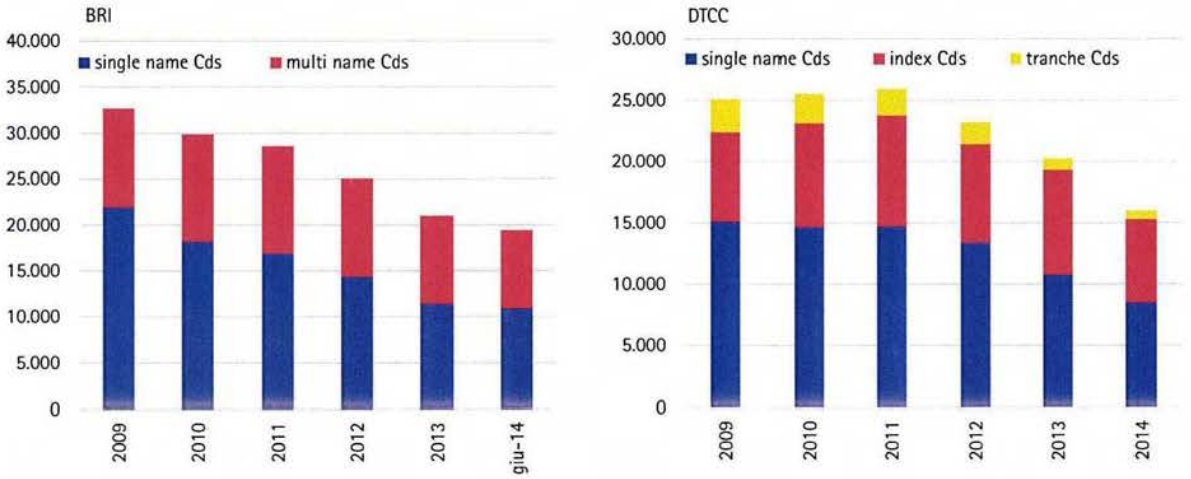
derivati su indici azionari è aumentato in misura significativa (+10 per cento circa, da 6.762 a 7.459 miliardi di dollari USA).

Sempre nel primo semestre 2014, il valore nozionale lordo dei *credit default swap* (Cds) ha continuato a ridursi, in linea con la tendenza iniziata a partire dalla crisi finanziaria del 2008 (Fig. 33).

Secondo le rilevazioni della Bri, fra dicembre 2013 e giugno 2014 il dato delle consistenze lorde di Cds è diminuito da 21.020 a 19.462 miliardi di dollari USA (-7 per cento circa). A giugno 2014 la quota dei *Cds single name* (ossia riferiti a un unico debitore) sul totale era pari al 56 per cento circa (in leggero aumento rispetto al circa 54 per cento rilevato a dicembre 2013).

Sulla base del dettaglio fornito dalla *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC), la quota preponderante, pari al 90 per cento, dei *multiname* Cds (cioè riferiti a più debitori) continua a essere rappresentata da *index* Cds (relativi a un paniere di *reference entities*), mentre la quota rimanente (in aumento al 10 per cento) è costituita da *tranche* standardizzate di *index Cds*.

Fig. 33 Valore nozionale lordo dei *credit default swap*
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)



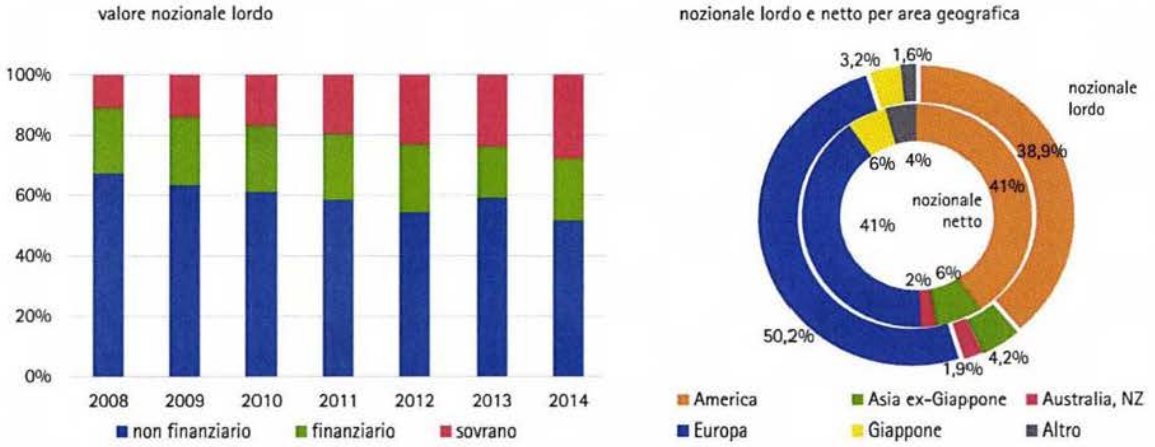
Fonte: BRI ed elaborazioni Consob su dati DTCC.

Con riferimento alla ripartizione dei Cds per tipologia di *reference entities*, a fine 2014 i Cds su emittenti sovrani rappresentano il 28 per cento circa del mercato (sia in termini di valore nozionale lordo sia di valore nozionale netto), in aumento dal 24 per cento circa di fine 2013 (Fig. 34).

La quota di mercato maggiore è tuttavia rappresentata dai Cds riferiti a emittenti *corporate* non finanziari (peraltro in calo dal 59 al 52 per cento circa in termini di valore nozionale lordo), mentre è tornata ad aumentare lievemente la consistenza dei Cds riferiti a emittenti *corporate* del settore finanziario (dal 17 al 20 per cento circa).

Per quanto riguarda l'area geografica di origine delle *reference entities* sottostanti, a fine 2014 il mercato appare sostanzialmente diviso fra Europa e America, con quote rispettivamente del 50 e 39 per cento in termini di valore nozionale lordo (entrambe al 41 per cento in termini netti). La rimanenti quote sono rappresentate soprattutto da *entities* di paesi asiatici.

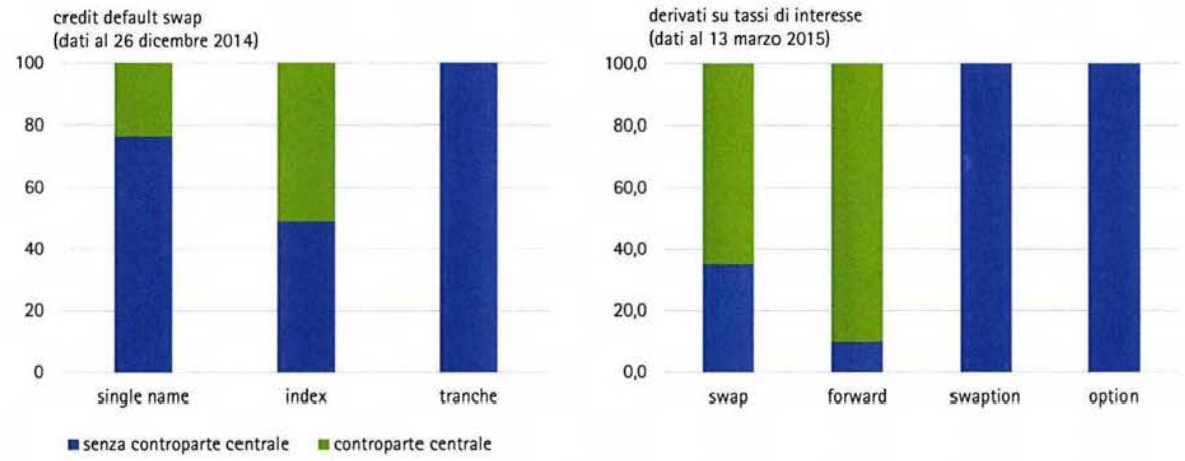
Fig. 34 Composizione percentuale del valore nozionale dei Cds per settore e paese della *reference entity*



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.

Infine, in relazione al processo di *clearing* presso controparti centrali (CCP), a fine 2014 i dati della DTCC indicano un significativo incremento dei Cds *single name* e degli *index* Cds regolati tramite CCP (con volumi rispettivamente in aumento dal 17 al 23 per cento e dal 30 al 51 per cento del valore nozionale lordo; Fig. 35).

Fig. 35 Distribuzione del valore nozionale lordo dei derivati Otc per tipologia del processo di *clearing*
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Dtcc.

Un aumento dell'attività delle *clearing houses* si registra anche con riferimento agli *interest rate swaps* e ai contratti *forward* su tassi di interesse (con volumi passati rispettivamente dal 53 al 65 e dall'83 al 90 per cento circa del valore nozionale lordo dei contratti), mentre rimane praticamente nulla la quantità di contratti di opzione e *swaption* su tassi compensata tramite CCP.

4 Il mercato delle *commodities* e il mercato dei cambi

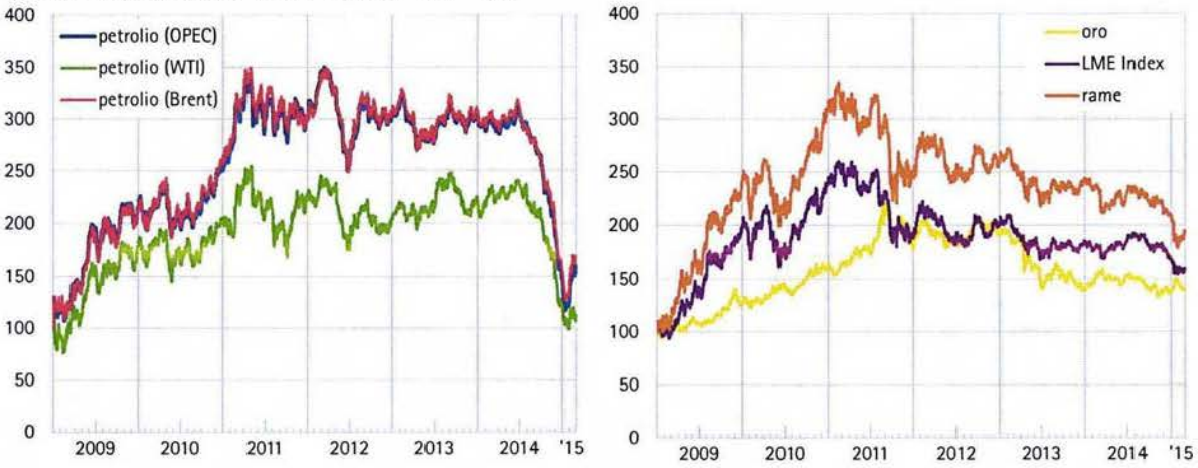
Nella seconda metà del 2014 il prezzo del petrolio è crollato verso i livelli espressi a inizio 2009, a fronte di un eccesso di offerta e di una domanda mondiale debole (Fig. 36).

L'offerta di petrolio è rimasta elevata nel corso del 2014, nonostante le aspettative di riduzione della produzione legate a tensioni geopolitiche. Nel nord America prosegue a ritmi relativamente importanti la produzione di *shale gas* e *shale oil*, che nel breve-medio periodo potrebbero rivelarsi efficaci succedanei di prodotti petroliferi derivanti da attività estrattiva tradizionale.

Il prezzo dei metalli, preziosi e non, è in progressivo declino dal 2012, sebbene nei primi mesi del 2015 si osservino deboli segnali di ripresa legati al lieve miglioramento del quadro congiunturale.

Fig. 36 Petrolio e metalli

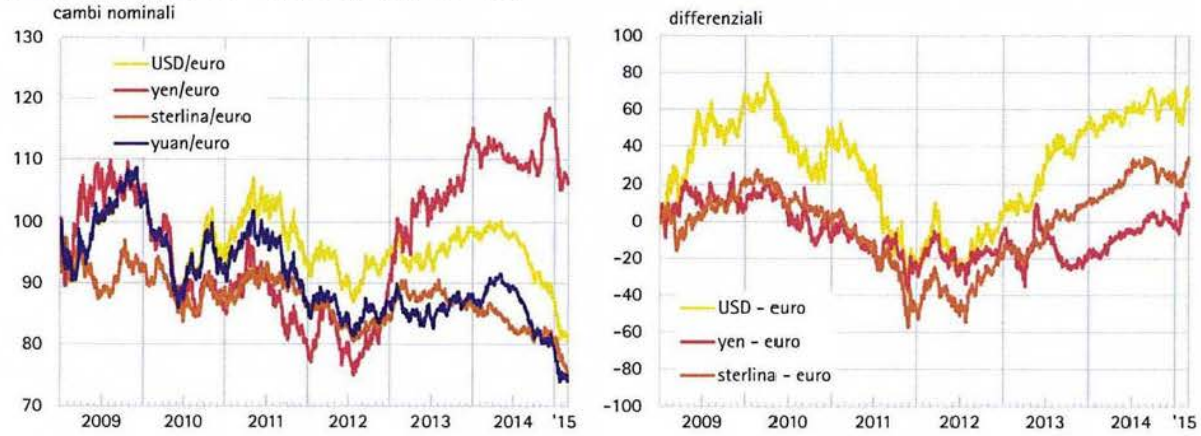
(dati giornalieri; 01/01/2009 – 28/02/2015; 01/01/2009 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Nella seconda parte del 2014 l'euro ha subito un forte deprezzamento nei confronti delle principali valute internazionali, ad eccezione dello yen (Fig. 37). Nei primi mesi del 2015, inoltre, la moneta comune europea ha visto un deprezzamento anche rispetto alla valuta nipponica. Tale fenomeno riflette in parte la dinamica dei tassi di interesse, che si collocano su livelli molto bassi nell'Area euro mentre risultano più elevati e in crescita nel Regno Unito e negli USA.

Fig. 37 Tassi di cambio nominali e differenziali di interesse
(dati giornalieri; 01/01/2009 - 28/02/2015; 01/01/2009 = 100)

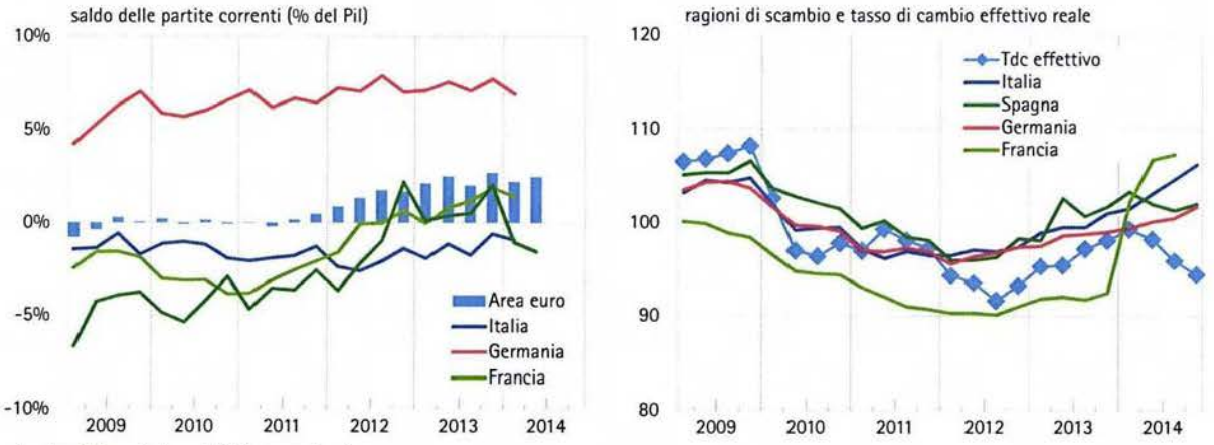


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Il differenziale dei tassi di interesse è calcolato utilizzando i *benchmark yield* su titoli di debito pubblico con durata decennale. Il *benchmark yield* dell'Area euro è una media ponderata dei tassi decennali prevalenti nei singoli paesi membri.

La debolezza dell'euro rispetto alle principali valute internazionali potrebbe rappresentare un'occasione di sostegno della domanda aggregata attraverso il canale estero.

Il saldo delle partite correnti nell'Eurozona si mantiene su valori positivi e potrebbe, nel medio periodo, beneficiare del corrente indebolimento del tasso di cambio (nominale ed effettivo). Il saldo delle partite correnti disaggregato per paese riflette significative eterogeneità tra i principali Stati membri, con la Germania in attivo a fronte dei saldi negativi esibiti da Italia e Spagna. A partire dal 2012 il generalizzato miglioramento delle ragioni di scambio ha contribuito all'incremento dell'avanzo commerciale aggregato dell'Area euro (Fig. 38).

Fig. 38 Bilancia commerciale e ragioni di scambio
(dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

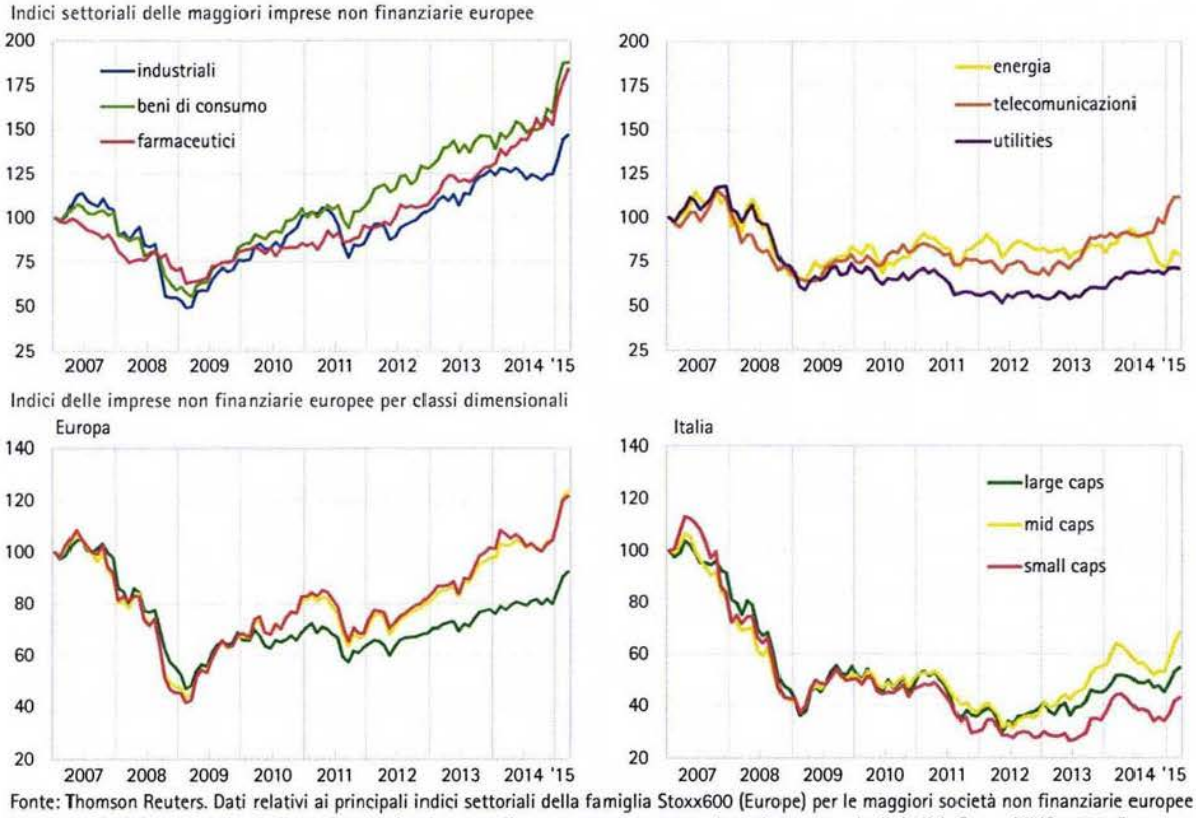
PAGINA BIANCA

Le società non finanziarie III

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

Nel corso del 2014 l'andamento dei corsi azionari delle società non finanziarie europee è stato disomogeneo tra settori. In particolare, le società attive nei comparti dei beni di consumo, farmaceutici e telecomunicazioni hanno sperimentato un andamento positivo, a fronte della sostanziale stabilità registrata dagli emittenti industriali e della flessione subita dal settore energetico connessa al calo del prezzo del petrolio. A livello europeo i corsi azionari relativi ai settori *utilities* ed energia rimangono su livelli inferiori a quelli registrati nel 2007 (Fig. 39).

Fig. 39 Andamento dei corsi azionari delle principali imprese quotate non finanziarie europee per settore e dimensione
(dati mensili; gennaio 2007=100)



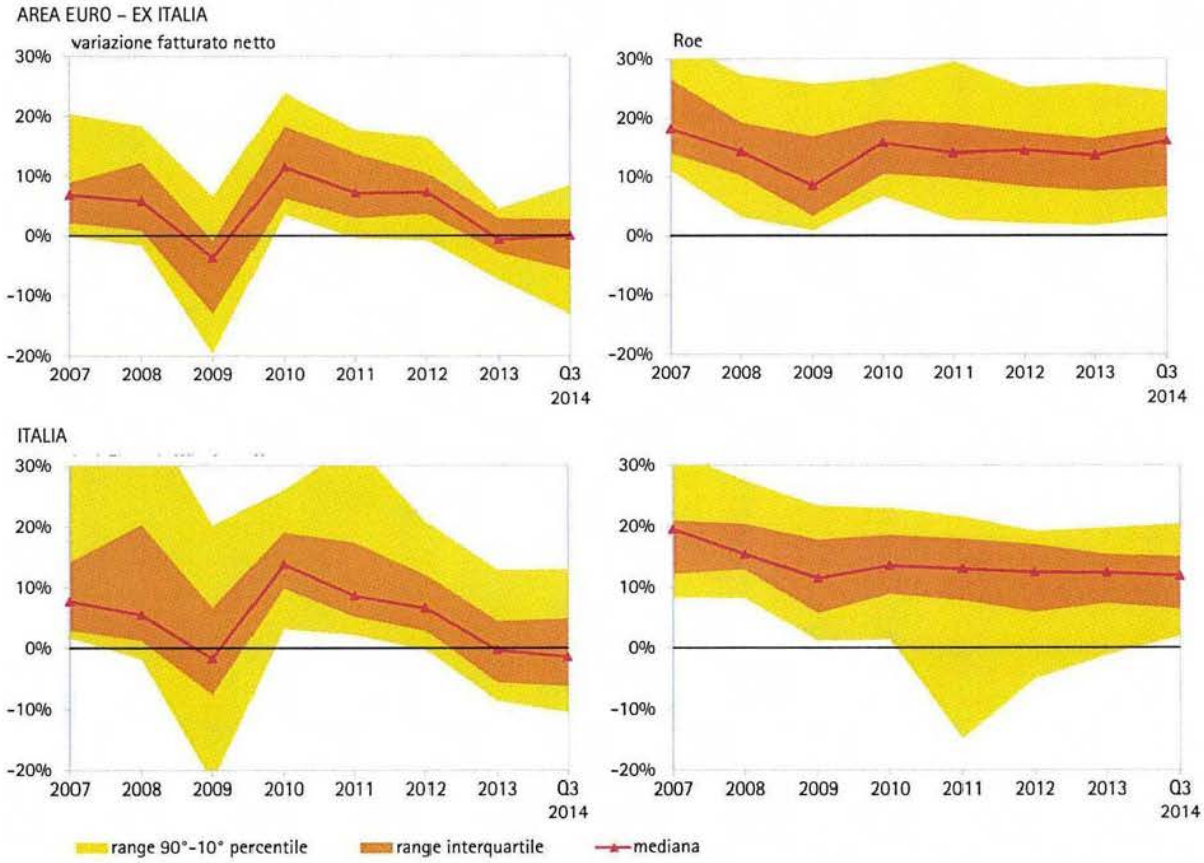
Fonte: Thomson Reuters. Dati relativi ai principali indici settoriali della famiglia Stoxx600 (Europe) per le maggiori società non finanziarie europee per capitalizzazione. Le classi dimensionali piccole e medie sono rappresentate, rispettivamente, dagli indici Stoxx MidCap200 Europe e SmallCap200 Europe per le società europee e dagli indici Ftse Mib Mid Cap e Small Cap per le società italiane; le Large cap europee e italiane sono rappresentate, rispettivamente, dallo Stoxx50 e dal Ftse Mib.

Disomogeneità si colgono anche nell'andamento dei corsi azionari delle società quotate non finanziarie europee per dimensione. In particolare, a partire dal 2011, le quotazioni delle società europee medio-piccole hanno evidenziato un trend di crescita maggiore rispetto alle grandi e, nonostante la flessione sperimentata nel corso del 2014, si sono riportate su livelli superiori a quelli pre-crisi. A livello domestico i corsi sono cresciuti soprattutto per le imprese medio-grandi, sebbene essi rimangano su livelli notevolmente inferiori a quelli raggiunti a inizio 2007 per tutte le classi dimensionali.

2 La redditività e l'indebitamento delle imprese quotate

Nei primi nove mesi del 2014 il fatturato delle maggiori imprese non finanziarie è rimasto stabile nell'Area euro ad eccezione dell'Italia dove, invece, è apparso in calo. La redditività rispetto al patrimonio netto (Roe) è aumentata per le società non finanziarie europee, mentre ha mostrato una sostanziale stabilità per quelle italiane (Fig. 40).

Fig. 40 Ricavi e redditività delle principali imprese quotate non finanziarie dell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese non finanziarie appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e al Ftse Mib. La variazione annuale del fatturato è calcolata rispetto al dato *restated* dell'anno precedente. Per il terzo trimestre 2014 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati.

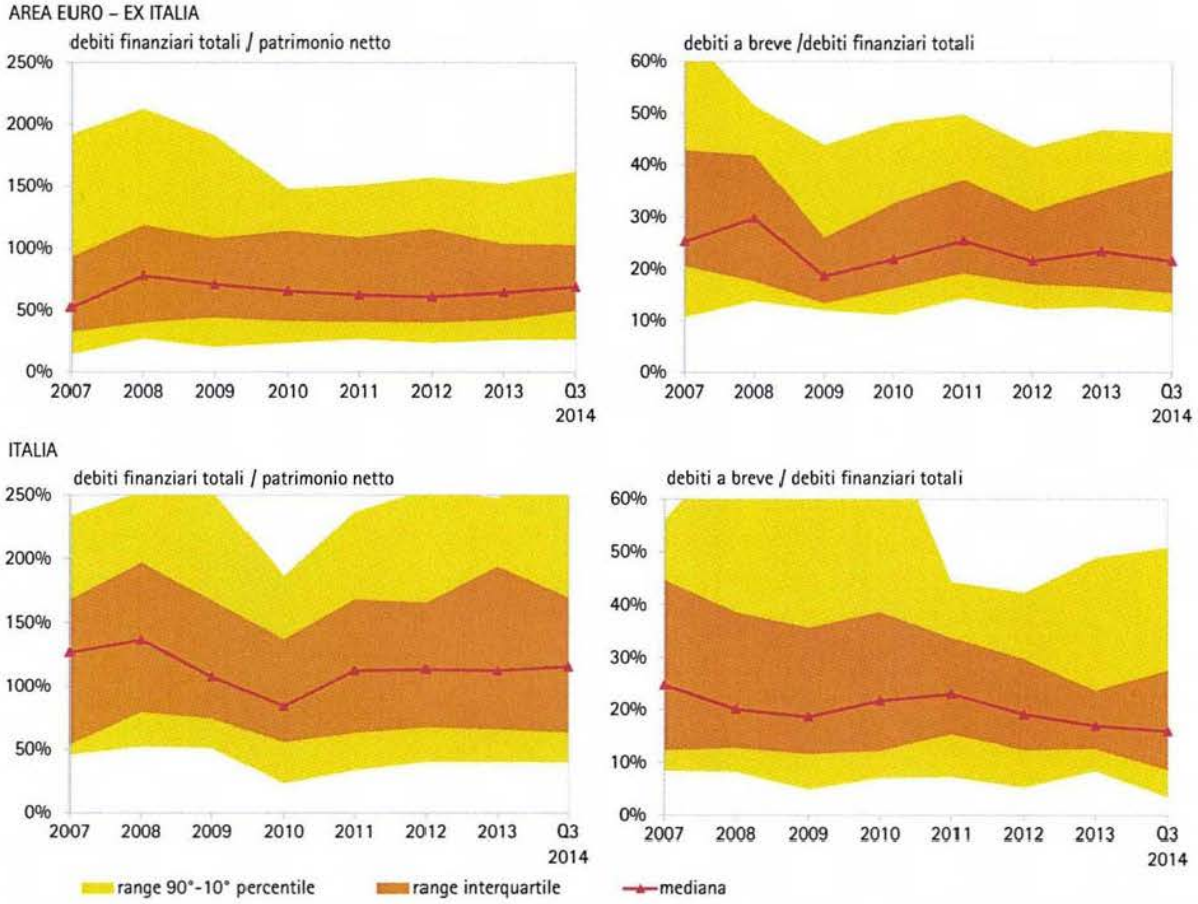
Nel complesso la redditività delle maggiori imprese non finanziarie italiane resta più bassa rispetto alla media dell'Area euro. In particolare, in Italia il valore mediano del Roe delle imprese industriali si è collocato attorno al 12 per cento a fronte di valori del 16 per cento circa relativi alle maggiori imprese dell'Eurozona.

Con riferimento all'indebitamento, l'Italia continua a caratterizzarsi per una leva finanziaria delle maggiori società industriali quotate (data dal rapporto tra debiti finanziari totali e patrimonio netto) significativamente più elevata rispetto alla media dell'Area euro (Fig. 41).

Nello specifico, il valore mediano della leva finanziaria al 30 settembre 2014 è risultato superiore al 100 per cento per le imprese non finanziarie italiane a fronte di un valore prossimo al 70 per cento esibito dai principali *competitors* europei.

La struttura finanziaria delle imprese italiane non mostra, tuttavia, un significativo squilibrio verso fonti di finanziamento a breve rispetto alle maggiori società quotate europee.

Fig. 41 Struttura e sostenibilità del debito delle principali imprese quotate non finanziarie dell'Area euro

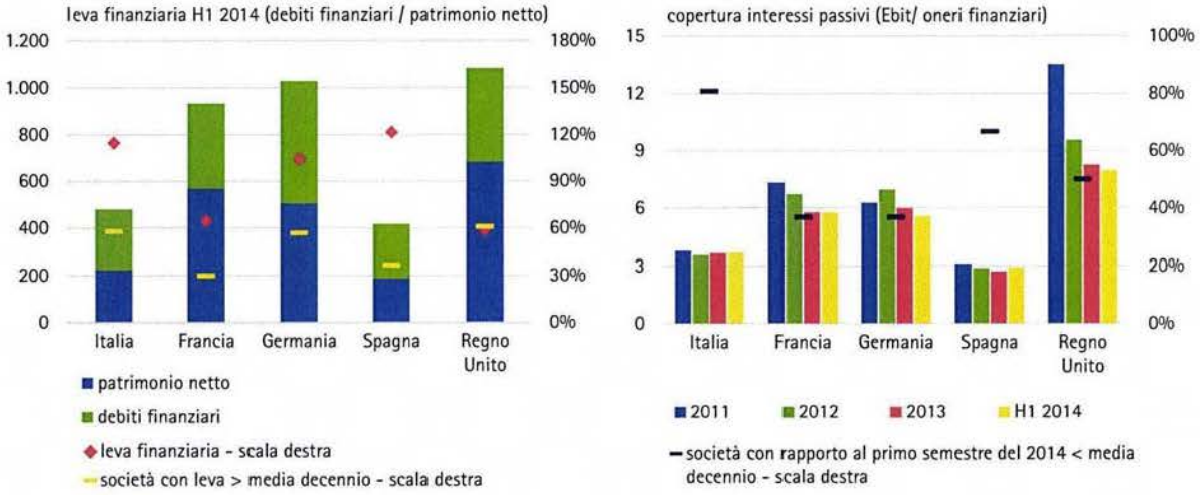


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese non finanziarie appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e al Ftse Mib. Per il terzo trimestre 2014 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati.

Nei primi nove mesi del 2014, infatti, l'incidenza dei debiti finanziari a breve è risultata pari al 16 per cento circa per le imprese italiane e al 21 per cento per quelle dell'Area euro.

Nonostante la minore incidenza dei debiti a breve, le imprese italiane, assieme a quelle spagnole, mostrano una maggiore vulnerabilità finanziaria rispetto alle società industriali degli altri principali paesi europei, con una quota elevata di società caratterizzate da un *leverage* superiore alla propria media di lungo periodo. Tale vulnerabilità è confermata anche dal più basso rapporto tra reddito operativo (Ebit) e oneri finanziari (Fig. 42).

Fig. 42 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 settembre 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Per il primo semestre 2014 sono rappresentati dati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

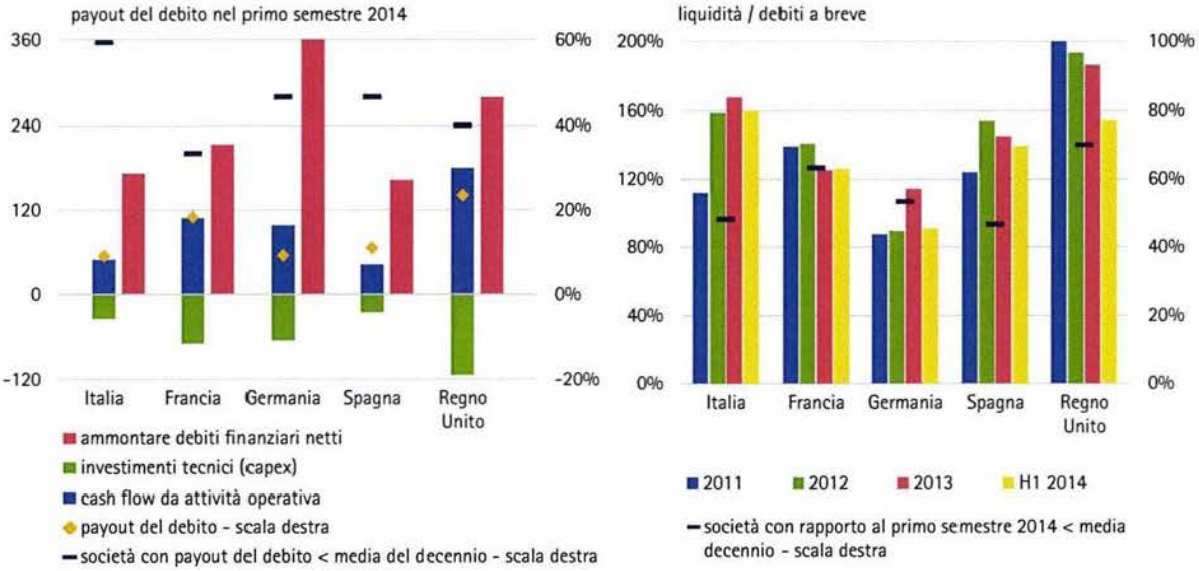
In particolare, tra le maggiori società non finanziarie quotate, quelle italiane e spagnole esibiscono un Ebit che supera di sole tre volte l'ammontare degli oneri finanziari, a fronte di un valore pari a sei volte per le imprese tedesche e francesi e pari a otto volte circa per quelle inglesi. In aggiunta, la quota di società che mostra un grado di copertura degli oneri finanziari inferiore alla propria media di lungo periodo risulta molto elevata in Italia (80 per cento) e in Spagna (poco più del 60 per cento).

La vulnerabilità finanziaria emerge anche dal raffronto tra l'ammontare dei debiti finanziari netti e il flusso di cassa disponibile per il rimborso dei debiti (dato dal flusso di cassa operativo al netto delle somme necessarie a coprire gli investimenti tecnici) sintetizzato dal rapporto tra queste due grandezze (ossia il cosiddetto *payout* del debito; Fig. 43).

A fine giugno 2014, circa il 60 per cento delle maggiori società quotate italiane mostrava un *payout* del debito inferiore alla propria media di lungo periodo, a fronte di valori prossimi al 50 per cento per le imprese tedesche e spagnole e, rispettivamente, al 40 e al 35 per cento per quelle inglesi e francesi.

Nel medesimo periodo le disponibilità liquide rispetto all'ammontare dei debiti a breve risultavano più elevate per le imprese italiane, spagnole e inglesi, nonostante il calo subito rispetto ai valori osservati a fine 2013.

Fig. 43 *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 settembre 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Il *payout* del debito è il rapporto tra il *cash flow* da attività operative (al netto degli investimenti tecnici) e i debiti finanziari netti. Per il primo semestre 2014 sono rappresentati dati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

3 I flussi finanziari delle imprese

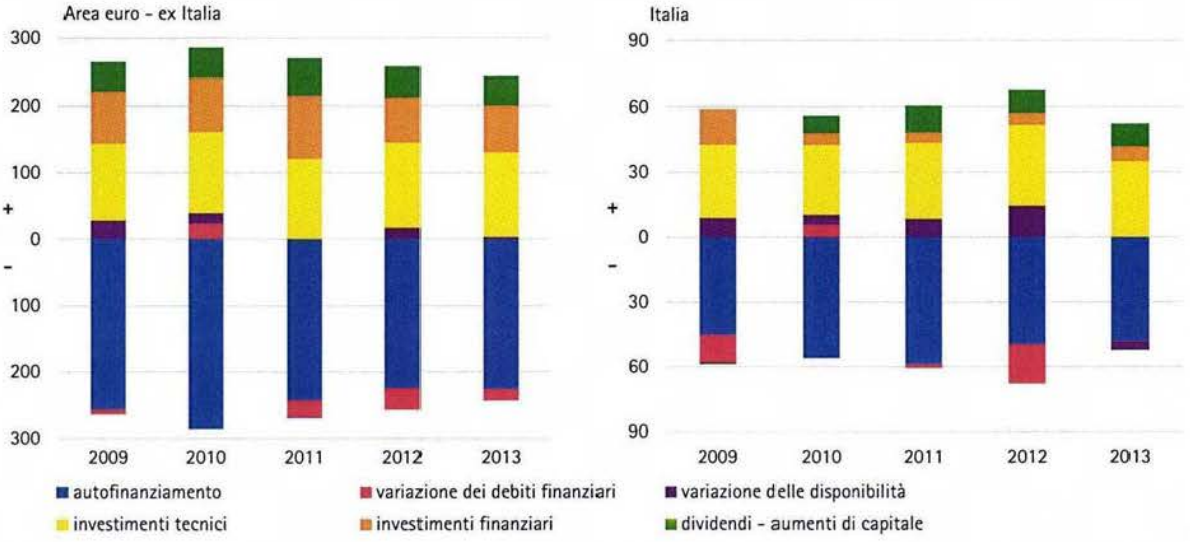
Nel 2013 i flussi finanziari riferiti alle maggiori imprese quotate dell'Area euro si sono ridotti di 14 miliardi di euro circa rispetto al 2012 (Fig. 44). L'autofinanziamento ha rappresentato la fonte più consistente di risorse poste a copertura del fabbisogno finanziario delle imprese europee, con un'incidenza sul totale pari al 93 per cento (87 per cento nel 2012). A fronte dell'incremento del peso dell'autofinanziamento, l'incidenza dei debiti finanziari si è ridotta, passando dal 13 per cento circa del 2012 al 7 per cento del 2013.

Con riferimento agli impieghi, nel 2013 gran parte delle risorse sono state utilizzate per effettuare investimenti tecnici per un ammontare complessivo di 127 miliardi di euro, pari al 52 per cento circa del totale degli impieghi. Gli investimenti finanziari sono lievemente cresciuti sia in termini assoluti (da 67 miliardi nel 2012 a circa 70 miliardi nel 2013) sia in termini di incidenza sul totale degli impieghi (passando dal 26 al 28 per cento circa). L'incremento delle disponibilità liquide di circa 3 miliardi di euro è risultato significativamente inferiore rispetto a quello registrato nel 2012 (16 miliardi). La distribuzione di dividendi, infine, ha assorbito il 18 per cento del totale delle risorse, per un ammontare complessivo di circa 43 miliardi.

I flussi finanziari riferiti alle maggiori imprese quotate italiane hanno mostrato dinamiche analoghe a quelle dei *competitors* europei.

Sul fronte delle risorse, come di consueto, la principale fonte è risultata essere l'autofinanziamento, la cui incidenza sul totale delle fonti ha registrato un incremento di 19 punti percentuali (raggiungendo il 92 per cento dal 73 per cento nel 2012). Sul fronte degli investimenti, anche per le maggiori imprese quotate italiane gran parte delle risorse sono state utilizzate per realizzare investimenti tecnici (per 35 miliardi, pari al 66 per cento del totale). Gli investimenti finanziari e i dividendi (pari, rispettivamente, a 7 e 10 miliardi di euro circa) hanno rappresentato, rispettivamente, il 13 e il 20 per cento circa degli impieghi totali, entrambi in crescita rispetto al 2012. Le disponibilità liquide si sono invece ridotte nel 2013 di circa 4 miliardi di euro.

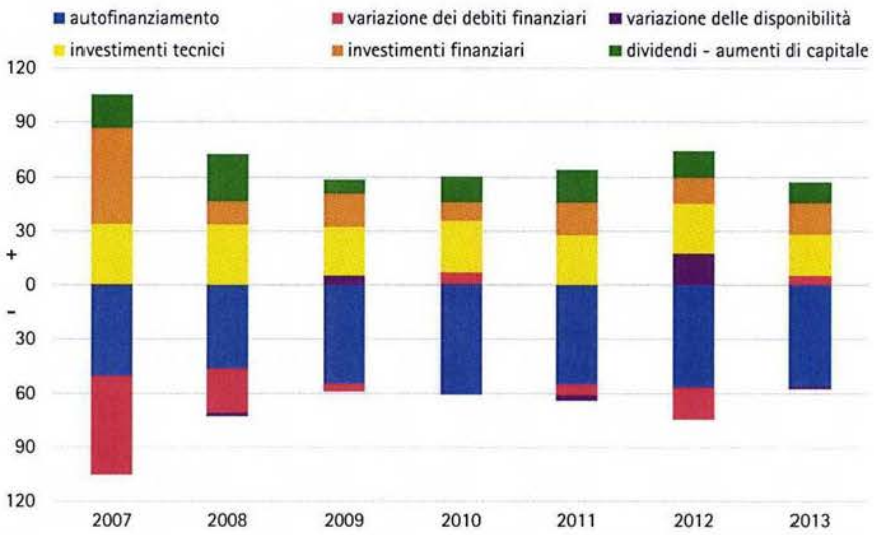
Fig. 44 Impieghi (+) e fonti (–) di risorse finanziarie per le principali imprese quotate non finanziarie dell'Area euro
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese non finanziarie appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e al Ftse Mib.

Le grandi e medie imprese italiane incluse nel campione selezionato da Mediobanca, comprendente sia le grandi imprese quotate sia le società non quotate di grandi e medie dimensioni, mostrano dinamiche parzialmente diverse rispetto a quelle relative al campione di società quotate (Fig. 45). In particolare, l'autofinanziamento rappresenta la quasi totalità delle risorse raccolte dalle società (97 per cento circa, in forte crescita rispetto al 75 per cento registrato nel 2012), come per le imprese quotate. Tuttavia, l'impiego risorse in investimenti tecnici è risultato inferiore (40 per cento del totale), mentre quello relativo a investimenti finanziari è risultato superiore (30 per cento circa).

Fig. 45 Impieghi (+) e fonti (–) di risorse finanziarie per le imprese non finanziarie italiane
(miliardi di euro)



Fonte: Mediobanca, 'Dati cumulativi di 2.050 società italiane', edizione 2014. 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.

4 I fattori di vulnerabilità delle imprese quotate

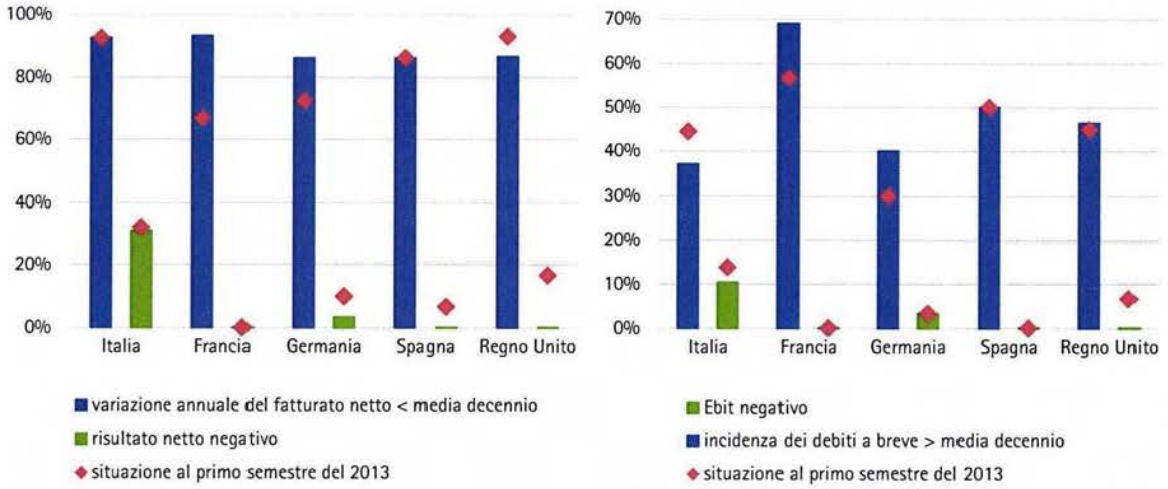
La vulnerabilità delle maggiori imprese non finanziarie italiane risulta notevole se valutata contestualmente rispetto all'andamento della redditività e al grado di indebitamento a breve termine (Fig. 46).

Con riferimento alla redditività, a metà 2014 oltre il 30 per cento delle imprese italiane considerate ha mostrato un risultato netto negativo, a fronte di valori prossimi allo zero per le maggiori imprese degli altri principali paesi europei. Nel medesimo periodo, oltre il 90 per cento delle imprese italiane ha visto una variazione nel fatturato inferiore alla propria media di lungo periodo.

In Italia, inoltre, la quota di imprese con un Ebit negativo è risultata in calo (collocandosi al 10 per cento rispetto al 14 per cento registrato nel primo semestre del 2013), pur mantenendosi su livelli superiori a quelli mostrati dalle imprese degli altri principali paesi europei.

Per quanto riguarda la struttura finanziaria, la quota di imprese italiane con un peso dei debiti a breve superiore alla propria media di lungo periodo è risultata inferiore al 40 per cento (45 per cento a fine giugno del 2013). Tale quota, invece, ha segnato un incremento significativo in Francia e Germania (passando, rispettivamente, dal 57 al 70 per cento e dal 30 al 40 per cento), mentre è rimasta invariata in Spagna e Regno Unito (collocandosi, rispettivamente, al 50 e 45 per cento).

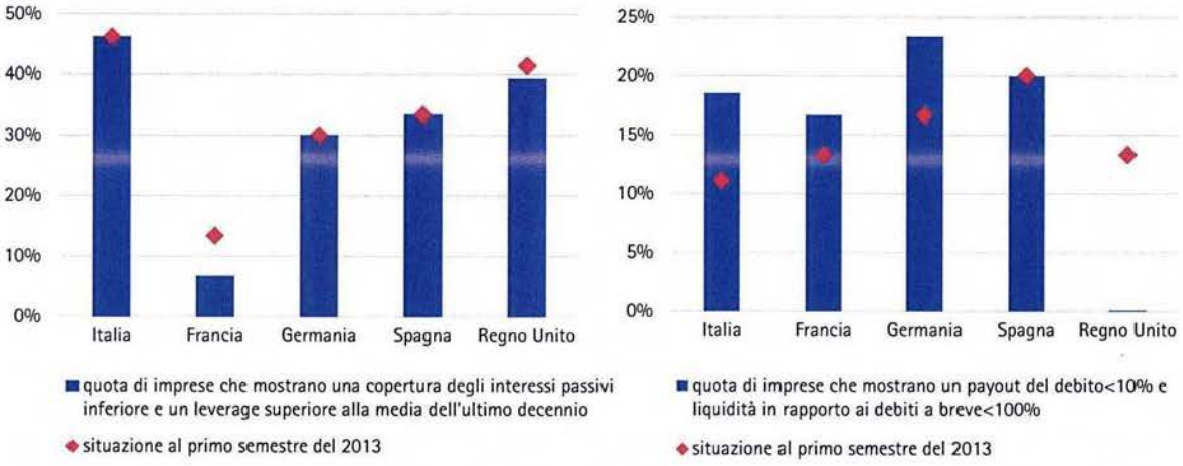
Fig. 46 Peso delle maggiori imprese quotate non finanziarie con bassa redditività ed elevato indebitamento a breve
(numero di società in percentuale del campione esaminato al primo semestre 2014)



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

Il peso delle società che mostrano, contestualmente, sia un basso grado di copertura degli interessi passivi sia un elevato *leverage* è rimasto stabile in Italia, Germania e Spagna, mentre è apparso in calo in Francia e Regno Unito. L'Italia, tuttavia, continua a caratterizzarsi per una quota più elevata di imprese con evidenti vulnerabilità finanziarie, anche per effetto della debole congiuntura economica (Fig. 47).

Fig. 47 Vulnerabilità finanziaria delle maggiori imprese quotate non finanziarie
(numero di società in percentuale del campione esaminato al primo semestre 2014)

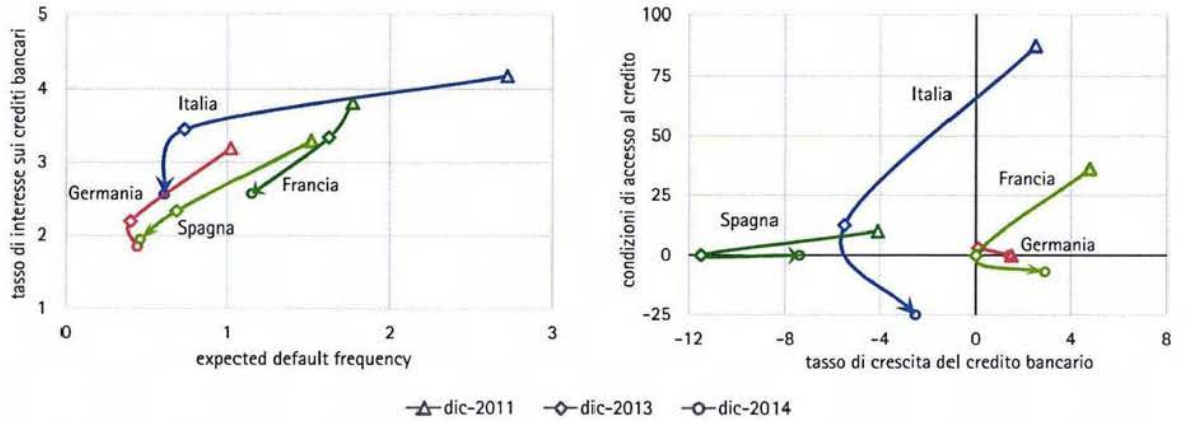


Fonte: elaborazioni su dati annualizzati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a settembre 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Confronta Note metodologiche.

La vulnerabilità finanziaria delle imprese europee potrà essere mitigata dal progressivo allentamento delle condizioni di accesso al credito che nel 2014 si è registrato nei maggiori paesi dell'Eurozona (Fig. 48). Emergono altresì segnali di miglioramento nella dinamica degli impieghi delle

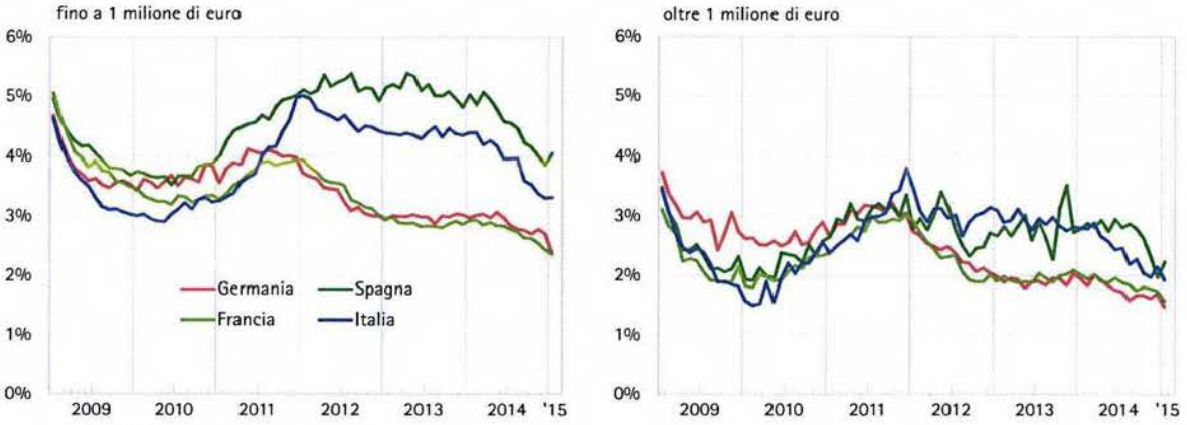
banche alle società non finanziarie, sebbene il relativo tasso di crescita continui ad essere negativo in Italia e Spagna. Prosegue la contrazione del divario tra i tassi di interesse applicati dalle banche nei paesi *core* e periferici. Tuttavia il costo del credito bancario, sebbene in calo, continua a risultare superiore per le imprese italiane e spagnole (Fig. 49).

Fig. 48 Andamento del credito bancario e frequenza attesa di *default* (Edf) delle principali imprese quotate non finanziarie
(valori percentuali)



Fonte: BCE e Moody's Credit Edge. L'inasprimento delle condizioni di accesso al credito è misurato dalla quota di banche che hanno dichiarato di aver ristretto l'accesso al credito al netto di quelle che hanno dichiarato un allentamento (per la Francia il valore è ponderato per l'ammontare dei crediti in essere per ciascuna banca). L'aumento del credito è misurato dal tasso di crescita annuale dei crediti bancari concessi alle imprese non finanziarie. La frequenza attesa di *default* (a un anno) è calcolata come media del 25°, 50° e 75° percentile; il campione comprende imprese quotate.

Fig. 49 Tassi di interesse bancari sui prestiti alle imprese non finanziarie nei principali paesi dell'Area euro
(dati mensili; gennaio 2009 – gennaio 2015)



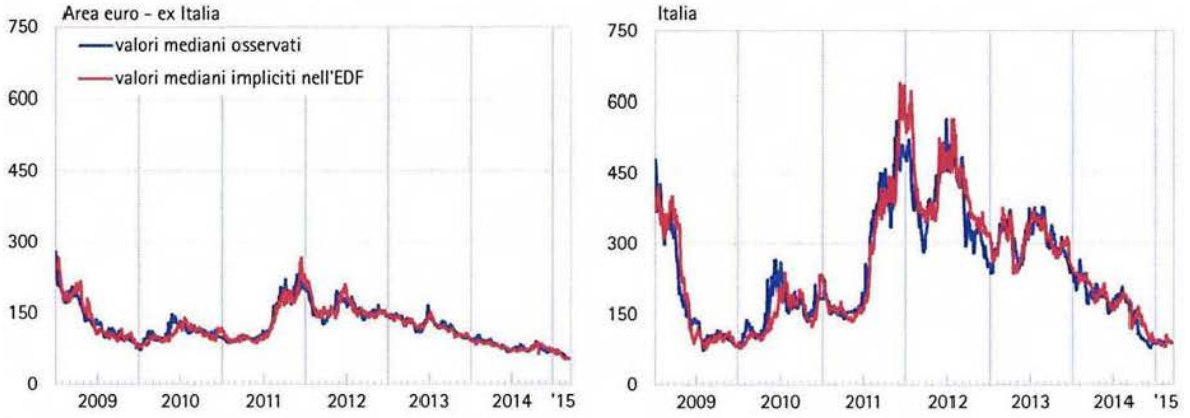
Fonte: BCE; tassi d'interesse sui nuovi prestiti.

L'andamento delle quotazioni dei Cds effettivi e impliciti nella frequenza attesa di *default* riflette la percezione di una minore vulnerabilità delle maggiori società quotate europee da parte del mercato (Fig. 50).

In particolare nel corso del 2014 le quotazioni dei Cds delle società italiane si sono notevolmente ridotte collocandosi attorno ai 100 punti base, a fronte di valori solo leggermente inferiori relativi alle maggiori imprese dell'Area euro (80 punti

circa). Tale andamento emerge anche con riferimento alle quotazioni dei Cds calcolate sulla base di modelli teorici.

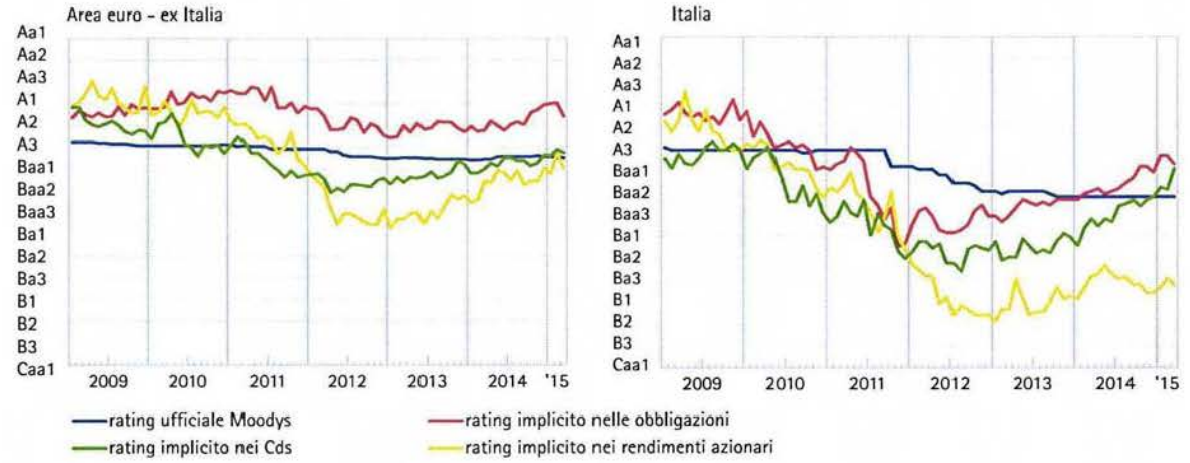
Fig. 50 Quotazioni dei Cds a 5 anni effettive e implicite nella frequenza attesa di *default* (Edf) per le principali società quotate non finanziarie
(valori in punti base; dati giornalieri; 01/01/2009 – 20/03/2015)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters 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 2014 i rating impliciti nei rendimenti obbligazionari delle principali società non finanziarie dell'Area euro hanno continuato ad attestarsi a livelli superiori a quelli ufficiali, ossia ai giudizi rilasciati dall'agenzia Moody's, mentre i rating impliciti nei rendimenti azionari e nei prezzi dei Cds hanno raggiunto e si sono allineati a quelli ufficiali (Fig. 51). I rating impliciti delle maggiori società quotate italiane mostrano un'evoluzione simile, ad eccezione di quelli impliciti nei rendimenti azionari, che invece permangono a livelli stabilmente inferiori a quelli ufficiali di circa quattro *notch*.

Fig. 51 Rating impliciti nei prezzi degli strumenti finanziari delle principali imprese quotate non finanziarie
(dati mensili; gennaio 2009 – marzo 2015)



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. Dati disponibili al 29 marzo 2015.

Le banche e le assicurazioni IV

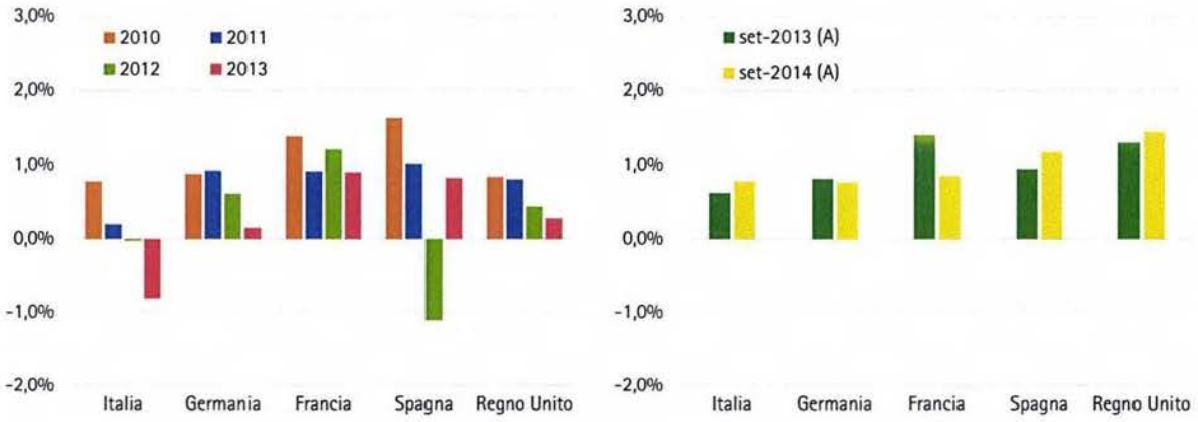
1 La redditività delle banche quotate

Nei primi nove mesi del 2014, la redditività delle principali banche europee misurata rispetto agli attivi ponderati per il rischio (RWA) ha sperimentato un andamento eterogeneo, registrando un lieve incremento in Italia, Spagna e Regno Unito, a fronte di un calo in Francia e di una sostanziale stabilità in Germania (Fig. 52).

Nel contesto europeo le maggiori banche italiane continuano a caratterizzarsi per una redditività contenuta.

Il brusco calo reddituale osservato nel 2013 è legato alle misure di pulizia dei bilanci poste in essere in vista del *comprehensive assessment* condotto dalla BCE sulle maggiori banche dell'Area euro prima dell'avvio del Meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism* – SSM). La valutazione della qualità degli attivi bancari (*asset quality review* – AQR) e il successivo stress test si sono basati, infatti, sui dati di bilancio a fine 2013.

Fig. 52 Evoluzione della redditività delle principali banche quotate europee

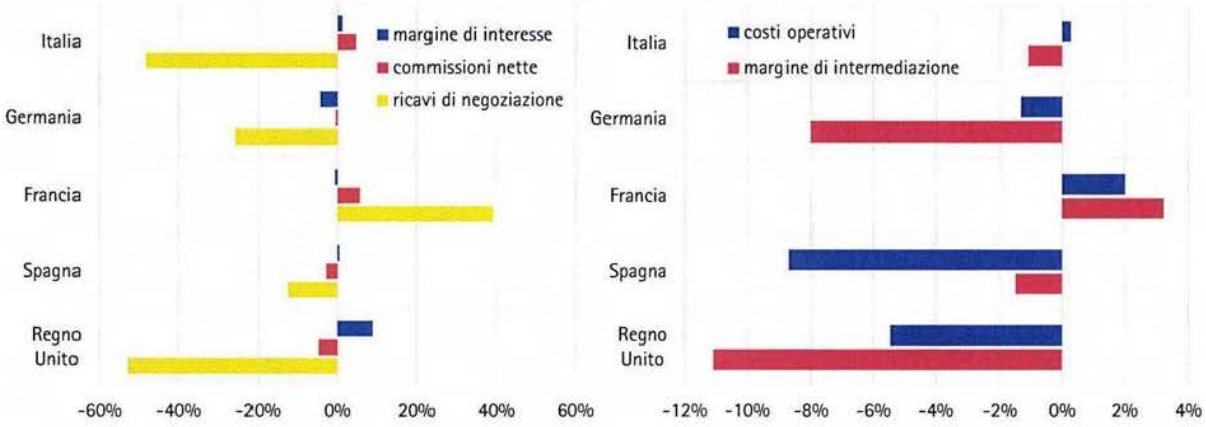


Fonte: elaborazioni sui bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee. Confronta Note metodologiche. L'utile ante imposte è al lordo delle rettifiche sull'avviamento. I dati al 30 settembre sono annualizzati e parzialmente stimati.

Il lieve miglioramento della redditività dei maggiori enti creditizi italiani, spagnoli e britannici non risulta associato, tuttavia, a un incremento dei ricavi complessivi bensì alla contrazione degli attivi ponderati per il rischio. Il margine di intermediazione, infatti, si è ridotto nel medesimo

periodo per tutte le principali banche europee, ad eccezione di quelle francesi, per effetto del calo dei ricavi di negoziazione (Fig. 53).

Fig. 53 Evoluzione della composizione dei ricavi delle principali banche quotate europee nei primi nove mesi del 2014

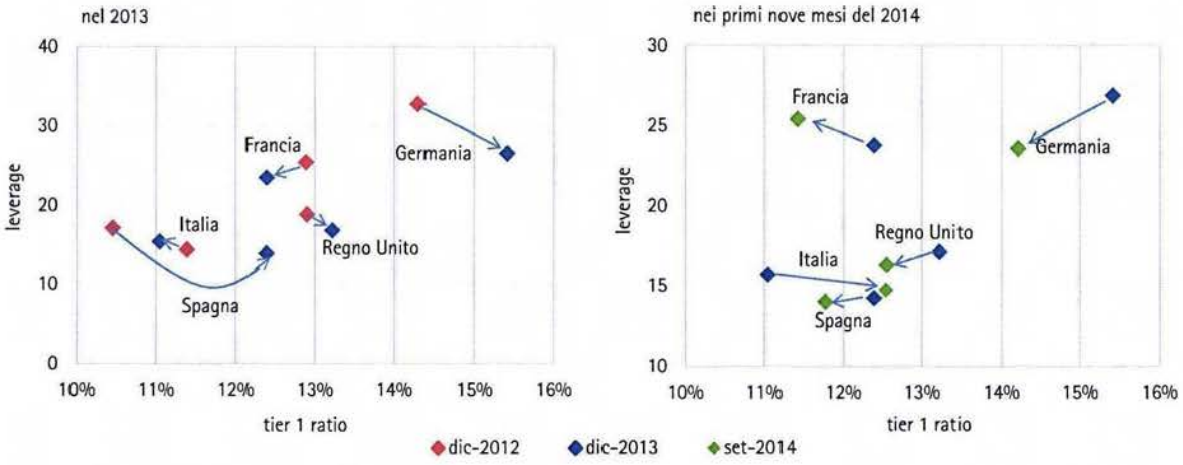


Fonte: elaborazioni sui bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee. Confronta Note metodologiche.

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

A fine settembre l'adeguatezza patrimoniale è risultata in calo per le maggiori banche di tutti i paesi considerati ad eccezione di quelle italiane (Fig. 54). Tuttavia, i coefficienti patrimoniali al 30 settembre 2014 non sono pienamente comparabili con quelli dei periodi precedenti, per effetto del pacchetto CRD IV, che accoglie nella legislazione europea le norme di Basilea III e che è entrato gradualmente in vigore a partire dal 1° gennaio 2014.

Fig. 54 Variazione della patrimonializzazione e del *leverage* per le principali banche quotate europee

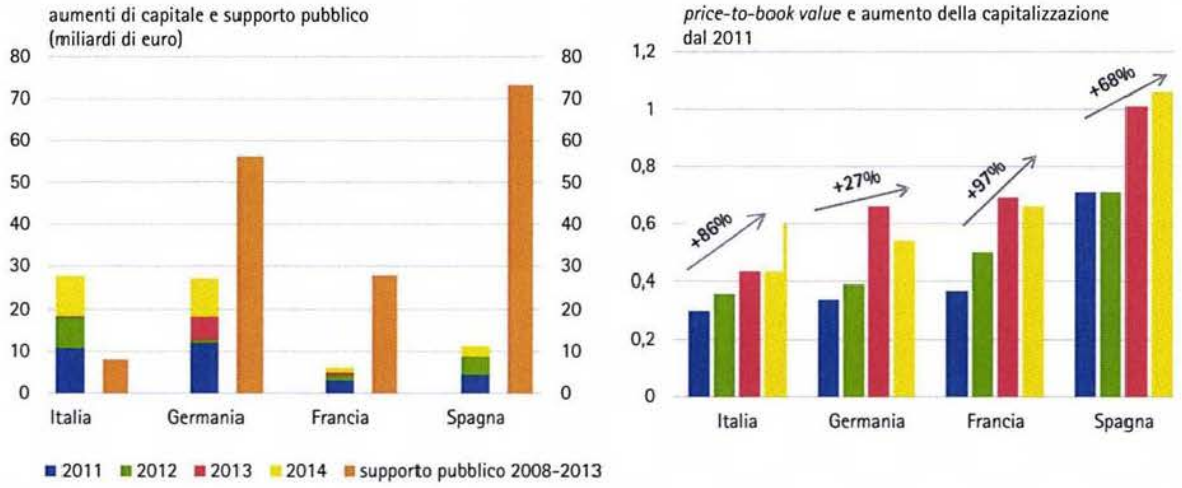


Fonte: elaborazioni su bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee. Confronta Note metodologiche.

Il miglioramento della patrimonializzazione per i maggiori istituti di credito italiani è connesso ai significativi aumenti di capitale realizzati sul mercato. Nel 2014, in particolare, le banche italiane hanno effettuato l'ammontare più elevato di aumenti di capitale (9,4 miliardi) in vista dell'AQR e dello stress test, seguite dagli istituti tedeschi (Fig. 54).

Nel complesso, dal 2011 ad oggi, le banche europee hanno incrementato la propria base patrimoniale con aumenti di capitale sul mercato per oltre 70 miliardi di euro.

Fig. 55 Aumenti di capitale, supporto pubblico e capitalizzazione delle principali banche quotate



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Thomson Reuters e MBRES. Confronta Note metodologiche.

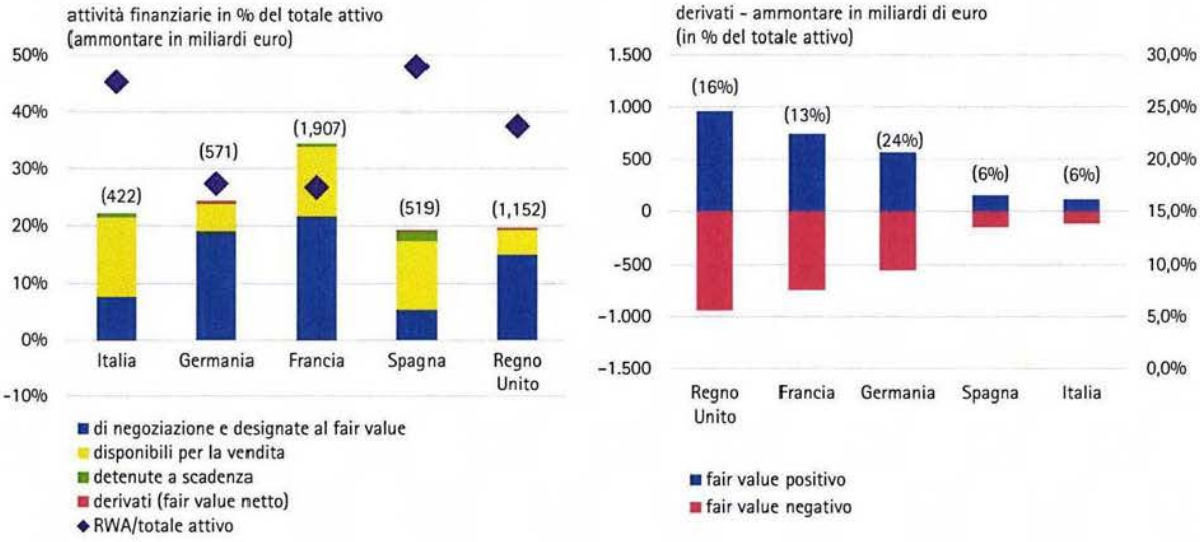
Il miglioramento della patrimonializzazione si è riflesso nell'andamento dei prezzi azionari e dei multipli di mercato, significativamente migliorati rispetto al 2011.

In particolare, a fine 2014, il rapporto tra prezzo delle azioni e valore contabile (*price-to-book* ratio) si è collocato sulla parità per le banche quotate spagnole, mentre è risultato ancora inferiore all'unità per gli istituti degli altri maggiori paesi dell'Area euro. La capitalizzazione di mercato delle banche è cresciuta, rispettivamente, del 100, 90 e 70 per cento circa in Francia, Italia e Spagna. L'incremento osservato in Germania è stato invece più contenuto (30 per cento circa).

A livello europeo permangono significative differenze nei modelli di business degli enti creditizi. In particolare, i maggiori istituiti italiani e spagnoli continuano a caratterizzarsi per un investimento in attività finanziarie e derivati più contenuto rispetto alle banche francesi, tedesche e inglesi (Fig. 56).

Al 30 giugno 2014, le attività finanziarie e il *fair value* netto dei derivati è risultato pari al 20 per cento circa del totale attivo per le maggiori banche italiane e spagnole a fronte di valori del 35 per cento registrati per quelle francesi. Gran parte delle attività finanziarie nel portafoglio degli istituti di credito in Italia e Spagna è rappresentata da titoli disponibili per la vendita. Le maggiori banche tedesche, francesi e inglesi invece, si caratterizzano per una quota elevata di attività nel portafoglio di negoziazione. Anche l'operatività in derivati risulta estremamente contenuta per gli enti creditizi italiani e spagnoli, con un *fair value* dei derivati attivi che rappresenta appena il sei per cento dell'attivo a fronte di valori che oscillano tra il 16 e il 24 per cento rispettivamente per Regno Unito e Germania.

Fig. 56 Attività finanziarie e strumenti derivati detenuti dalle principali banche quotate europee a metà 2014



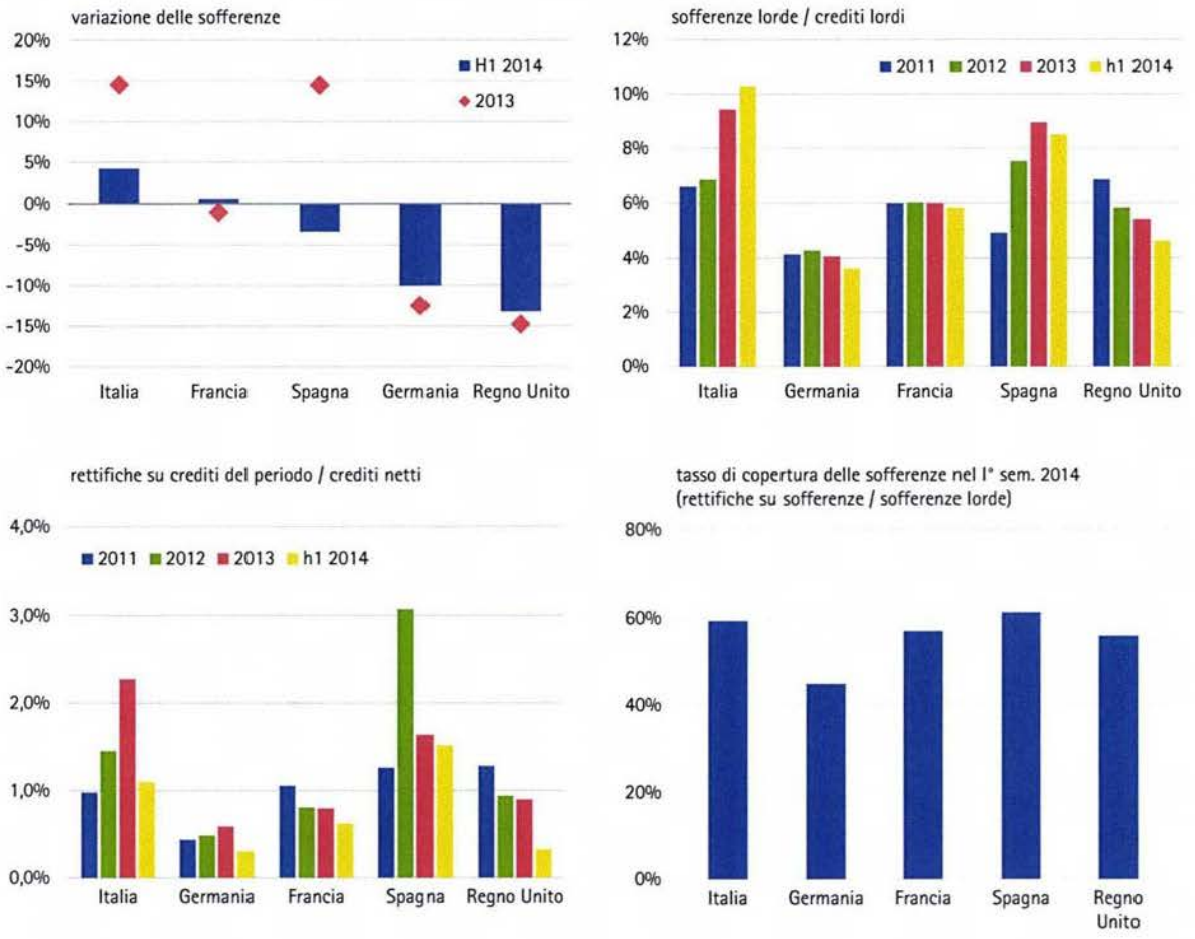
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati delle principali banche europee. Confronta Note metodologiche.

3 La qualità del credito

Nel primo semestre del 2014, in Italia e Spagna si è assistito a un rallentamento del deterioramento della qualità del credito per le maggiori banche quotate, sebbene sia rimasta elevata l'incidenza delle sofferenze sul totale dei crediti (pari, rispettivamente, al dieci e all'otto per cento).

Il tasso di crescita delle sofferenze è risultato pari al 5 per cento in Italia e negativo in Spagna, a fronte di valori del 15 per cento circa registrati in entrambi i paesi nel 2013. Anche il costo del credito (dato dal rapporto tra le rettifiche su crediti effettuate nel periodo e il totale dei crediti netti) ha mostrato un calo nel primo semestre dell'anno. Il tasso di copertura delle sofferenze (dato dal rapporto delle rettifiche complessive su sofferenze rispetto all'ammontare lordo delle sofferenze) è rimasto elevato in tutti i paesi europei, ad eccezione della Germania (Fig. 57).

Fig. 57 Evoluzione della qualità del credito delle principali banche quotate europee



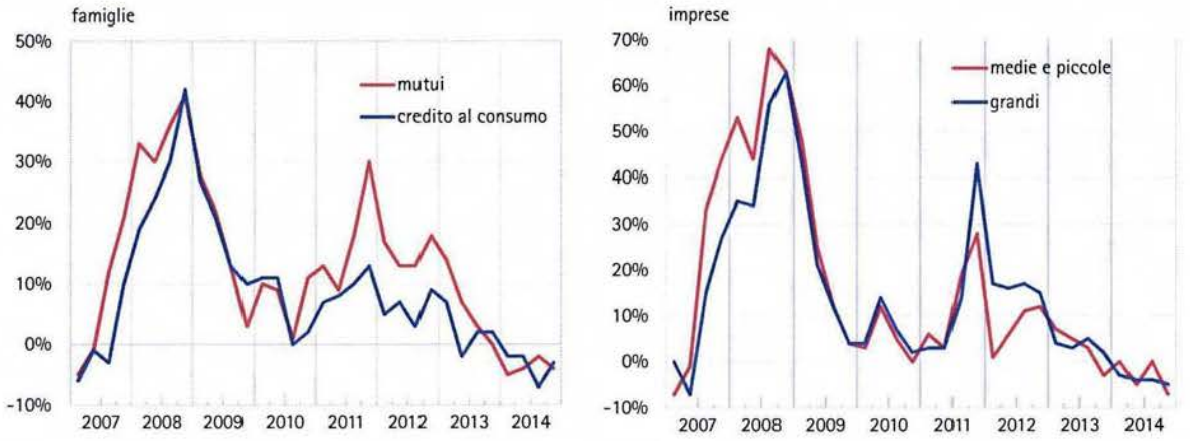
Fonte: elaborazioni sui bilanci e relazioni semestrali consolidate delle principali banche europee. Dati annualizzati e parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

La mancanza di omogeneità sia nel trattamento dei crediti deteriorati sia nella loro rappresentazione in bilancio rende, tuttavia, estremamente complessa una comparazione internazionale.

Con riferimento all'andamento del credito bancario, gli ultimi dati del *Bank Lending Survey* pubblicati dalla BCE mostrano un allentamento delle condizioni di accesso al credito bancario nell'Area euro, sia per le famiglie sia per le imprese (Fig. 58).

Nel 2014 la percentuale di banche che ha segnalato un allentamento delle condizioni di accesso al credito è risultata superiore alla quota di banche che invece ha segnalato un inasprimento, portando l'indicatore a livelli negativi per la prima volta dal 2007.

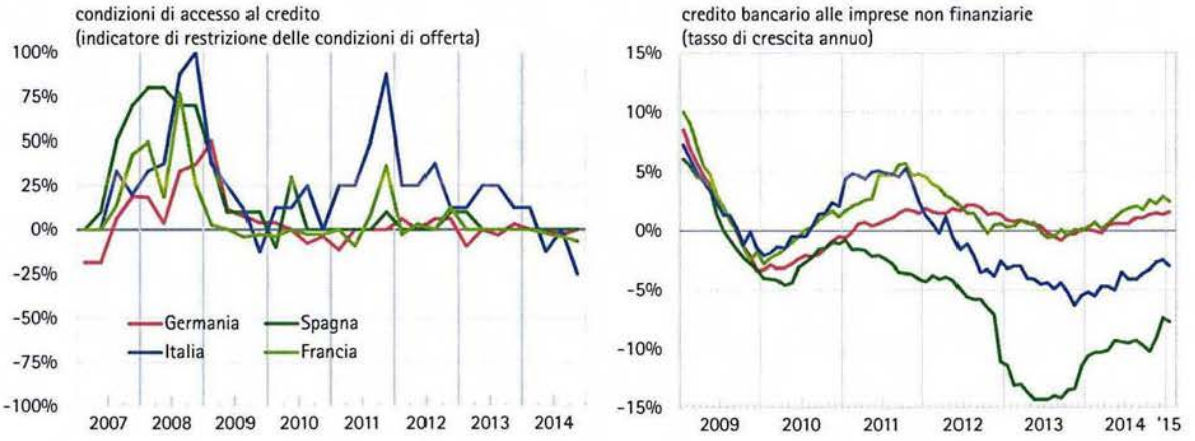
Fig. 58 Indicatori di restrizione degli standard di concessione del credito nell'Area euro
(dati trimestrali)



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.

Sebbene le condizioni di accesso al credito siano migliorate in tutti i maggiori paesi dell'Area euro, il credito alle imprese non finanziarie ha continuato a ridursi in Italia e Spagna. A gennaio 2015, la contrazione degli impieghi bancari verso le società non finanziarie su base annua è risultata pari all'otto per cento in Spagna e al tre per cento circa in Italia, a fronte di una crescita per Francia e Germania pari, rispettivamente a 2,5 e 1,6 per cento (Fig. 59).

Fig. 59 Condizioni di accesso e andamento del credito alle imprese non finanziarie dell'Area euro

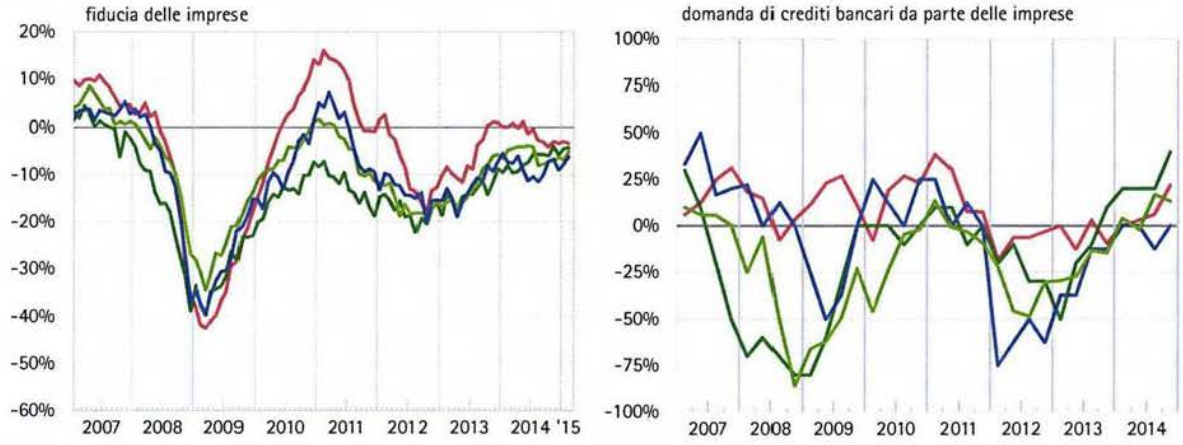


Fonte: elaborazioni su dati Bce (*Bank Lending Survey*). I valori percentuali si riferiscono alla quota di banche che ritengono rilevante il corrispondente fattore di restrizione delle condizioni di accesso al credito.

La dinamica del credito bancario alle imprese non finanziarie è legata alla debolezza della domanda che risente del quadro congiunturale ancora incerto. Nei maggiori paesi europei, infatti, la domanda di credito da parte delle imprese ha registrato un tasso di crescita prossimo allo zero nel primo semestre del 2014, per poi esibire un miglioramento nel secondo semestre in tutte le economie considerate. Questo andamento riflette il

persistere di aspettative sfavorevoli circa una rapida inversione ciclica. Nei principali paesi europei, infatti, gli indici di fiducia continuano a essere negativi (Fig. 60).

Fig. 60 Fiducia delle imprese e domanda di credito bancario da parte delle imprese nell'Area euro
(valori percentuali in ragione d'anno)

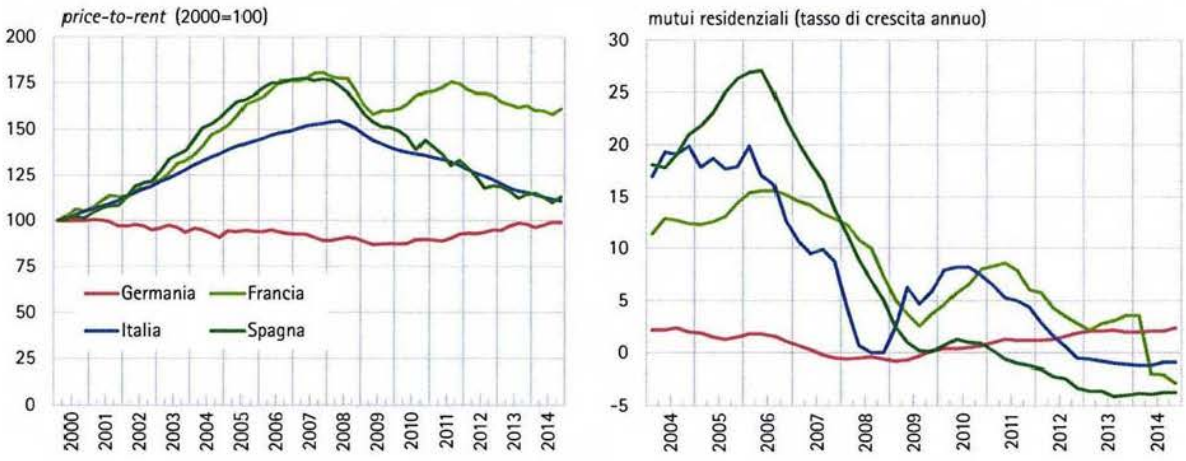


Fonte: Bce e Datastream.

Le condizioni del mercato immobiliare rimangono eterogenee all'interno dell'Area euro, con i paesi *core* come la Germania che mostrano segnali complessivamente positivi a fronte di quelli periferici (Italia e Spagna), nei quali permangono criticità.

Il *price-to-rent* ratio (dato dal rapporto tra l'indice dei prezzi delle abitazioni e quello degli affitti) è risultato in calo nel corso di tutto il 2014 in Italia e in Spagna, mentre ha visto una sostanziale stabilità in Francia e una crescita in Germania. Nel medesimo periodo, i mutui residenziali concessi dalle banche si sono ridotti in tutti i paesi considerati ad eccezione della Germania (Fig. 58).

Fig. 61 Andamento del mercato immobiliare e dei mutui bancari
(dati trimestrali)



Fonte: Thomson Reuters e Bce.

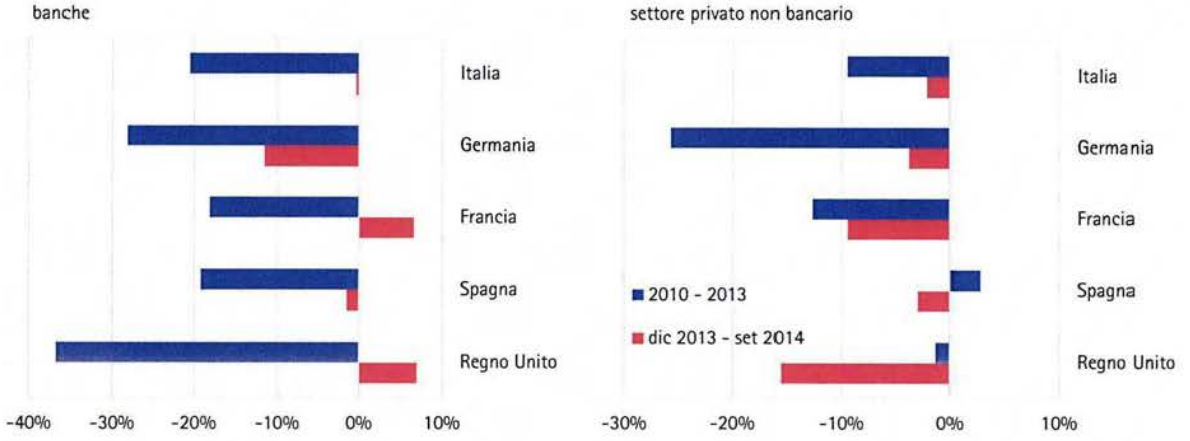
4 La frammentazione finanziaria

Nel 2014 la dinamica delle esposizioni delle banche europee verso il settore privato di altri paesi dell'Unione conferma l'incremento della frammentazione finanziaria in Europa. Gli enti creditizi dei maggiori paesi europei hanno infatti ridotto le proprie esposizioni estere sia verso il settore bancario sia verso quello non bancario (Fig. 62).

Rispetto al 2010, Regno Unito e Germania hanno contratto la propria operatività verso il settore bancario degli altri paesi dell'Unione in modo significativo, (rispettivamente, 28 e 37 per cento a fronte di valori pari al 20 per cento circa per gli altri paesi europei). La riduzione degli impieghi verso il settore privato non bancario è stata più contenuta, ad eccezione di quella ascrivibile alle banche tedesche (-26 per cento circa).

Nei primi nove mesi del 2014 gli impieghi esteri riferiti al settore non bancario hanno continuato a ridursi in tutti i paesi, mentre quelli riferiti al settore bancario sono risultati in calo solo in Germania e, marginalmente, in Spagna.

Fig. 62 Grado di integrazione finanziaria all'interno dell'Unione Europea
(variazione percentuale delle esposizioni estere verso banche e settore privato non bancario)

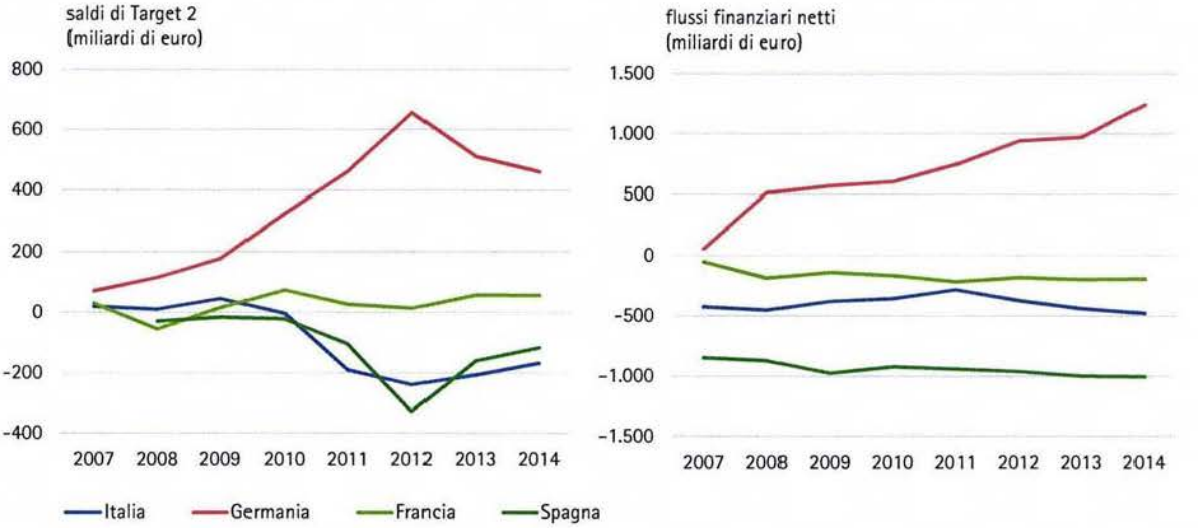


Fonte: elaborazioni su dati della Banca dei Regolamenti Internazionali. Confronta Note metodologiche.

Gli squilibri nei saldi di Target 2 risultano in diminuzione sebbene la Germania continui a esibire un saldo attivo di oltre 400 miliardi, a fronte di una posizione debitoria netta di poco inferiore ai 200 miliardi per Italia e Spagna (Fig. 63).

La posizione patrimoniale netta dell'Italia verso l'estero si è ulteriormente ampliata. In gran parte questa dinamica è stata legata a effetti di valutazione, tra i quali l'apprezzamento dei titoli di Stato italiani detenuti da non residenti (a seguito del superamento delle tensioni sul mercato secondario dei titoli pubblici) e il deprezzamento delle riserve ufficiali connesso al calo delle quotazioni dell'oro.

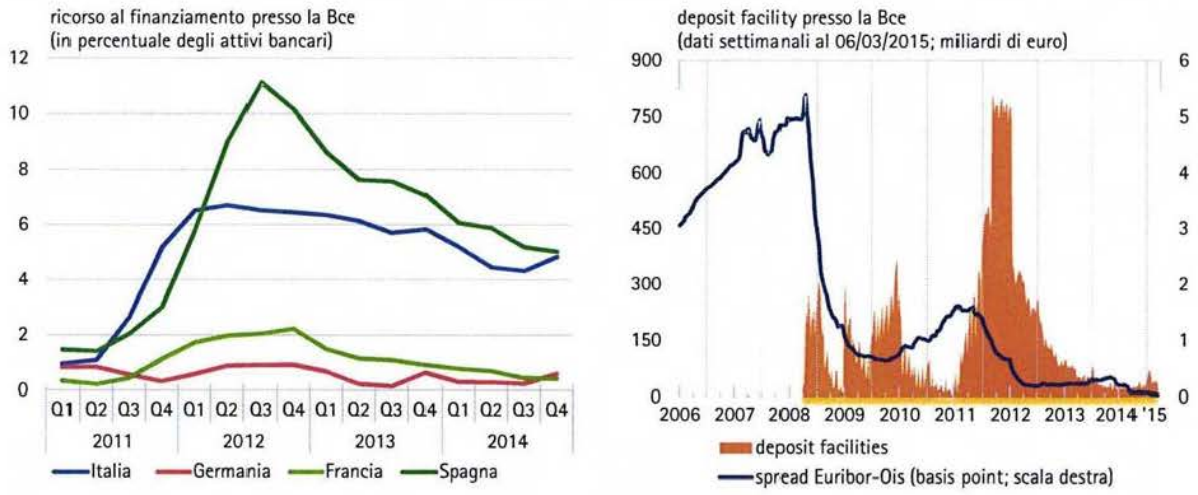
Fig. 63 Andamento dei saldi di Target 2 e posizione finanziaria netta per i principali paesi dell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati Bce e Federazione Bancaria Europea.

Nel corso del 2014, inoltre, si è ridotto il ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema da parte delle banche spagnole e italiane, sebbene per queste ultime il dato sia lievemente aumentato nell'ultimo trimestre dell'anno. La liquidità fornita dalla BCE alle banche private rappresentava, a fine 2014, il cinque per cento circa del totale attivo in Italia e Spagna (Fig. 64). I depositi presso la BCE hanno continuato a mantenersi su livelli estremamente contenuti, anche per effetto del tasso negativo a essi associato. L'Euribor a tre mesi si è collocato su livelli prossimi allo zero.

Fig. 64 Ricorso al finanziamento presso l'Eurosistema delle banche dei principali paesi europei e *deposit facility* presso la Bce



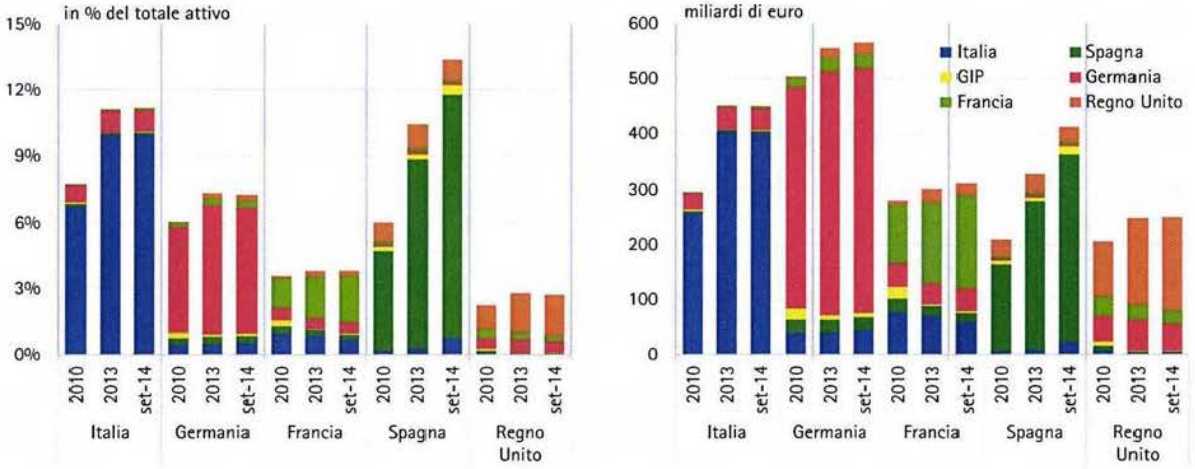
Fonte: Bce e banche centrali nazionali. Lo *spread* Euribor-Ois è calcolato rispetto al livello dell'Euribor.

5 L'esposizione al rischio sovrano

L'esposizione verso il debito sovrano domestico si è mantenuta elevata per le banche dei maggiori paesi europei, in particolare per Italia, Germania e Spagna (Fig. 65).

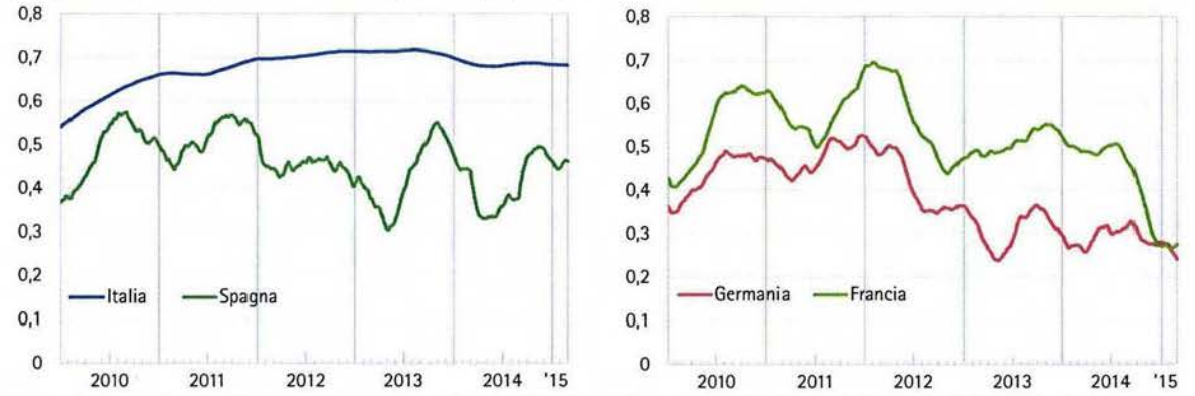
A settembre, le esposizioni in titoli di Stato domestici rappresentavano il 10 per cento circa del totale attivo per le banche italiane (pari a 400 miliardi di euro circa) e il 10,6 per cento per quelle spagnole (pari a 330 miliardi). Per le banche tedesche, invece, l'esposizione in titoli pubblici domestici risultava pari al 6 per cento circa del totale attivo (440 miliardi), a fronte di valori molto più contenuti per le banche francesi e inglesi.

Fig. 65 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.

Fig. 66 Correlazione dinamica tra rischio sovrano e bancario
(dati giornalieri; media mobile a sei mesi; 01/01/2010 – 27/02/2015)



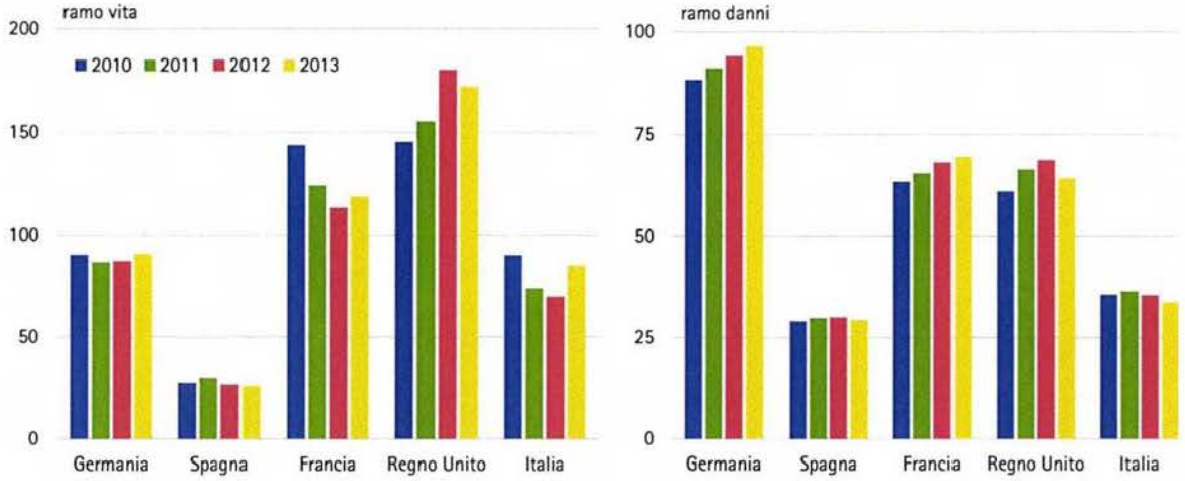
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. La correlazione dinamica tra le quotazioni dei Cds su debito *senior* delle banche è stata stimata applicando il modello di Engle (2002).

Gli investimenti in titoli pubblici domestici rappresentano uno dei principali canali di trasmissione della crisi del debito sovrano alle banche. In ragione delle elevate esposizioni esibite dalle banche italiane e spagnole l'indicatore di contagio fra rischio sovrano e rischio bancario, basato sulla correlazione fra gli *spreads* dei Cds, si è mantenuto su livelli stabilmente più elevati in Italia e Spagna rispetto a quelli di Francia e Germania (Fig. 66).

6 Le assicurazioni

Nel corso del 2013, la raccolta di premi assicurativi nel ramo vita ha visto un incremento significativo in Italia e più contenuto in Francia e Germania, a fronte di una sostanziale stabilità in Spagna e di un calo nel Regno Unito. Nel ramo danni, invece, non si sono registrate variazioni di rilievo rispetto al 2012 (Fig. 67).

Fig. 67 Raccolta premi nei principali paesi europei
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

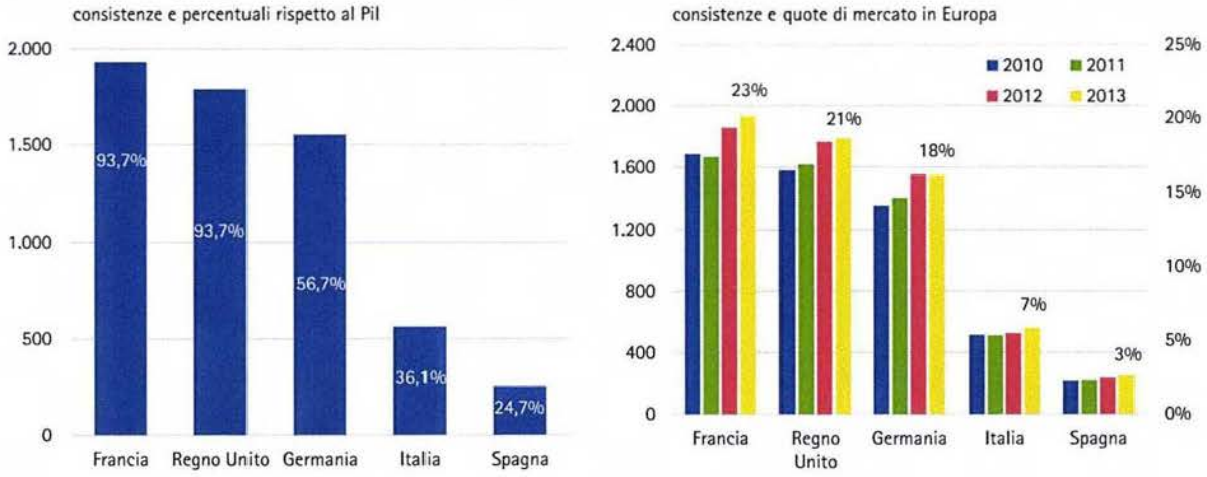


Fonte: elaborazioni su dati Insurance Europe.

I settori assicurativi italiano e spagnolo hanno continuato a esibire dimensioni notevolmente più contenute rispetto a quelle degli altri maggiori paesi europei. Gli investimenti delle compagnie assicurative rappresentano infatti il 25 e il 36 per cento circa del Pil in Spagna e Italia, mentre risultano pari al 56 per cento in Germania e superiori al 90 per cento in Francia e Regno Unito (Fig. 68).

Anche la quota di mercato delle compagnie assicurative italiane e spagnole risulta contenuta e pari, rispettivamente al sette e al tre per cento del mercato europeo. Le compagnie francesi detengono la quota di mercato più elevata (23 per cento) seguite da quelle inglesi (21 per cento) e tedesche (18 per cento).

Fig. 68 Investimenti delle compagnie assicurative dei principali paesi europei
(consistenze di fine periodo; valori monetari in miliardi di euro)

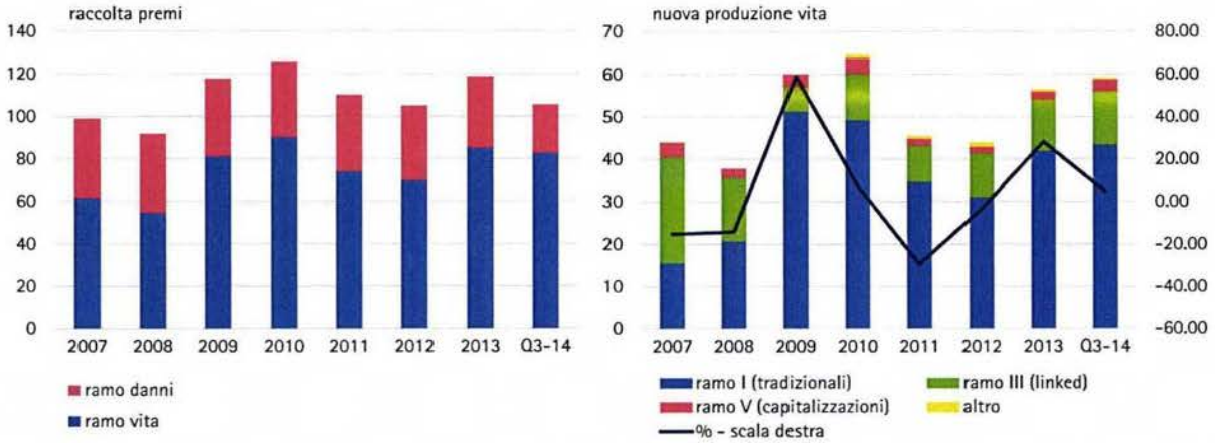


Fonte: elaborazioni su dati Insurance Europe.

Con riferimento all'Italia, al 30 settembre 2014 la raccolta premi delle compagnie assicurative è risultata in calo rispetto al 2013, in particolare nel ramo danni (Fig. 69).

I nuovi premi assicurativi nel ramo vita sono invece cresciuti. L'incremento è stato significativo nel ramo V (operazioni di capitalizzazione) che ha visto una crescita del 44 per cento rispetto al 2013, mentre è stato moderato sia nel ramo I (assicurazioni sulla durata della vita umana, +3 per cento) e nel ramo III (assicurazioni sulla vita connesse a fondi d'investimento e indici, +5 per cento).

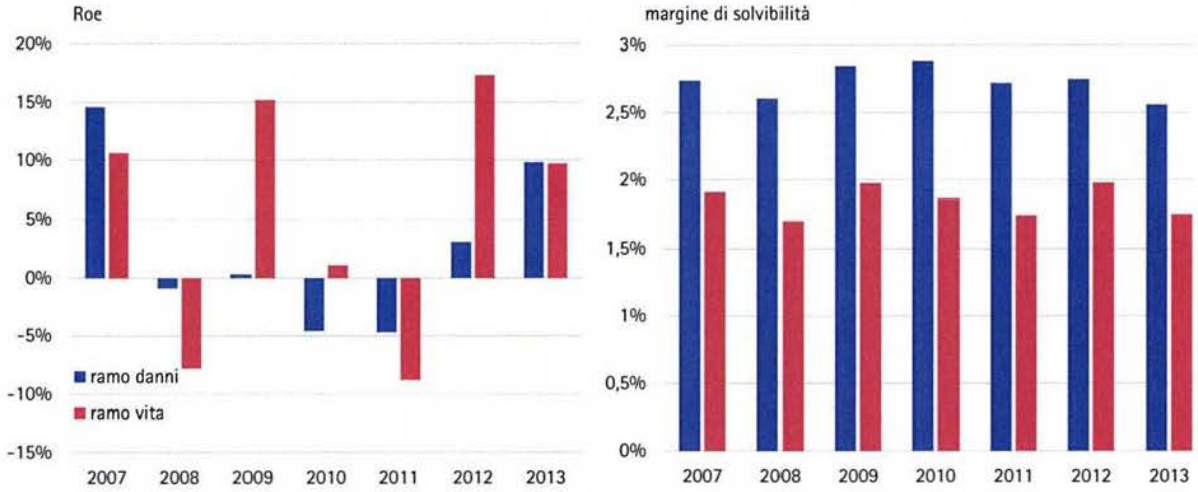
Fig. 69 Andamento della raccolta premi delle assicurazioni italiane
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Ivass. I dati si riferiscono al lavoro diretto italiano.

La redditività delle compagnie di assicurazione è cresciuta nel 2013 nel ramo danni, mentre nel ramo vita ha visto un calo pur mantenendosi su livelli elevati. Gli indici di solvibilità hanno mostrato una riduzione rispetto all'anno precedente in entrambi i rami di attività (Fig. 70).

Fig. 70 Indici di redditività e solvibilità delle assicurazioni italiane

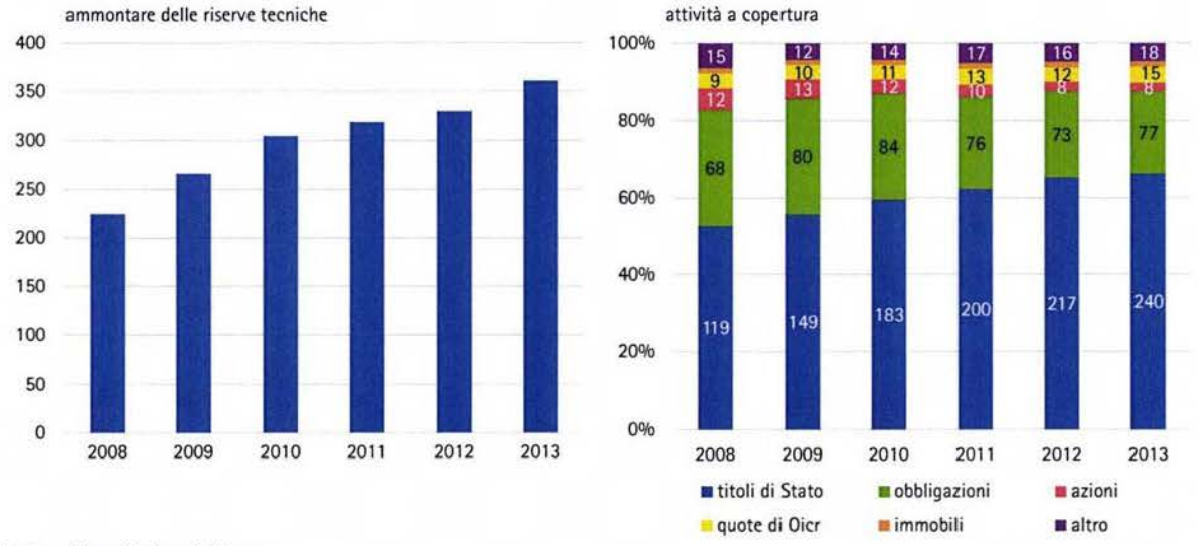


Fonte: elaborazioni su dati Ivass.

A fine 2013 il Roe medio è risultato pari al 10 per cento nel ramo danni (3 per cento nel 2012) e in quello vita (17 per cento circa nel 2012). Il margine di solvibilità si è collocato attorno al 2,5 per cento nel ramo danni e all'1,8 per cento nel ramo vita, a fronte di valori pari, rispettivamente, al 2,7 e al 2 per cento circa registrati nel 2012.

A fine 2013 le riserve tecniche del ramo vita, che rappresentano gli impegni assunti dalle compagnie assicurative nei confronti degli assicurati, si sono collocate attorno ai 360 miliardi di euro (in crescita rispetto ai 330 miliardi del 2012). La quota preponderante di tali riserve risultava investita in titoli di Stato (240 miliardi pari al 66 per cento del totale degli investimenti) e obbligazioni (77 miliardi pari al 21 per cento del totale; Fig. 71).

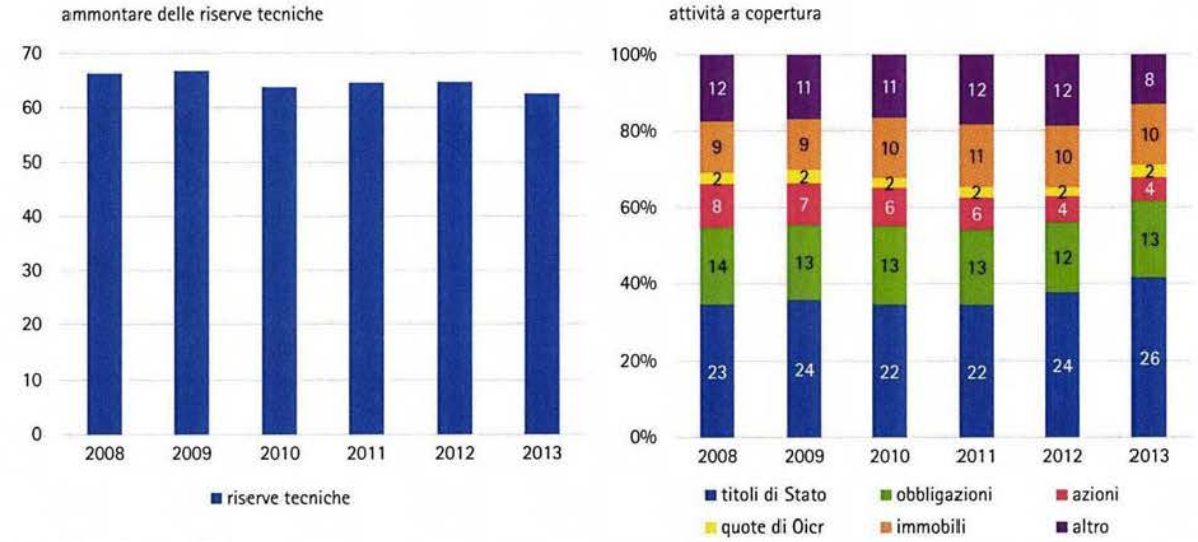
Fig. 71 Riserve tecniche e investimenti nel ramo vita
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Ivass.

Con riferimento al ramo danni, l'ammontare di riserve tecniche si è lievemente ridotto nel 2013 collocandosi a livelli di poco superiori ai 60 miliardi di euro (Fig. 72). Gli investimenti a copertura di tali riserve risultavano maggiormente diversificati rispetto al ramo vita, con la quota relativa ai titoli di Stato pari a poco più del 40 per cento degli investimenti complessivi e quella relativa alle obbligazioni pari al 20 per cento circa.

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



Fonte: elaborazioni su dati Ivass.

La composizione degli investimenti delle imprese di assicurazione è destinata tuttavia a modificarsi nei prossimi anni per effetto dell'entrata in vigore del regime di *Solvency II* (che prevede requisiti di capitale specifici a fronte del rischio di concentrazione degli attivi e che pertanto indurrà le imprese a una maggiore diversificazione degli investimenti). Inoltre con l'entrata in vigore del decreto 'competitività' (d.l. 91 del 24 giugno 2014, convertito nella legge 116/2014) sono state ampliate le categorie di intermediari finanziari cui è consentito erogare credito in forma diretta. Per effetto della nuova legge le compagnie di assicurazione possono concedere finanziamenti diretti alle imprese (ad eccezione delle microimprese), a condizione che siano affiancate da un intermediario bancario o che abbiano ottenuto apposita autorizzazione dall'Ivass.

Il quadro normativo e istituzionale V

1 La disciplina in materia di mercati

La revisione della Direttiva MiFID

Nel corso del 2014 sono stati conclusi i negoziati relativi alla revisione della MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*). In particolare, il 15 maggio 2014 il Consiglio UE ha approvato il cosiddetto pacchetto MiFID2, composto dalla Direttiva 2014/65/UE e dal Regolamento (UE) 600/2014; il termine ultimo per il recepimento della Direttiva è fissato al 3 luglio 2016, mentre l'entrata in vigore di entrambi gli atti è stabilita al 3 gennaio 2017.

La revisione si propone di garantire una maggiore trasparenza delle transazioni, rendere più efficace il funzionamento del mercato interno degli strumenti finanziari, tutelare gli investitori, rafforzare la fiducia e assicurare che le autorità di vigilanza dispongano di poteri adeguati per svolgere i loro compiti.

Tra le innovazioni più significative nella materia dei mercati figura l'introduzione di una nuova tipologia di sede di negoziazione, denominata 'sistema organizzato di negoziazione' (*organised trading facility* – OTF) per le obbligazioni, i prodotti finanziari strutturati, le quote di emissione e gli strumenti derivati.

La definizione di OTF si caratterizza per la previsione di regole discrezionali circa l'esecuzione degli ordini, fatta salva l'applicazione dei requisiti di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione e dell'obbligo di esecuzione alle migliori condizioni. Con la disciplina in parola si intende ricondurre nell'alveo della regolamentazione anche quei circuiti di negoziazione che prima sfuggivano alla rigida tripartizione fra mercati regolamentati, MTF e internalizzatori sistematici, favorendo un *level playing field* tra le varie sedi che offrono servizi di negoziazione multilaterale e una maggiore trasparenza delle negoziazioni.

L'esigenza di innalzare l'informazione disponibile in merito alle transazioni su strumenti finanziari, resa evidente in occasione della crisi dei mercati finanziari, ha trovato riconoscimento con un sostanziale ampliamento del regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione e degli obblighi di *transaction reporting*, con riferimento sia ai tipi di strumenti finanziari interessati (anche strumenti *non-equity* o *equity-like*) sia alle sedi

di negoziazione (anche MTF e OTF) sia agli operatori diversi dalle imprese di investimento, secondo un approccio simile, anche se più stringente, a quello già adottato in Italia. Le nuove disposizioni sono introdotte nel Regolamento MiFIR, direttamente applicabile nell'ordinamento degli Stati membri.

In tema di *transaction reporting*, la nuova disciplina comunitaria incide significativamente anche sulla qualità e soprattutto sulla quantità delle informazioni che gli intermediari sono tenuti a segnalare alla propria Autorità competente relativamente a ciascuna transazione conclusa. In particolare, fra le novità di maggior rilievo e impatto si segnala l'obbligo di identificare il cliente per conto del quale è stata conclusa l'operazione.

Con la revisione della MiFID, sono introdotte regole di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione anche per le negoziazioni in strumenti *non-equity* trattati su mercati regolamentari, MTF e OTF, con l'imposizione di requisiti identici ma calibrati in base allo strumento oggetto di negoziazione. Le regole di trasparenza *pre-trade* e *post-trade* sono estese anche a strumenti *equity-like* negoziati su mercati regolamentati o sulle altre *trading venue*. È previsto un regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione anche per l'operatività su strumenti *non-equity* effettuata al di fuori delle piattaforme multilaterali di negoziazione dagli internalizzatori sistematici. Il regime di trasparenza *post-trade* per le imprese di investimento è esteso alle operazioni OTC effettuate su strumenti *non-equity* o *equity-like* negoziati su una sede di negoziazione. Il regime di *transaction reporting* si applica anche alle operazioni su strumenti finanziari negoziati su MTF od OTF e agli strumenti finanziari il cui sottostante è uno strumento finanziario negoziato in una sede di negoziazione.

L'introduzione di un più ampio regime armonizzato di trasparenza si basa sul generale convincimento che la trasparenza rappresenti un fattore fondamentale per migliorare le capacità allocative di un mercato, contribuire a rafforzare la tutela degli investitori e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e consentire alle autorità di vigilanza di valutare in qualunque momento le condizioni disponibili e verificare a posteriori le condizioni alle quali un'operazione è stata conclusa. Le nuove disposizioni costituiscono un indubbio miglioramento rispetto alla MiFID, che lasciava agli Stati membri la facoltà di estendere i requisiti di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione anche a strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati. Come noto, la facoltà in parola era stata esercitata a livello nazionale con l'introduzione di un regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione per le *trading venue* (mercati regolamentati, MTF e internalizzatori sistematici) e *post*-negoziazione per le imprese di investimento su strumenti *non-equity* ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati italiani.

Al fine di garantire che la negoziazione avvenga per quanto possibile in sedi organizzate soggette ad adeguata regolamentazione e vigilanza, anziché *over-the-counter*, il Regolamento introduce una '*trading obligation*' con riferimento alle azioni negoziate su una *trading venue* (mercati regolamentati, MTF, OTF) e ai derivati OTC soggetti all'obbligo di *clearing* ai sensi del Regolamento EMIR. Con l'introduzione di una *trading obligation* per

i derivati OTC standardizzati si completa la complessiva riforma europea dei derivati avviata in attuazione degli impegni assunti nel G20 di Pittsburgh a settembre 2009.

La *trading obligation* su azioni si sostanzia nell'obbligo delle imprese di investimento di concludere le transazioni in azioni negoziate in una *trading venue* in mercati regolamentati, MTF, internalizzatori sistematici o in una *trading venue* di un paese terzo riconosciuta ai sensi della MiFID2, a meno che non ricorrano talune 'ragioni legittime' identificate nel Regolamento per lo svolgimento di un'attività di negoziazione al di fuori delle sopra citate sedi di negoziazione/esecuzione. Per i derivati OTC soggetti all'obbligo di *clearing*, la *trading obligation* si sostanzia nell'obbligo di concludere le relative transazioni su una *trading venue* europea (mercati regolamentati, MTF, OTF) o, a condizione di reciprocità, su una *trading venue* di un paese terzo riconosciuta equivalente dalla Commissione europea. Si prevede inoltre che le imprese di investimento che gestiscono un *internal matching system* e che realizzano il *matching* tra gli ordini di clienti, debbano essere autorizzate come MTF.

Tra le misure volte a preservare l'integrità dei mercati figura anche l'introduzione di un'articolata disciplina, arricchita da misure di livello 2 dell'ESMA, con riferimento ai sistemi e controlli che devono essere implementati dalle *trading venue* e dalle imprese di investimento a presidio dei rischi che il *trading* algoritmico può generare per l'equo e ordinato svolgimento delle negoziazioni, per il processo di formazione dei prezzi, e per la prevenzione di fenomeni potenzialmente riconducibili ad abusi di mercato. A completamento dei predetti requisiti, sono introdotti specifici obblighi di *record keeping* e di *reporting* per le imprese di investimento che effettuino *trading* algoritmico, volte ad agevolare l'attività di vigilanza ed *enforcement* da parte dell'autorità competente dello Stato membro d'origine dell'impresa di investimento e della *trading venue* in cui la predetta negoziazione è effettuata.

Con la MiFID2, una serie di profili di natura microstrutturale, ad oggi lasciati all'autoregolamentazione delle *trading venue*, ricevono un'incisiva regolamentazione. È introdotto l'obbligo per le piattaforme di negoziazione di disporre di sistemi, procedure e dispositivi efficaci per garantire che i sistemi algoritmici di negoziazione non possano creare o contribuire a creare condizioni di negoziazione anormali sul mercato e per gestire eventuali condizioni di *disorderly trading* causate da tali sistemi algoritmici di negoziazione. I presidi in parola devono ricomprendere sistemi i) per limitare l'*order-to-trade ratio* dei membri o partecipanti, ovvero il rapporto tra ordini non eseguiti e operazioni inserite nel sistema, ii) per poter rallentare il flusso di ordini in caso di rischio che sia raggiunta la capacità del sistema, e iii) per limitare la dimensione minima dello scostamento di prezzo (*tick size*) che può essere eseguita sul mercat. Le *trading venue* sono tenute a garantire che la struttura delle loro commissioni sia trasparente, equa e non discriminatoria e che non costituisca un incentivo a inserire, modificare o cancellare ordini oppure a eseguire transazioni in modo tale da contribuire a creare condizioni di negoziazione anormali o abusi di mercato.

Alle imprese che effettuano *trading* algoritmico si impone, tra l'altro, di porre in essere misure tali da garantire che i propri sistemi di negoziazione siano resilienti e dispongano di sufficiente capacità, siano soggetti a soglie e limiti di negoziazione appropriati e impediscano l'invio di ordini erronei o comunque un funzionamento dei sistemi tale da creare un mercato disordinato o contribuirvi, nonché di adottare efficaci meccanismi di *business continuity*. Tra gli obblighi di natura informativa imposti a carico delle imprese di investimento figura *i*) l'obbligo di notificare l'autorità competente dello Stato membro di origine e della sede di negoziazione in cui l'impresa, in qualità di membro o partecipante, effettua la negoziazione algoritmica e *ii*) l'obbligo di fornire, su richiesta dell'autorità dello Stato membro di origine, informazioni sulle strategie di negoziazione algoritmica, i parametri o limiti di negoziazione a cui il sistema è soggetto e i controlli attuati.

L'impiego di tecniche di negoziazione algoritmica per perseguire una strategia di *market making* viene esplicitamente regolato, sia in relazione ai *market making scheme* delle *trading venue* sia in relazione ai requisiti operativi e organizzativi delle imprese di investimento, nell'intento di assicurare che sia fornita liquidità in modo regolare e prevedibile. Viene, inoltre, introdotta una disciplina *ad hoc* per l'*high frequency trading*, funzionale all'articolazione di un regime di autorizzazione e vigilanza.

Altra importante novità è l'introduzione di un regime semplificato in favore dei cosiddetti SME Markets, una nuova sottocategoria di MTF, al fine di agevolare l'accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali. In materia di consolidamento delle informazioni, la scelta del legislatore europeo è stata di affidarsi alle forze del mercato e a soluzioni commerciali che eventualmente dovessero emergere. In caso di fallimento si prevede sin da ora l'avvio di una selezione pubblica per il conferimento dell'incarico a un unico operatore del sistema di consolidamento. La MiFID2 detta infine un regime armonizzato per l'autorizzazione e i requisiti organizzativi per la prestazione dei servizi di *data reporting*.

Nel 2014 l'ESMA ha svolto le consultazioni pubbliche volte a completare, per quanto di competenza, i lavori per la predisposizione delle misure di livello 2 di attuazione della MiFID2/MiFIR. In particolare, all'esito di dette consultazioni, il 19 dicembre 2014 l'ESMA ha sottoposto alla Commissione europea pareri tecnici per l'emanazione degli atti delegati in materia di trasparenza del mercato, pubblicazione dei dati, trading algoritmico e HFT, disposizioni applicabili alle *trading venue* e derivati su merci. Si è inoltre conclusa nel marzo 2015 la consultazione pubblica sulle proposte di *regulatory* e *implementing technical standard* da sottoporre all'*endorsement* della Commissione Europea. Le misure dovrebbero essere finalizzate nel corso del 2015.

Nel quadro delle iniziative avviate ai fini del recepimento della MiFID 2, nel luglio 2014, la Consob ha tenuto due *workshop* relativi alle misure di Livello 2 della MiFID II/MiFIR che devono essere emanate al fine di avviare da subito un confronto con l'industria sulle principali novità

introdotte dalla nuova disciplina e affrontare le relative sfide e opportunità offerte dal nuovo quadro regolamentare con una maggiore consapevolezza.

La revisione della Direttiva MAD

La revisione della Direttiva sugli abusi di mercato si è conclusa con la pubblicazione il 16 aprile 2014 del Regolamento 596/2014 (MAR), direttamente applicabile negli Stati membri. Il regime penale è oggetto di una separata disciplina, la Direttiva MAD2 (Direttiva 2014/57/UE), con cui si introducono ulteriori misure afflittive per gli illeciti più gravi. Il Regolamento è entrato in vigore lo scorso 2 luglio 2014 e sarà efficace a partire dal 3 luglio 2016. Entro la medesima data la Direttiva MAD2 dovrà essere recepita nell'ordinamento degli Stati membri.

Rispetto all'attuale disciplina sugli abusi di mercato, le più importanti innovazioni concernono: i) lo strumento giuridico utilizzato, ovvero l'adozione di un regolamento, in luogo dell'attuale direttiva, per le fattispecie sanzionate in via amministrativa, al fine di favorire una maggiore armonizzazione delle discipline nazionali; ii) l'estensione dell'ambito di applicazione della disciplina ai mercati non regolamentati e ai mercati delle merci, specie con riferimento alla manipolazione del mercato; iii) la convergenza delle sanzioni amministrative massime, che dovranno essere superiori a specificati parametri e soglie; iv) una più chiara nozione di informazione privilegiata; v) l'armonizzazione del regime di pubblicazione delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti. In considerazione delle variegate applicazioni della precedente disciplina negli Stati membri, il MAR chiarisce che le notizie a formazione progressiva, come ad esempio le operazioni di M&A, e le informazioni di rilievo sistemico meritano regimi diversi da quello generale e introduce una disciplina comune sui *rumour*); vi) la regolamentazione del *market soundings*, attività propedeutica al collocamento di partecipazioni azionarie o di nuove obbligazioni e condotta da uno o più intermediari incaricati di sondare la disponibilità dei loro clienti, intermediari o investitori istituzionali, ad acquistare gli strumenti finanziari offerti; vii) l'introduzione di un sistema per incentivare la 'segnalazione di violazioni' alle autorità competenti (*whistleblowing*). 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.

Nel 2014 l'ESMA ha svolto le consultazioni pubbliche volte a completare, per quanto di competenza, i lavori per la predisposizione delle misure di livello 2 di attuazione della MAR. All'esito di dette consultazioni, il 3 febbraio 2015 l'ESMA ha sottoposto alla Commissione europea pareri tecnici per l'emanazione degli atti delegati in materia di indicatori di manipolazione del mercato, esenzioni dall'obbligo di pubblicazione delle informazioni privilegiate nel mercato di *emission allowances*, identificazione dell'autorità competente a ricevere le notifiche relative alla posticipazione

della pubblicazione di informazioni privilegiate, transazioni dei manager. Si è inoltre conclusa la consultazione pubblica sulle proposte di *regulatory* e *implementing technical standard* da sottoporre all'*endorsement* della Commissione europea.

Le misure riguardano le pratiche di mercato accettate che non costituiscono manipolazione, i programmi di *buy back* e le misure di stabilizzazione, le procedure e i requisiti per il *market sounding*, il *reporting* di operazioni e ordini sospetti, misure tecniche per la pubblicazione delle informazioni privilegiate, registro degli *insider*, notifica e pubblicazione delle transazioni dei *manager* e corretta presentazione delle raccomandazioni d'investimento.

Le misure attuative di EMIR

Nel corso del 2014, la Commissione europea ha emanato ulteriori disposizioni attuative del Regolamento sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (EMIR).

Il Regolamento delegato 285/2014, adottato sulla base del progetto di standard tecnici di regolamentazione dell'ESMA, individua i casi in cui i contratti derivati OTC conclusi tra soggetti stabiliti in uno o più paesi terzi sono considerati comunque sottoposti all'obbligo di *clearing* tramite una controparte centrale o, nel caso di derivati non compensati tramite una CPP, alle tecniche di mitigazione del rischio previste dal Regolamento, poiché hanno un '*effetto diretto, rilevante e prevedibile nell'Unione*' ovvero lo scopo principale di eludere l'applicazione delle disposizioni del Regolamento EMIR.

Il Regolamento delegato 667/2014 detta norme procedurali relative all'imposizione, da parte dell'ESMA, di sanzioni nei confronti dei repertori di dati sulle negoziazioni o di altri soggetti sottoposti a un procedimento di indagine o sanzione da parte dell'Autorità.

Sono state adottate anche le prime decisioni di equivalenza della Commissione europea nell'ambito della procedura di riconoscimento di controparti centrali di paesi terzi prevista da EMIR.

La procedura di riconoscimento è volta a consentire alle controparti centrali di paesi terzi riconosciute dall'ESMA di prestare servizi di compensazione ai partecipanti diretti o alle sedi di negoziazione stabiliti nell'Unione, subordinatamente all'adozione di una decisione di equivalenza da parte della Commissione europea e al rispetto delle altre condizioni previste nel Regolamento.

Le decisioni in parola hanno riguardato quattro giurisdizioni: Australia, Giappone, Hong Kong e Singapore, il cui quadro giuridico e di vigilanza è ritenuto tale da soddisfare obiettivi sostanzialmente equivalenti rispetto a quelli perseguiti dal Regolamento EMIR con riguardo al contenimento del rischio sistemico, mentre è ancora attesa la decisione della Commissione europea in merito agli Stati Uniti d'America.

Il Regolamento europeo in materia di depositari centrali

Il 17 settembre 2014 è entrato in vigore il Regolamento UE 909/2014 (CSDR - *Central Securities Depository Regulation*) del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo al miglioramento dell'attività di regolamento dei titoli nell'Unione Europea e all'attività dei depositari centrali. Il Regolamento completa il quadro delle iniziative comunitarie in materia di infrastrutture di mercato, affiancandosi ai provvedimenti che disciplinano le altre fasi delle operazioni in titoli (negoziazione e compensazione, disciplinate rispettivamente da MiFID2/MiFIR e EMIR).

Il Regolamento UE 909/2014, entrato in vigore il 17 settembre 2014, contiene disposizioni in materia di autorizzazione e vigilanza dei depositari centrali che operano sistemi di regolamento titoli, in considerazione della loro rilevanza sistemica per il funzionamento dei mercati, nonché una serie di obblighi a carico dei partecipanti al mercato.

Le disposizioni relative ai CSD, depositari centrali di titoli, prevedono requisiti di natura organizzativa e prudenziali e regole di condotta comuni, incluso l'obbligo di adottare misure per incoraggiare e incentivare il regolamento tempestivo delle operazioni da parte dei partecipanti e procedure per facilitare il *settlement* delle operazioni non regolate alla data fissata. Fra le norme relative agli operatori di mercato, si evidenzia l'obbligo di regolare le transazioni entro il secondo giorno lavorativo dopo la negoziazione e di registrare tramite scrittura contabile presso un CSD tutti i valori mobiliari negoziati in una delle sedi di negoziazione disciplinate da MiFID2/MiFIR o trasferiti per effetto di un contratto di garanzia finanziaria, prima della data prevista per il regolamento. Sono previste anche disposizioni in materia di accesso ai CSD, interoperabilità e operatività transfrontaliera, allo scopo di rimuovere i vigenti ostacoli ai regolamenti transfrontalieri giudicati causa di costi e rischi ulteriori.

Per poter essere concretamente applicabile il Regolamento richiede l'adozione da parte della Commissione di *Regulatory Technical Standard* (RTS) e *Implementing Technical Standard* (ITS), sulla base di progetti elaborati dall'ESMA in cooperazione con i membri del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC), e di atti delegati, in relazione ai quali l'ESMA elabora dei *Technical Advice*. Gli RTS, gli ITS e i *Technical Advice* dell'ESMA sono in corso di elaborazione e dovranno essere presentati alla Commissione europea entro il prossimo 18 giugno, per essere presumibilmente pubblicati entro dicembre del 2015.

Una prima categoria di norme introduce una serie di novità in materia di attività di regolamento titoli. Una seconda categoria di norme introduce l'obbligo di requisiti uniformi quanto ad autorizzazione, vigilanza, organizzazione e gestione dei rischi dei CSD e svolgimento di servizi bancari.

Per quanto concerne l'attività di regolamento titoli, il CSDR rende obbligatoria, in via generale, a partire dal 1° gennaio 2015, l'adozione di un ciclo di regolamento non superiore a due giorni per tutte le transazioni relative a valori

mobiliari eseguite su una sede di negoziazione, con limitate eccezioni. In Italia e nei principali Paesi europei, le sedi di negoziazione hanno compiuto anticipatamente la migrazione al nuovo ciclo di regolamento a partire dallo scorso 6 ottobre 2014. L'aspetto forse più rilevante però è la previsione di un regime armonizzato di *settlement discipline*, consistente in misure finalizzate a prevenire i mancati regolamenti (*fail*) e misure finalizzate alla gestione dei *fail*. Con riguardo alle misure finalizzate a prevenire i *fail*, il CSDR introduce obblighi sia in capo alle imprese di investimento, sia in capo ai depositari centrali. Con riguardo, invece, alle misure per la gestione dei *fail*, il CSDR obbliga i CSD a istituire un sistema per il monitoraggio dei mancati regolamenti, e introduce un meccanismo di calcolo delle penali sufficientemente dissuasivo a carico dei partecipanti in *fail*. In caso di *fail*, che perdurano un certo numero di giorni successivamente alla data prevista per i regolamenti, il CSDR prevede anche una procedura di acquisto "forzoso" degli strumenti finanziari (*buy-in*) che sarà applicata a tutte le operazioni, anche a quelle non compensate da una controparte centrale.

Il CSDR prevede anche un obbligo di segnalazione su base trimestrale alle autorità competenti in capo agli intermediari che effettuano il regolamento titoli al di fuori di un sistema di regolamento (cosiddetti internalizzatori di regolamento).

Con riguardo alle norme in materia di autorizzazione di un depositario centrale, il CSDR prevede che i CSD, già operanti ai sensi degli ordinamenti nazionali, siano ri-autorizzati dall'autorità competente entro sei mesi dalla presentazione di apposita domanda all'autorità stessa. Una disciplina specifica si applicherà ai collegamenti tra CSD, nonché all'accesso presso un CSD di un intermediario, un emittente, un altro CSD, una controparte centrale o una *trading venue*, e infine all'accesso di un CSD a una controparte centrale o a una *trading venue*.

Il Regolamento offre, inoltre, ai CSD la possibilità di offrire servizi accessori di tipo bancario. Questi servizi possono essere svolti in modo diretto o indiretto, ossia mediante la designazione di un ente creditizio. In entrambi i casi, i CSD devono essere appositamente autorizzati dall'autorità compente e, se svolgono servizi bancari in modo diretto, devono essere in possesso di licenza bancaria.

Le misure attuative del Regolamento sulle agenzie di rating

Nel corso del 2014 si sono conclusi i lavori concernenti l'elaborazione, da parte dell'ESMA, delle norme tecniche di regolamentazione (RTS) previste dal Regolamento (CE) 1060/2009, come modificato dal Regolamento (UE) 462/2013, in materie di agenzie di rating. Dette norme tecniche sono state successivamente adottate dalla Commissione europea e pubblicate, sotto forma di Regolamenti Delegati della stessa Commissione, nel gennaio 2015, e riguardano tre ambiti regolamentari.

I tre Regolamenti delegati della Commissione europea (1/2015, 2/2015, 3/2015), adottati il 30 settembre 2014 e pubblicati nella Gazzetta ufficiale

dell'Unione Europea il 6 gennaio 2015, definiscono misure di dettaglio per l'assolvimento degli obblighi di comunicazione all'ESMA di dati concernenti, rispettivamente: i) le politiche tariffarie e le commissioni applicate dalle agenzie di rating; ii) gli strumenti finanziari strutturati il cui emittente, *originator* o *sponsor* sia stabilito nell'Unione, in vista della pubblicazione sul sito *web* dell'Autorità europea; iii) i rating e le prospettive di rating, ai fini della pubblicazione sulla *European Trading Platform* di informazioni relative alla *performance* storica nel registro centrale dell'ESMA e della vigilanza su base continuativa.

Tra le misure attuative del Regolamento sulle agenzie di rating si segnalano, altresì, cinque nuove decisioni della Commissione europea, con cui è stato riconosciuto come equivalente ai requisiti del succitato Regolamento (sotto il profilo degli interessi sostanziali conseguiti) il quadro normativo e di vigilanza di Argentina, Brasile, Hong Kong, Messico e Singapore. Giunge così a nove il numero delle giurisdizioni dei paesi terzi giudicate equivalenti.

Le precedenti decisioni hanno riguardato il Giappone, gli Stati Uniti d'America, il Canada e l'Australia. La Commissione europea ha presentato anche i propri rapporti alle Istituzioni dell'Unione in merito all'esercizio dei poteri di emanare atti delegati attribuitile dal Regolamento sulle agenzie di rating e alla fattibilità di una rete di agenzie di rating di piccole dimensioni nell'Unione.

Nel settembre 2014, è stato altresì pubblicato un *Tecnical Advice* da parte dell'ESMA, avente ad oggetto considerazioni in merito all'opportunità di sviluppare, a livello europeo, un meccanismo di valutazione del merito creditizio per il debito sovrano, in conformità a quanto previsto dal nuovo art. 39-*ter*, comma 2, del Regolamento (CE) 1060/2009.

Il 23 dicembre 2014 è stato, infine, pubblicato un *Discussion Paper* congiunto da parte dell'ESMA, dell'EIOPA e dell'EBA, concernente l'uso dei rating da parte degli intermediari finanziari, con l'obiettivo di ridurre l'affidamento esclusivo e meccanicistico da parte di tali soggetti nei confronti dei giudizi di rating.

2 La disciplina in materia di emittenti

La Direttiva Prospetto: misure attuative

Nel mese di marzo 2014, è stato pubblicato il Regolamento delegato (UE) 382/2014, che identifica talune situazioni che impongono la pubblicazione di un supplemento ai sensi della Direttiva Prospetto, al fine di garantire una maggiore armonizzazione tra gli Stati membri.

Tali situazioni includono, per i prospetti su azioni e titoli equivalenti, la pubblicazione di un nuovo bilancio di esercizio corredato del giudizio di revisione, la pubblicazione di una nuova stima di utili, l'assunzione di un nuovo impegno finanziario significativo, variazioni nell'assetto di controllo dell'emittente, il lancio di un'offerta pubblica di acquisto e la pubblicazione dei risultati relativi all'adesione all'offerta. Il Regolamento prescrive, inoltre, che, per tutti i prospetti, sia pubblicato

un supplemento qualora sia aumentato l'importo nominale aggregato del programma di offerta o l'emittente richieda l'ammissione alla negoziazione o intenda presentare un'offerta al pubblico in uno Stato membro non indicato nel prospetto. Le situazioni elencate nel Regolamento costituiscono una lista non esaustiva, poiché la necessità di pubblicazione può dipendere dall'emittente e dallo strumento finanziario interessato.

Il Regolamento, direttamente applicabile negli Stati membri a decorrere dal 5 maggio 2014, si basa sul progetto di standard tecnici di regolamentazione presentati dall'ESMA alla Commissione europea a dicembre 2013.

Tra le novità in materia di prospetto è da annoverare anche la pubblicazione della Direttiva cosiddetta Omnibus 2 (Direttiva 2014/51/UE), che tra l'altro attribuisce il compito di preparare progetti di standard tecnici di regolamentazione in una serie importante di aspetti concernenti la disciplina in parola all'ESMA (che ha concluso la consultazione nel dicembre 2014).

Entro il 1° luglio 2015 l'ESMA presenterà alla Commissione europea tali progetti di norme tecniche di regolamentazione riguardanti, in particolare, l'approvazione del prospetto, l'*incorporation by reference*, la pubblicazione del prospetto e la diffusione degli annunci pubblicitari.

Con riguardo all'approvazione del prospetto, il testo del mandato legislativo all'ESMA non menziona lo scrutinio del prospetto, per cui lo standard concernente l'approvazione sarà incentrato sul metodo e sui contenuti delle comunicazioni tra le autorità e le persone responsabili del prospetto (emittente, offerente, o persona che domanda l'ammissione a quotazione). Con riguardo all'*incorporation by reference*, considerato l'esito negativo della consultazione sull'interpretazione restrittiva fornita dall'ESMA nel Documento di consultazione ESMA/2014/1186 pubblicato il 25 settembre 2014 (*Draft Regulatory Technical Standards on prospectus related issues under the Omnibus II Directive*). e l'attuale progetto della Commissione europea in materia di *Capital Market Union*, l'ESMA non proporrà alcuno standard e invece suggerirà alla medesima Commissione di considerare questa tematica nella prossima revisione della Direttiva Prospetto. Per quanto attiene alla pubblicazione del prospetto, i nuovi standard dovrebbero intervenire su una serie di aspetti tra i quali, si menzionano, nel caso di un prospetto di base, l'obbligo di pubblicazione in forma elettronica dei *final terms* e della nota di sintesi riguardanti la specifica emissione, il divieto di pretendere dall'investitore il pagamento di una commissione per l'accesso al prospetto e dell'uso di *disclaimer* che possano limitare la responsabilità da prospetto. Questi ultimi due profili hanno anche costituito recentemente oggetto di pronuncia da parte della Corte di Giustizia Europea. In merito agli annunci pubblicitari, le proposte dell'ESMA prevedono l'introduzione di una disciplina concernente il ritiro o la revisione di annunci pubblicitari che si rivelino errati o fuorvianti. 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 nel citato Documento di consultazione.

L'ESMA sta poi esaminando le modalità di controllo delle informazioni finanziarie contenute nei prospetti da parte delle diverse autorità della UE al fine di valutare le azioni più opportune per favorire una maggiore convergenza in materia.

La Commissione europea ha pubblicato, a febbraio 2015, un documento di consultazione sulla revisione della Direttiva Prospetto.

I quesiti posti attengono alle possibili modifiche da apportare alla Direttiva Prospetto con riferimento i) ai casi in cui sorge l'obbligo di pubblicazione di un prospetto, ii) ai contenuti di detto documento e al regime in materia di responsabilità e sanzioni, iii) al ruolo delle autorità competenti nell'approvazione dei prospetti.

La revisione della Direttiva dovrebbe consentire di superare le difficoltà emerse in relazione al funzionamento del quadro normativo vigente, assicurando un più efficiente bilanciamento tra gli obiettivi di tutela degli investitori e le esigenze di agevolare la raccolta di capitali nell'Unione a sostegno della crescita e della competitività delle imprese europee. Al contempo, la riforma dovrebbe tener conto dell'evoluzione intervenuta nell'architettura e nella regolamentazione dei mercati finanziari a livello europeo, incluso lo sviluppo degli MTF, la nuova disciplina degli SME *growth markets* e delle OTF e gli obblighi di trasparenza introdotti dal Regolamento PRIPs. La consultazione si affianca alle altre iniziative contemplate nel Libro Verde pubblicato, in pari data, dalla Commissione europea per la realizzazione di una *Capital Markets Union* a sostegno dell'economia, della crescita e dell'occupazione nel lungo termine.

Nella prospettiva di un coinvolgimento dell'ESMA nei lavori relativi a tale revisione, l'ESMA stessa ha invitato i rappresentanti delle Autorità nazionali competenti partecipanti al *Corporate Finance Standing Committee* (CFSC), istituito nell'ambito dell'Autorità europea, a fornire contributi in merito a possibili interventi di modifica della Direttiva Prospetto.

La Consob, sulla base di un'attenta analisi dell'attuale sistema normativo e dell'esperienza applicativa, ha individuato alcune aree prioritarie d'intervento da proporre all'ESMA in un'ottica di rafforzamento della tutela degli investitori e di riduzione degli oneri amministrativi a carico dell'industria.

La riforma della Direttiva Transparency

Nel mese di ottobre 2014 è stato avviato inoltre l'*iter* legislativo volto al recepimento delle modifiche alla Direttiva *Transparency* con l'obiettivo di ridurre gli oneri amministrativi per gli emittenti quotati e favorire le strategie d'investimento a lungo termine.

Una delle principiali novità consiste nell'eliminazione dell'obbligo di pubblicazione della relazione trimestrale, fatta salva la facoltà per le diverse

autorità nazionali di richiederne la pubblicazione qualora ciò non comporti un onere eccessivo per le imprese (in particolare per le PMI) e purché il contenuto delle informazioni finanziarie richieste sia proporzionato al beneficio che l'investitore ne trae ai fini delle decisioni di investimento.

L'eliminazione dell'obbligo di pubblicare la trimestrale fa seguito alle critiche sollevate dopo la crisi finanziaria del 2008, secondo le quali l'eccessiva pressione esercitata dagli investitori sugli emittenti per conseguire risultati superiori alle aspettative nel breve periodo (*short-termism*) avrebbe determinato una maggiore volatilità di mercato.

In materia di partecipazioni rilevanti nelle società quotate, il 17 dicembre 2014 la Commissione europea ha trasmesso al Parlamento europeo e al Consiglio il progetto di regolamento delegato, predisposto sulla base dei *draft regulatory technical standards* dell'ESMA.

Gli standard tecnici di regolamentazione sono volti ad assicurare un approccio armonizzato per quanto concerne: i) il metodo di calcolo della soglia del 5 per cento per l'esenzione dagli obblighi di notifica applicabile ai *market makers* e ai diritti di voto detenuti nel portafoglio di negoziazione, anche nel caso di gruppi di società; ii) il metodo di calcolo delle soglie di notifica applicabili agli strumenti finanziari collegati a un paniere di azioni o a un indice; iii) il metodo per determinare il coefficiente delta ai fini del calcolo dei diritti di voto associati agli strumenti finanziari che prevedono esclusivamente il regolamento in contanti; iv) i casi in cui l'esenzione relativa ai diritti di voto detenuti nel portafoglio di negoziazione si applica alle operazioni per conto della clientela.

La data di applicazione del regolamento delegato è allineata alla data prevista per il recepimento nel diritto nazionale delle disposizioni della direttiva 2013/50/CE (26 novembre 2015).

A seguito dell'entrata in vigore delle revisioni alla Direttiva *Transparency*, l'ESMA ha raccolto dalle autorità competenti della UE informazioni per verificare su quali aspetti sia eventualmente necessario fornire chiarimenti ovvero un intervento di coordinamento dell'ESMA volto a rendere più efficace l'applicazione della Direttiva.

Uno degli aspetti meritevole di nota riguarda la nuova definizione di Stato membro di origine e l'obbligo dell'emittente di *disclosure* del proprio Stato membro di origine. La corretta individuazione di quest'ultimo, come anche dello Stato membro ospitante, è infatti fondamentale per assicurare sia la conformità degli obblighi informativi dell'emittente alla Direttiva sia l'effettiva vigilanza dell'autorità competente. Ad esito delle informazioni raccolte, l'ESMA valuterà, tra l'altro, se l'istituzione di un elenco europeo degli emittenti quotati, con indicazione del relativo Stato membro di origine, sia realizzabile e possa favorire un più efficace coordinamento dell'attività di vigilanza svolta dall'autorità dello Stato membro di origine e da quella dello Stato membro ospitante, in particolare quando questo è l'unico dove gli strumenti finanziari di un emittente sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato.

La riforma della Direttiva sulla revisione contabile

Nel corso del 2014 hanno trovato compimento i negoziati relativi alla revisione della direttiva *Audit*, con l'adozione della Direttiva 2014/56/UE e del Regolamento (UE) 537/2014 sulla revisione degli enti di interesse pubblico. Le misure sono volte a rafforzare le regole sulla revisione e il sistema di vigilanza e a colmare le lacune che la crisi finanziaria ha messo in luce, specialmente con riferimento alle attività di *audit* svolte nei confronti di società quotate, banche, assicurazioni e altre entità designate dagli Stati membri come entità di interesse pubblico.

Al fine di migliorare la qualità della revisione, la Direttiva rafforza le regole in tema di deontologia e indipendenza dei revisori, impone il rispetto del principio di scetticismo professionale nello svolgimento della revisione, introduce il divieto di svolgimento di taluni servizi diversi dalla revisione, fissa limiti in materia di corrispettivi derivanti da servizi non di revisione (non vietati) o versati da un medesimo EIP (Ente di interesse pubblico), introduce un'articolata disciplina in materia di durata massima dell'incarico di revisione e rotazione del revisore e fissa una articolata disciplina relativa all'organizzazione interna del revisore o società di revisione e del relativo lavoro. Il contenuto minimo della relazione di revisione è migliorato, allo scopo di aumentare il livello delle informazioni fornite al pubblico. Sono introdotte anche misure volte a facilitare la libera prestazione dei servizi di revisione nell'Unione e ridurre l'eccessiva concentrazione del mercato della revisione.

Al contempo, la Direttiva rafforza il sistema di vigilanza, prescrivendo una maggiore indipendenza dell'autorità competente dalla professione, stabilendo un regime di armonizzazione minima in materia di misure e sanzioni amministrative e prevendendo l'obbligo per gli Stati membri di istituire efficaci meccanismi per incoraggiare la segnalazione di eventuali violazioni alle autorità competenti. Introduce, inoltre, elementi di novità con riferimento alla disciplina dei controlli di qualità, per assicurare che essi siano svolti sulla base di un'analisi del rischio, in assenza di conflitti di interesse e tenuto conto del concetto di proporzionalità rispetto alla complessità dell'attività di revisione o dell'ente sottoposto a revisione. Le nuove disposizioni, che modificano la Direttiva 2006/43/CE, devono essere recepite nell'ordinamento degli Stati membri entro il 17 giugno 2016.

La Direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario

A ottobre 2014 è stata adottata la Direttiva 2014/95/UE, che modifica la Direttiva Contabile 2013/34/UE inserendo la disciplina relativa alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario da parte di imprese e gruppi di grandi dimensioni, finalizzata a migliorare l'uniformità e la comparabilità delle informazioni di carattere non finanziario comunicate da parte delle maggiori imprese operanti nel territorio dell'Unione favorendo l'allocazione delle risorse negli investimenti più efficienti.

In particolare, le imprese di grandi dimensioni e le imprese madri di grandi gruppi soggette alla nuova disciplina dovranno pubblicare, nella relazione sulla gestione, una dichiarazione di carattere non finanziario contenente una serie di informazioni utili a comprendere l'andamento dell'impresa/gruppo, i principali rischi e i suoi risultati. La Direttiva prevede, inoltre, che le società europee con un numero di addetti superiore a 500 pubblichino la politica in materia di diversità applicata alla composizione degli organi di amministrazione e controllo ovvero motivino la scelta di non prevedere alcuna politica di diversità.

La proposta di revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti

Nell'aprile 2014 la Commissione europea ha presentato una proposta di revisione della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti, nell'ambito del Piano d'azione sul diritto europeo delle società e governo societario del 2012.

Gli obiettivi principali della proposta sono individuati dalla Commissione nello sviluppo della sostenibilità a lungo termine delle società dell'Unione, nell'agevolazione dell'esercizio transfrontaliero del diritto di voto, nel miglioramento delle condizioni di gestione delle società quotate attraverso l'adozione da parte degli azionisti di una prospettiva di investimento maggiormente orientata alle *performance* di lungo termine.

Tali finalità di carattere generale sono considerate perseguibili per mezzo di una modifica normativa orientata alla realizzazione dei seguenti, più specifici, obiettivi: migliorare l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto, mediante (i) l'identificazione degli azionisti, (ii) la trasmissione di informazioni, (iii) l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti, e (iv) la trasparenza sui costi; rafforzare la trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori degli attivi e dei *proxy advisor* per favorire l'adozione di politiche di impegno e del relativo regime di trasparenza, onde favorire una prospettiva di investimento di più lungo termine da parte degli azionisti; favorire la trasparenza sulla politica retributiva e sulla remunerazione effettivamente concessa agli amministratori, a rafforzare la correlazione tra la remunerazione e i risultati degli amministratori e istituire un meccanismo di vigilanza sulle operazioni tra parti correlate.

3 La disciplina in materia di intermediari e prodotti di investimento

La revisione della Direttiva MiFID

La nuova MiFID introduce importanti novità anche in materia di intermediari, realizzando alcuni cambiamenti che avranno un impatto rilevante sul mercato finanziario europeo. Tra i profili più innovativi, si segnala la previsione della consulenza indipendente entro l'ampio alveo del servizio di consulenza, assoggettata a una disciplina speciale.

Tale disciplina si sostanzia: i) nel dovere dell'intermediario di valutare un *range* di strumenti finanziari disponibili sul mercato sufficientemente diversificato in termini di tipologia e di emittenti o *providers* e, in particolare, di non limitare la gamma degli strumenti finanziari, oggetto di raccomandazione, a quelli di propria emissione, o emessi o prodotti da soggetti controllati o collegati a chi presta il servizio di consulenza; ii) nel divieto di accettare e percepire nel continuo commissioni 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.

La previsione della consulenza indipendente potrà favorire 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 del *best interest* degli investitori.

Nell'ottica di un'ulteriore delimitazione delle possibilità per gli intermediari di pagare o percepire incentivi da soggetti terzi, il richiamato divieto di percezione di incentivi (con l'eccezione di quelli cosiddetti *minor* prevista per la consulenza indipendente) si applica anche al servizio di gestione.

Per tutti i servizi diversi dalla gestione di portafogli e dalla consulenza indipendente, gli incentivi – monetari e non monetari – possono essere pagati o ricevuti da terzi purché i suddetti benefici: i) siano funzionali a migliorare la qualità del servizio prestato al cliente; ii) non pregiudichino l'obbligo dell'intermediario di agire in modo onesto, corretto e professionale nei confronti del cliente e conformemente al miglior interesse del cliente stesso; iii) siano comunicati al cliente.

Le suddette novità nell'ambito della disciplina degli incentivi sono tese a garantire al cliente che la prestazione dei servizi d'investimento da parte dell'intermediario sia svolta nel suo miglior interesse e che la vendita o la consulenza su un determinato strumento finanziario prescinda dall'ammontare delle commissioni o dei benefici connessi alla prestazione del servizio avente ad oggetto lo strumento finanziario.

Altro aspetto di novità contenuto nella MiFID 2 riguarda l'obbligo per gli intermediari di avere presidi organizzativi di *product governance* volti ad assicurare, sin dalla fase di ideazione dei prodotti e nella successiva attività di definizione della gamma prodotti da distribuire alla clientela, il perseguimento del miglior interesse dei clienti.

Viene così introdotto l'obbligo del *product manufacturer* di implementare misure organizzative specifiche che consentano lo svolgimento, in via anticipata, di valutazioni circa la compatibilità dei prodotti che si intendono ingegnerizzare con le esigenze finanziare del potenziale *target market*. Riguardo al momento distributivo e di rapporto diretto con la clientela viene specificato 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* (anche se intermediari *extra*-UE ovvero non rientranti nell'ambito

della MiFID) le informazioni necessarie a comprendere appieno le caratteristiche del prodotto affinché quest'ultimo possa essere venduto (o consigliato) nel miglior interesse dei clienti.

Connesse e complementari alle norme in materia di *product governance* sono le disposizioni MiFIR relative ai poteri 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 integrità dei mercati ovvero per la stabilità dell'intero sistema finanziario o di una sua parte. In virtù di tali poteri le competenti Autorità nazionali, nonché l'ESMA e l'EBA secondo le rispettive competenze, possono proibire o limitare il *marketing*, la distribuzione o la vendita di certi strumenti finanziari (o di depositi strutturati con riferimento alle prerogative dell'EBA) ovvero di strumenti finanziari (o di depositi strutturati) con certe caratteristiche oppure un tipo di attività o pratica finanziaria.

MiFIR individua alcuni criteri (*trigger*) dai quali 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 declinazione degli stessi. In particolare, gli atti delegati della Commissione dovrebbero prendere in considerazione almeno i seguenti fattori: i) il grado di complessità dello strumento/deposito strutturato, anche in rapporto alla tipologia di clientela al quale il prodotto è offerto; ii) l'ammontare delle emissioni aventi ad oggetto strumenti finanziari/depositi strutturati; iii) il grado di 'innovazione' di uno strumento/deposito strutturato, di un'attività o pratica commerciale; iv) l'eventuale operatività 'a leva'.

Sempre nell'ottica di innalzare il livello di protezione degli investitori la MiFID 2 aumenta gli obblighi informativi preventivi a carico degli intermediari.

In particolare, gli intermediari dovranno: i) fornire al cliente informazioni chiare e complete sui rischi associati agli strumenti finanziari o rispetto a particolari strategie di investimento e sulla tipologia di clientela (*retail* o professionale) a cui lo strumento è destinato, avuto riguardo al *target market* predefinito in applicazione delle politiche di *product governance* di cui l'intermediario si è dotato; ii) precisare al cliente la tipologia di consulenza prestata (indipendente o non indipendente), se la consulenza si basi su un'analisi ampia o ristretta a diversi tipi di strumenti finanziari (con particolare riferimento all'esistenza o meno di collegamenti fra l'intermediario e l'emittente o il produttore ovvero il distributore) e se la consulenza preveda o meno una valutazione periodica dell'adeguatezza dello strumento finanziario raccomandato al cliente.

Uno specifico aspetto dell'informativa ai clienti, oggetto di particolare attenzione da parte della Mifid 2, è quello concernente le informazioni sui costi e caricamenti.

L'obiettivo è di fornire al cliente un quadro informativo più analitico e al medesimo tempo più chiaro su tutti i costi e i caricamenti connessi agli strumenti

finanziari commercializzati e ai servizi di investimento e accessori forniti al cliente stesso.

Un ulteriore strumento utilizzato dalla MiFID 2 per incrementare il livello di protezione degli investitori consiste nella limitazione dei tipi di strumenti finanziari non complessi che possono essere venduti dagli intermediari ai propri clienti in modalità '*execution-only*', ossia senza la necessità da parte dell'intermediario di conoscere effettivamente il proprio cliente con le relative esigenze.

Allo scopo di evitare arbitraggi tra prodotti d'investimento, le disposizioni della MiFID2 si applicano anche ai depositi strutturati. Inoltre, i principi MiFID in materia di conflitti d'interesse, informazione e tutela degli interessi della clientela sono estesi alla distribuzione dei prodotti assicurativo-finanziari, tramite modifiche alla Direttiva sull'intermediazione assicurativa (cosiddetta IMD).

Il Regolamento sulle informazioni-chiave per i PRIIPs

Il Regolamento UE 1286/2014 sui documenti informativi chiave per i prodotti finanziari preassemblati e i prodotti assicurativi di investimento (PRIIPs) introduce, con riferimento a un'ampia gamma di prodotti, l'obbligo di redigere un Documento informativo (*Key Information Document*) in forma chiara e succinta (massimo 3 pagine) per agevolare l'investitore *retail* nella comprensione e nella comparazione delle caratteristiche chiave dei prodotti d'investimento. Il Regolamento sarà direttamente applicabile nell'ordinamento degli Stati membri a decorrere dal 31 dicembre 2016.

Con specifico riferimento all'ambito di applicazione oggettivo del Regolamento, sono stati inclusi nello *scope* anche gli '*insurance-based investment products*', definiti come nella MiFID *review*, e gli strumenti emessi da società veicolo; sono stati invece esclusi i depositi, fatta eccezione per quelli strutturati, come definiti nella MiFID2.

Sotto il profilo del contenuto del KID, una particolare attenzione è prestata al tema della rappresentazione del profilo di rischio-rendimento del prodotto e dei costi del medesimo.

Il Regolamento delega alle tre ESAs, nell'ambito del *Joint Committee*, l'elaborazione di misure di implementazione di carattere tecnico (RTS). Il processo di elaborazione delle misure di implementazione è stato avviato dal *Joint Committee* attraverso la redazione e pubblicazione per la consultazione di un *Discussion Paper* in materia di *Key Information Document* per i PRIIPs, ispirato anche ai principi della finanza comportamentale. La definizione degli RTS terrà conto, inoltre, delle evidenze di un *consumer testing* svolto dalla Commissione europea.

La Consob ha partecipato ai lavori del *Joint Committee* anche condividendo la metodologia impiegata nell'ambito di una ricerca volta a verificare la relazione tra

rappresentazione del rischio dei prodotti finanziari, percezione del rischio e attitudine all'investimento (si veda il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore').

Nella primavera 2015 sarà pubblicato un *Technical Discussion Paper* sulle metodologie di calcolo dei rischi/rendimenti e dei costi sottostanti alle proposte specifiche di rappresentazione di tali informazioni chiave. L'intero processo, che comprende due ulteriori *consultation paper*, dovrebbe concludersi nel primo semestre del 2016, per consentire all'industria i necessari tempi tecnici di implementazione prima dell'entrata in vigore.

Il Regolamento completa le disposizioni previste in MiFID2 avuto riguardo ai prodotti assicurativo-finanziari, prevedendo analoghi poteri di *product intervention*.

La proposta di regolamento in materia di benchmark

In data 18 settembre 2013 la Commissione UE ha pubblicato una proposta di regolamento con l'obiettivo di aumentare l'accuratezza e l'affidabilità dei *benchmark* finanziari prodotti e utilizzati nell'Unione Europea, in linea con gli standard internazionali elaborati dalla IOSCO, dopo gli scandali che hanno riguardato il Libor e l'Euribor e, successivamente, altri indici usati come riferimento nel mercato delle *commodities* e in quello dei cambi. Nel corso del 2014 il testo è stato oggetto di discussione in sede di Consiglio e Parlamento europeo; la fase del cosiddetto 'trilogo istituzionale' dovrebbe aprirsi nel secondo semestre del 2015.

Nel merito, la proposta intende introdurre un regime di autorizzazione iniziale e di vigilanza continua sugli amministratori di *benchmark* da parte dell'autorità competente designata da ciascuno Stato membro.

Gli specifici presidi contenuti nella proposta, con riferimento all'attività di fornitura dei *benchmark*, prevedono che l'amministratore sia tenuto a: i) individuare meccanismi di *governance* robusti, che si basano su una chiara definizione dei ruoli e delle responsabilità, e adottare procedure per l'identificazione e la gestione dei conflitti di interesse; ii) istituire apposite strutture di controllo interno, fra cui una funzione di *oversight* con compiti di verifica delle varie fasi in cui si articola il processo di fornitura del *benchmark*; iii) utilizzare dati di *input* adeguatamente rappresentativi del mercato a cui si riferiscono (il regolamento prevede al riguardo una gerarchia di criteri per la valorizzazione degli stessi); iv) adottare una metodologia robusta, affidabile e trasparente. Per quanto concerne i requisiti per i contributori di dati di *input* sui quali vengono calcolati i *benchmark* si propone di prevedere l'obbligo di definizione di un codice di condotta nonché specifici requisiti, in tema di *governance* e controlli, nel caso in cui il contributore sia un'entità vigilata.

Per taluni *benchmark* di particolare rilevanza, i cosiddetti *benchmark* 'critici', la proposta prevede la costituzione di collegi di supervisione.

Per i *benchmark* considerati critici la proposta prevede in particolare: i) il vaglio preventivo dell'autorità competente sui contenuti del codice di condotta vincolante fra amministratore e contributori, nonché la possibilità di intervenire in qualsiasi momento a richiederne la modifica; ii) il potere dell'autorità competente di imporre la contribuzione obbligatoria all'indice in caso di abbandono da parte di uno o più contributori e, quindi, di diminuzione della rappresentatività del *benchmark* rispetto al mercato o realtà economica sottostante; iii) la costituzione di un collegio fra l'autorità competente sull'amministratore, sui contributori soggetti vigilati, sugli utilizzatori degli indici e l'ESMA. Tra gli aspetti maggiormente dibattuti della proposta, si segnalano la definizione stessa di *benchmark* critici, alcuni aspetti tecnici della contribuzione obbligatoria nonché il ruolo dell'ESMA all'interno dei collegi di autorità.

Le entità vigilate nell'Unione Europea potranno utilizzare come riferimento per strumenti e contratti finanziari i *benchmark* prodotti da amministratori autorizzati e vigilati e, a determinate condizioni, i *benchmark* prodotti in un paese terzo.

Il regolamento ELTIF

Nel corso del semestre di presidenza italiana del Consiglio dell'Unione Europea si è chiuso il negoziato per l'adozione del Regolamento relativo ai fondi di investimento europeo a lungo termine (ELTIF), che aveva preso avvio nel giugno 2013, con la pubblicazione della relativa proposta da parte della Commissione.

Il Regolamento entrerà in vigore decorsi venti giorni dalla sua pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea (prevista nel primo semestre del 2015) e sarà direttamente applicabile presso gli Stati membri decorsi 6 mesi dalla sua entrata in vigore.

L'obiettivo del Regolamento è raccogliere capitali e canalizzarli verso investimenti europei a lungo termine a sostegno dell'economia reale. Esso dunque risulta strettamente connesso con il 'Piano europeo per gli investimenti', pubblicato lo scorso mese di novembre e finalizzato a rilanciare la crescita economica dell'Europa. Gli ELTIF intendono infatti essere proprio uno dei canali alternativi a quello tradizionale di matrice bancaria, per il finanziamento di progetti di lungo termine, nonché di piccole e medie imprese.

Il Regolamento detta una disciplina armonizzata *ad hoc*, da applicare in aggiunta alle norme previste dalla Direttiva 2011/61/UE - AIFMD, concernente l'autorizzazione al fondo, le politiche di investimento e il regime di commercializzazione, a livello nazionale e transfrontaliero, nei confronti sia di investitori professionali sia *retail* dei FIA (fondi di investimento alternativi) UE che intendono avvalersi della denominazione ELTIF. Gli ELTIF, alla luce delle precipue finalità cui risultano destinati (finanziamento di opere

infrastrutturali o finanziamento di piccole e medie imprese, con difficoltà di accesso ai mercati di capitali), si connotano per essere fondi tipicamente chiusi.

Uno dei tratti caratterizzanti il Regolamento ELTIF, che lo differenzia dalla Direttiva AIFMD, è l'introduzione di una disciplina armonizzata in tema di commercializzazione di azioni o quote dello stesso ai *retail*. Nel corso del negoziato, il confronto politico si è concentrato sull'individuazione delle condizioni cui subordinare l'investimento in ELTIF da parte di investitori al dettaglio.

Se da un lato, infatti, è stata ravvisata l'opportunità di favorire l'accesso anche di tale tipologia di investitori ai prodotti in questione, dall'altro vi è consapevolezza di come questi ultimi possano presentare specifici profili di rischio e di complessità (legati al fatto di essere tendenzialmente chiusi e con un lungo orizzonte temporale di investimento), in relazione ai quali si è ritenuto di rafforzare i presidi già contenuti nella normativa di matrice MiFID, nonché nella Direttiva Prospetto e nel Regolamento PRIPs.

Tra le misure a tutela dell'investitore, si segnala che laddove il portafoglio finanziario del cliente non ecceda l'ammontare di €500 mila, è previsto, da un lato, un investimento minimo non inferiore a €10 mila e, dall'altro, un limite di concentrazione tale per cui l'investimento stesso non può eccedere il 10 per cento del controvalore del portafoglio. Altra misura di particolare rilievo è quella che assoggetta la commercializzazione di ELTIF a investitori *retail* alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, con la conseguente osservanza della relativa disciplina di matrice MiFID.

Le modifiche alla Direttiva UCITS

Sotto il semestre italiano sono state adottate anche le modifiche alla Direttiva UCITS tese a innalzare il livello di tutela dell'investitore mediante l'introduzione di disposizioni armonizzate in tema di funzioni e responsabilità del depositario, politiche di retribuzione dei gestori e sanzioni. Le modifiche apportate dalla Direttiva 2014/91/UE, in larga parte ispirate alle previsioni contenute nella Direttiva sui gestori di fondi alternativi, dovranno essere recepite negli ordinamenti degli Stati membri entro il 18 marzo 2016.

La nuova disciplina sui depositari di fondi UCITS armonizza i soggetti abilitati ad assumere detta funzione, definisce in maniera più puntuale i relativi obblighi di controllo e custodia, precisa le condizioni e i limiti per la delega di funzioni e tratteggia in maggior dettaglio il regime di responsabilità del depositario. Le disposizioni in tema di politiche e prassi retributive estendono alle società di gestione e SICAV di fondi armonizzati i medesimi principi già previsti a livello dell'Unione per enti creditizi, imprese di investimento e gestori di fondi alternativi, allo scopo di assicurare un più ampio allineamento tra gli interessi dell'intermediario e quelli degli investitori. La disciplina relativa al regime sanzionatorio è di

armonizzazione minima e contempla, diversamente da quanto auspicato dalla Consob, la facoltà degli Stati membri di non introdurre sanzioni amministrative laddove la violazione sia punita penalmente.

4 La disciplina e gli assetti di vigilanza in materia di intermediari bancari

L'unione bancaria europea

Nel corso dell'anno, sono stati registrati significativi progressi nella realizzazione del progetto di Unione bancaria, finalizzata a interrompere il circolo perverso tra emittenti sovrani, enti creditizi ed economia reale, ripristinare la stabilità finanziaria e porre le basi per la ripresa economica. Il progetto di Unione bancaria tiene conto, altresì, della necessità di conciliare l'esigenza di rafforzare il mercato interno dei servizi bancari con la permanenza di sistemi di vigilanza frammentati lungo confini nazionali.

Il 4 novembre 2014 è divenuto pienamente operativo il *Single Supervisory Mechanism* (SSM), istituito dal Regolamento UE 1024/2013, a conclusione di un percorso avviato nel dicembre 2012 al fine di attenuare le distorsioni ascrivibili ad approcci di vigilanza eterogenei e migliorare la solidità del sistema bancario, in vista di una maggiore tutela degli investitori e risparmiatori europei (Riquadro 2).

Un altro fondamentale traguardo verso l'Unione bancaria è stata l'adozione nel luglio 2014 del Regolamento UE 806/2014, che istituisce un *Single Resolution Mechanism* (SRM) nell'ambito degli Stati membri partecipanti al Meccanismo unico di vigilanza, rafforzando l'integrazione del quadro di risoluzione per le banche e le imprese di investimento realizzata dalla Direttiva 2014/59/UE (BRRD - *Bank Recovery and Resolution Directive*).

La Direttiva BRRD, pubblicata a maggio 2014, introduce norme in materia di risanamento e risoluzione di banche e imprese di investimento stabilite nei paesi dell'Unione, dettando procedure armonizzate di risoluzione che dovranno essere applicate in ipotesi di dissesto o crisi degli enti soggetti all'ambito di applicazione della Direttiva.

L'obiettivo di fondo perseguito nel quadro normativo così delineato è ripristinare la solidità finanziaria degli enti soggetti a risoluzione, preservandone, ove possibile, la continuità delle funzioni aziendali nonché evitare la destabilizzazione dei mercati finanziari, possibili effetti di contagio e costi a carico dei contribuenti.

In tale ottica il regime previsto dalla Direttiva fa sì che gli azionisti sostengano le perdite per primi e i creditori dopo gli azionisti, purché nessun creditore subisca perdite superiori a quelle che avrebbe subito se l'ente fosse stato liquidato con procedura ordinaria di insolvenza, in conformità del principio secondo cui nessun creditore può essere svantaggiato.

Riquadro 2

Il Meccanismo unico di vigilanza europeo degli enti creditizi

Il Meccanismo unico di vigilanza europeo (SSM), composto dalla Banca centrale europea e dalle autorità nazionali, è responsabile della vigilanza prudenziale di tutti gli enti creditizi stabiliti negli Stati membri partecipanti (circa 4.900 in totale). Il riparto di compiti tra la BCE e le autorità nazionali è effettuato sulla base della significatività dei soggetti vigilati, secondo i criteri stabiliti nel Regolamento 1024/2013/UE.

Sulle procedure relative al rilascio e alla revoca dell'autorizzazione all'attività bancaria e all'acquisto di partecipazioni qualificate (procedure comuni), la decisione finale è attribuita alla BCE a prescindere dalla significatività dell'ente creditizio interessato. In data 4 novembre 2014, la Banca d'Italia ha emanato un provvedimento che illustra gli effetti dell'entrata in funzione del Meccanismo unico di vigilanza sui procedimenti amministrativi di vigilanza di competenza della stessa. Il provvedimento descrive le principali modifiche per l'attività di vigilanza della Banca d'Italia e gli effetti dell'avvio del Meccanismo unico di vigilanza sulla normativa della Banca d'Italia a rilevanza esterna.

La BCE ha assunto la vigilanza prudenziale diretta sulle banche e gruppi bancari significativi dell'area dell'euro. Le competenze in parola – che ricomprendono, tra l'altro, la verifica del rispetto dei requisiti prudenziali, di organizzazione interna e di *governance*, la conduzione di valutazioni prudenziali, l'imposizione di azioni e misure di vigilanza e l'esercizio della vigilanza su base consolidata – sono svolte con l'assistenza delle autorità nazionali degli Stati membri partecipanti nell'ambito di gruppi di vigilanza congiunti, secondo le modalità stabilite dal Regolamento della BCE 468/2014.

L'elenco degli enti creditizi significativi dei Paesi dell'eurozona sottoposti alla vigilanza prudenziale diretta dalla BCE, pubblicato a settembre 2014, ricomprende 120 gruppi bancari significativi, che rappresentano, in termini di attivi, l'82 per cento del settore bancario dell'area euro. Tra di essi, figurano 14 gruppi bancari italiani. Ai fini dell'assolvimento dei propri compiti, sono attribuiti alla BCE poteri di vigilanza, indagine e sanzione.

La vigilanza diretta sugli enti creditizi meno significativi (circa 3.700 soggetti, di cui approssimativamente 550 in Italia), viene svolta dalle autorità nazionali, sotto la supervisione complessiva della BCE, sulla base di standard definiti a livello europeo.

Si prevede, in ogni caso, che la BCE possa esercitare i propri poteri di indagine anche nei confronti degli enti creditizi meno significativi, emanare istruzioni generali rivolte alle autorità nazionali degli Stati membri partecipanti in relazione alla supervisione di detti enti, o decidere di avocarne a sé la supervisione diretta al fine di assicurare l'applicazione coerente di standard di vigilanza elevati nell'ambito dell'SSM. Alla BCE è attribuito anche il potere di applicare misure di vigilanza macro-prudenziale nei confronti degli enti creditizi stabiliti negli Stati membri partecipanti al fine di fronteggiare rischi di natura sistemica.

Il Regolamento prevede, tra l'altro, che siano messi a disposizione delle autorità nazionali una serie di poteri e strumenti comuni, via via più incisivi nelle varie fasi del processo di risoluzione (pianificazione del risanamento, intervento precoce e risoluzione delle crisi).

Gli strumenti in parola comprendono la vendita dell'attività d'impresa o delle azioni dell'ente soggetto a risoluzione senza il preventivo consenso degli azionisti, la costituzione di una entità-ponte, la separazione delle attività non in sofferenza e il *bail-in* degli azionisti e dei creditori, ossia il potere di svalutazione, con possibilità di azzeramento del valore nominale, nonché di conversione in titoli di capitale di talune categorie di passività emesse dall'ente soggetto a risoluzione, ivi inclusi titoli di debito e obbligazioni (sia *senior* sia subordinate). La Direttiva, il cui termine per il recepimento negli ordinamenti degli Stati membri è scaduto il 31 dicembre 2014, è di armonizzazione minima; le autorità nazionali mantengono una certa discrezionalità nell'applicazione degli strumenti previsti e nel ricorso ai meccanismi di finanziamento nazionali a sostegno delle procedure di risoluzione.

Solo dopo l'applicazione degli strumenti di risoluzione previsti, qualora sussistano i presupposti previsti a livello europeo dalla disciplina degli aiuti di Stato, potranno essere concessi eventuali sostegni finanziari pubblici a favore di una banca in crisi, attraverso l'iniezione di capitale pubblico ovvero la sottoposizione della banca a proprietà pubblica temporanea.

La Direttiva, in via di recepimento a livello nazionale, è entrata in vigore a decorrere dal 1° gennaio 2015, fatta eccezione per le disposizioni relative allo strumento di risoluzione del *bail-in* per le quali è stata prevista la possibilità per lo Stato membro di posticipare il termine di decorrenza, al più tardi, al 1° gennaio 2016.

Il Regolamento UE 806/2014 intende rafforzare l'applicazione uniforme delle norme stabilite dalla Direttiva nei paesi dell'eurozona e negli altri Stati membri che aderiscano al Meccanismo unico di vigilanza, attraverso l'istituzione di un'unica autorità di risoluzione e di un fondo unico di risoluzione. L'ambito di applicazione è dunque circoscritto agli enti creditizi stabiliti negli Stati membri partecipanti al Meccanismo unico di vigilanza e alle imprese di investimento, imprese madri e enti finanziari, stabiliti nei predetti Stati, che rientrino nell'ambito della vigilanza su base consolidata svolta dalla BCE. Il Regolamento si applicherà, salvo talune deroghe, a decorrere dal 1° gennaio 2016.

Allo scopo di assicurare che le decisioni di risoluzione in tutti gli Stati membri partecipanti al Meccanismo unico di vigilanza siano adottate in modo coordinato ed efficace, il Regolamento affida a un'agenzia di nuova istituzione, il *Single Resolution Board* (SRB), l'elaborazione dei piani di risoluzione e l'adozione di tutte le decisioni concernenti la risoluzione degli enti creditizi e gruppi significativi sottoposti alla vigilanza prudenziale diretta della BCE, delle banche transfrontaliere e di quelle che richiedano l'accesso al Fondo di risoluzione unico (SRF - *Single resolution fund*). L'esecuzione delle

decisioni assunte dal *Single Resolution Board* è affidata alle autorità di risoluzione nazionali, al pari dell'adozione dei piani e delle decisioni di risoluzione concernenti i soggetti e gruppi di importanza meno significativa stabiliti negli Stati membri partecipanti.

Il medesimo Regolamento prevede l'istituzione di un Fondo di risoluzione unico, alimentato progressivamente con contributi obbligatori delle banche degli Stati membri partecipanti, che beneficerà della possibilità di rifinanziamento presso il Meccanismo di stabilità europeo (ESM- *European Stability Mechanism*).

La costituzione del Fondo dovrebbe contribuire a spezzare il legame tra le condizioni degli emittenti sovrani e quelle degli enti creditizi e a rafforzare la stabilità finanziaria dell'Unione nel suo complesso, spostando gli oneri derivanti dalle crisi di banche sistemiche degli Stati partecipanti dall'apporto di fondi pubblici all'utilizzo di risorse messe a disposizione dalle banche. Il Fondo consisterà inizialmente di comparti nazionali; la possibilità di attingere alle risorse generate da banche di altri Stati Membri sarà completata solo nel 2023.

Il progetto di Unione bancaria prevede, accanto alla creazione di un sistema di vigilanza e di un meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie integrato, anche un sistema unico di garanzia dei depositi. Progressi, sia pur parziali, in tale direzione sono stati compiuti con la pubblicazione della Direttiva 2014/49/UE, che stabilisce norme e procedure comuni relative all'istituzione e al funzionamento dei Sistemi di Garanzia dei Depositi (SGD), allo scopo di garantire un pari livello di stabilità di detti sistemi e offrire ai depositanti un livello di protezione uniforme in tutta l'Unione.

La Direttiva 2014/49/UE contiene disposizioni volte, tra l'altro, ad armonizzare l'ambito dei prodotti coperti dai sistemi di garanzia dei depositi e i relativi meccanismi di finanziamento e ad assicurare una graduale riduzione dei termini per il pagamento del rimborso a favore dei depositanti. Tra i requisiti imposti a carico dei sistemi in discorso rilevano requisiti attinenti all'ammontare minimo dei mezzi finanziari disponibili e l'obbligo di istituire pratiche di *governance* sane e trasparenti e di condurre *stress test* su base periodica. La Direttiva dovrà essere recepita negli Stati membri entro il 3 luglio 2015, ad eccezione di talune norme tecniche che dovranno essere recepite entro il 31 maggio 2016.

La proposta di regolamento sulla separazione delle attività delle banche

Onde attenuare l'impatto dei potenziali dissesti bancari e creare un sistema finanziario più stabile, al servizio dell'economia e della società nel suo complesso, la Commissione Europea ha pubblicato nel gennaio 2014 una proposta di regolamento sulle misure strutturali volte ad accrescere la resilienza e stabilità degli enti creditizi dell'Unione Europea '*too-big-to-fail, too-big-to-save, too-big-to-resolve*'.

Le misure, elaborate sulla base delle raccomandazioni del Rapporto Liikanen del 2012 e sulla scia di analoghe iniziative adottate negli USA e in alcuni Stati membri, sono incentrate, da un lato, sul divieto di negoziazione per conto proprio in strumenti finanziari e merci e, dall'altro, sulla potenziale separazione di altre attività di negoziazione (attività di *market making*, operazioni in strumenti derivati complessi e cartolarizzazioni) dalle tradizionali attività di intermediazione creditizia, ove l'autorità competente reputi che l'esercizio di tali attività costituisca una minaccia per la stabilità finanziaria dell'ente o per il sistema finanziario dell'Unione nel suo complesso.

La proposta mira a rafforzare il *corpus* unico di norme per il settore bancario e si inquadra nel più ampio dibattito avviato a livello mondiale in merito ai modelli di *business* delle banche e le relative implicazioni in termini di rischi sistemici. Secondo la Commissione, le norme proposte dovrebbero contribuire a far sì che le banche si concentrino sul loro ruolo fondamentale di servizio all'economia reale, evitando che il capitale bancario sia allocato in misura eccessiva ad attività di negoziazione ad alto rischio. Al contempo, la Commissione intende mitigare il rischio che i contribuenti devono intervenire per salvare le banche in difficoltà e limitare i costi e la complessità delle misure di risoluzione delle crisi eventualmente necessarie. La proposta tiene conto anche della necessità di prevenire le possibilità di arbitraggio regolamentare, in considerazione del proliferare delle iniziative di riforma in materia.

Il negoziato in Consiglio si è rilevato particolarmente complesso. Tra le questioni più dibattute sotto il semestre di Presidenza italiano si segnalano la definizione e il trattamento del *proprietary trading*, il grado di discrezionalità assegnato all'autorità di vigilanza nel richiedere la separazione delle altre attività di negoziazione, l'interazione tra autorità di vigilanza e autorità per la risoluzione delle crisi, il coinvolgimento dell'autorità di vigilanza del paese ospitante nelle decisioni attinenti alle misure strutturali.

Al contempo, per evitare che le banche tentino di aggirare queste norme trasferendo parti delle attività al settore meno regolamentato del sistema bancario ombra, la Commissione europea ha proposto misure volte ad accrescere la trasparenza delle operazioni di prestito titoli, nonché una disciplina più stringente sui fondi comuni di investimento monetari, strumenti fortemente esposti a fenomeni di corsa allo sportello.

5 Le proposte di regolamento in materia di *shadow banking*

Le proposte di regolamento in materia di fondi comuni di investimento monetari e operazioni di prestito titoli mirano a mitigare il rischio sistemico associato a questi fenomeni, che in periodi di turbolenza dei mercati possono costituire una rilevante fonte di contagio e di prociclicità.

La proposta di regolamento sui fondi comuni monetari

La proposta di regolamento sui fondi comuni monetari, pubblicata nel 2013 dalla Commissione europea, rappresenta un tassello importante della creazione di una '*European capital markets union*' (CMU). Il settore dei fondi comuni risulta, infatti, strategico al fine di incentivare lo sviluppo di canali di finanziamento dell'economia reale alternativi a quello bancario e colmare così il *funding gap* esistente. Al pari della AIFMD, tale proposta deve annoverarsi inoltre tra le iniziative legislative europee volte a disciplinare il sistema bancario ombra (*shadow banking system*).

L'obiettivo della proposta consiste nella definizione di 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 della quota.

Nel corso del semestre di Presidenza italiana del Consiglio dell'Unione Europea è stato avviato il negoziato sulla proposta in parola. Un accordo di massima è stato raggiunto su alcuni temi; permangono, tuttavia, divergenze tra gli Stati membri per quanto attiene alle disposizioni inerenti ai fondi comuni monetari che prevedono un valore costante della quota, CNAV (*Constant Net Asset Value*). Per tali prodotti la 'corsa ai riscatti' (cosiddetti rischio di *run*) degli investitori può alimentare il contagio, in quanto la promessa di stabilità del prezzo dei CNAV può creare l'incentivo per i partecipanti a precedere variazioni avverse del valore dell'OICR e a chiedere il rimborso delle azioni/quote. Nell'ottica di mantenere il modello dei fondi comuni monetari, FCM-CNAV, si rende pertanto necessario, anche in linea con le posizioni espresse dalle istituzioni internazionali, individuare misure idonee a mitigarne i rischi sistemici.

La proposta di regolamento relativa alle operazioni di finanziamento tramite titoli

A fine gennaio 2014, la Commissione europea ha avanzato una proposta di regolamento sulla segnalazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli (quali i contratti di vendita con patto di riacquisto, il prestito titoli e il reimpegno delle garanzie reali) che tipicamente rappresentano attività ricomprese nell'ambito del sistema bancario ombra poiché consentono anche a entità al di fuori del settore bancario tradizionale di realizzare la trasformazione delle scadenze e/o della liquidità. Il negoziato relativo alla proposta di direttiva si è concluso nel semestre di Presidenza italiana.

La proposta di regolamento introduce misure volte a migliorare la trasparenza nei confronti delle autorità di vigilanza, al fine di fornire loro le informazioni necessarie a monitorare l'insorgere 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 reimpegno dei titoli.

In particolare, sono state proposte 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 reimpegno. Tali misure recepiscono le Raccomandazioni del *Financial Stability Board* (FSB) dell'agosto 2013 sul medesimo tema. Al fine di minimizzare i costi per gli operatori, nel corso del negoziato presso le Istituzioni europee la proposta di regolamento è stata sviluppata il più possibile in linea con quanto previsto dal Regolamento (UE) 648/2012.

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 adeguarsi a tutti gli orientamenti elaborati dall'ESMA nel corso del 2014.

Nel febbraio 2014 l'ESMA ha pubblicato Linee-guida e raccomandazioni sulle politiche e le pratiche di remunerazione ai sensi della MiFID (*Guidelines and Recommendations on remuneration policies and practices*).

Le linee-guida richiamano l'attenzione degli intermediari sulla necessità di orientare i sistemi di remunerazione e incentivazione secondo criteri in grado di assicurare il perseguimento del miglior interesse dei clienti, dettando indirizzi interpretativi attinenti al processo di elaborazione delle politiche e prassi retributive, alla struttura dei compensi e all'azione di controllo da parte delle Autorità di vigilanza.

Con specifico riferimento ai profili riguardanti la *governance* dei sistemi di remunerazione e incentivazione, le Linee-guida dell'ESMA richiamano l'attenzione sulla necessità di orientare la definizione delle politiche e prassi retributive applicate ai propri dipendenti secondo criteri non confliggenti con l'obiettivo di servire al meglio gli interessi dei clienti. In particolare, gli orientamenti in esame esplicitano il dovere degli intermediari di determinare gli schemi di remunerazione e di incentivazione del personale, incluso quello di vendita, 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. In proposito, viene rimarcata la necessità per gli operatori, in fase di elaborazione delle politiche e prassi retributive, di temperare la centralità dei *target* di natura quantitativa basati sul raggiungimento di predefiniti volumi di vendita relativi a uno specifico prodotto finanziario o a una determinata categoria di strumenti finanziari. I meccanismi premiali dovrebbero essere fondati anche sulla valutazione della qualità del servizio reso e non esclusivamente sull'ammontare dei volumi complessivamente generati. Le politiche e le prassi retributive dovrebbe essere 'approvate', dall'alta dirigenza dell'intermediario (o, se del caso, dalla funzione di vigilanza), la quale dovrebbe, altresì, 'assumersi la responsabilità dell'attuazione' delle stesse, anche nell'ottica di intercettare eventuali rischi di non conformità alle norme di condotta e agli obblighi in tema di conflitto di interessi dettati dalla MiFID. Le linee-guida evidenziano, altresì, la necessità per gli intermediari di considerare il rischio di disallineamento dei propri interessi con quelli dei clienti nell'ambito dei propri 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. Si richiede, infine, alle competenti autorità di settore di riservare specifica attenzione, nella conduzione delle proprie attività e iniziative di vigilanza, alla considerazione dei profili connessi alla remunerazione del personale degli intermediari, adottando, se del caso, le più opportune azioni di *enforcement*.

Il 29 gennaio 2014 la Consob e la Banca d'Italia hanno emanato una comunicazione congiunta, in attuazione degli orientamenti ESMA, volta a definire le modalità e i tempi con cui gli intermediari devono 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 successivo mese di marzo l'ESMA ha emanato le Linee-guida sulla cooperazione e lo scambio di informazioni tra le autorità competenti, nonché tra le autorità competenti e l'ESMA (*Guidelines on cooperation arrangements and information exchange between competent authorities and between competent authorities and ESMA*), finalizzato a rafforzare la collaborazione a fini di vigilanza ed *enforcement* nell'ambito dell'Unione Europea. Alle Linee-guida è allegato un *Multilateral Memorandum of Understanding* (ESMA MMoU) che aggiorna quello sinora utilizzato per la cooperazione di settore, il CESR MMoU.

L'ESMA MMoU e le Linee-guida recano un quadro generale per la cooperazione tra autorità competenti e tra autorità competenti ed ESMA. Le linee-guida raccomandano le autorità competenti di compiere ogni sforzo per prestare la cooperazione ai sensi dell'allegato ESMA MMoU nello svolgimento delle funzioni loro assegnate dalla legislazione dell'Unione. Il testo dell'accordo è stato redatto utilizzando come base il CESR MMoU e introducendo le integrazioni richieste in considerazione degli sviluppi nella normativa europea e delle esperienze di cooperazione delle singole autorità competenti. Rispetto al CESR MMoU, l'accordo prevede la partecipazione anche dell'ESMA, sia pur limitatamente alle materie nelle

quali ha poteri di vigilanza diretta sui partecipanti ai mercati finanziari (ad esempio, agenzie di rating). L'ESMA avrà, altresì, il compito di risolvere eventuali dispute che riguardano la cooperazione prestata ai sensi del diritto dell'Unione che ricade nell'ambito del MMoU. Tra le altre principali novità rispetto all'accordo CESR, si segnala una descrizione maggiormente dettagliata delle forme di cooperazione da prestare. Viene introdotta, inoltre, una procedura per lo scambio di informazioni volta a rendere più tempestiva la prestazione della cooperazione e lo svolgimento di audizioni, ispezioni o indagini.

L'ESMA ha pubblicato in giugno, congiuntamente con l'EBA, le Linee-guida relative alla gestione dei reclami da parte degli intermediari del settore bancario e dei mercati degli strumenti finanziari (*Guidelines for complaints-handling for the securities (ESMA) and banking (EBA) sectors*). Gli orientamenti sono stati sviluppati sulla base delle linee-guida già emanate dall'EIOPA in materia per quanto concerne il settore assicurativo e mirano ad assicurare una più piena convergenza nei tre settori.

In agosto l'ESMA ha inoltre aggiornato le linee-guida su questioni relative agli ETF e altri UCITS (*Guidelines on ETFs and other UCITS issues*) emanate nel dicembre 2012. Gli orientamenti in parola dettano linee di indirizzo in punto di trasparenza della documentazione d'offerta degli ETF e di alcuni OICR, oltreché indicazioni sulle modalità di gestione e diversificazione del rischio, limiti di investimento e contenuto dei regolamenti e dei documenti contabili dei richiamati OICR.

Sempre in agosto l'ESMA ha adottato le Linee-guida in materia di reportistica alle autorità di vigilanza ai sensi dell'AIFMD (*Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3)(d) and 24(1),(2) and (4) of the AIFMD*), con cui si armonizzano le definizioni, le modalità di calcolo dei dati e le modalità di rappresentazione delle informazioni da trasmettere alle autorità di vigilanza secondo la Direttiva sui gestori di fondi alternativi.

Per quanto riguarda le informazioni da produrre, a titolo meramente esemplificativo, si rileva che è stato definito: i) con riferimento al *breakdown* del portafoglio gestito tra le varie strategie di gestione, un elenco standardizzato delle tipologie di strategie tra cui il gestore può scegliere; ii) con riguardo al valore detenuto nelle singole aree geografiche, una classificazione delle macroaree geografiche rilevanti; iii) in relazione alle prime 10 attività in cui il fondo risulta investito, una classificazione standardizzata degli *assets* e *macroassets* oggetto di investimento da parte dei fondi alternativi. Per quanto concerne le modalità di calcolo, in relazione a ogni informazione è stato chiarito quando il dato rileva in termini assoluti e/o quando in termini percentuali. È stato anche stabilito il periodo temporale di riferimento per il computo delle informazioni relative ai dati di *stock* (ad esempio, il valore totale delle attività gestite dal GEFIA, l'incidenza dei singoli strumenti finanziari sul patrimonio dei fondi).

Il 4 settembre 2014 l'ESMA ha pubblicato le Linee-guida relative all'attuazione dei Principi CPSS-IOSCO per le infrastrutture del mercato

finanziario in relazione alle controparti centrali, che evidenziano la coerenza dei requisiti stabiliti in materia dalla disciplina europea con gli standard internazionali.

Nell'aprile del 2012, *il Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS1) della BRI e il Comitato Tecnico dell'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) hanno emanato i *'Principles for Financial Market Infrastructures'* (PFMIs). Tali Principi, che rappresentano il nuovo standard internazionale per la vigilanza sulle infrastrutture di mercato, si pongono l'obiettivo di rafforzare la capacità di tali soggetti di affrontare situazioni di crisi di ampia portata, innalzando a monte i presidi per la gestione dei rischi e per la trasparenza nei confronti degli operatori. In vista del monitoraggio del CPMI (*Committee on Payments and Market Infrastructures*)-IOSCO sul grado di attuazione a livello nazionale dei PFMIs, l'ESMA si è attivata con la pubblicazione delle linee-guida al fine di rappresentare al CPMI-IOSCO che il quadro regolamentare comunitario per le CCPs (*Central Clearing Counterparties*) è stato disegnato in coerenza con i PFMIs e che le autorità europee già utilizzano i Principi ai fini dell'attività di vigilanza sulle CCPs.

L'ESMA ha adottato in ottobre gli Orientamenti relativi all'attività finalizzata all'attuazione delle norme in materia di informativa finanziaria. Le linee-guida stabiliscono i principi cui le autorità competenti devono uniformarsi nello svolgimento della vigilanza sull'informativa finanziaria redatta dagli emittenti già quotati in un mercato regolamentato e soggetti alla Direttiva *Transparency*. Esse sono applicabili anche all'informativa finanziaria di emittenti di paesi terzi che utilizzano un quadro legale di riferimento dell'informativa finanziaria dichiarato equivalente agli *International Financial Reporting Standards* (IFRS) ai sensi del Regolamento 1569/2007 della Commissione.

Le linee-guida, che sostituiscono lo *Standard n. 1 on enforcement* e lo *Standard n. 2 on coordination on enforcement* emanati dal CESR rispettivamente nel 2003 e nel 2004, dettano orientamenti cosiddetti *'principles-based'* e forniscono indicazioni per gli *enforcers* sulle seguenti aree: i) definizione e obiettivi dell'attività di *enforcement* in materia di informativa finanziaria; ii) campo di applicazione di tale attività ai sensi della Direttiva *Transparency*; iii) identificazione delle caratteristiche che dovrebbero avere le autorità di vigilanza europee per assicurare un'efficace attività di *enforcement*; iv) tecniche di selezione del campione di vigilanza nonché altri aspetti della metodologia sottesa all'attività di *enforcement*; v) tipologia di azioni di *enforcement* che dovrebbero essere adottate dalle autorità di vigilanza nell'ambito dell'attività finalizzata all'attuazione delle norme e forme di coordinamento di tali attività in seno all'ESMA.

Il 22 dicembre 2014 sono stati pubblicati gli Orientamenti congiunti delle tre Autorità europee ESAs (ESMA – EBA – EIOPA) sulla convergenza delle prassi di vigilanza riguardo alla coerenza degli accordi di coordinamento in materia di vigilanza per i conglomerati finanziari. Le linee-guida, elaborate in seno al *Joint Committee* che riunisce le tre ESAs, si inseriscono nel quadro

normativo delle direttive europee che stabiliscono forme di vigilanza supplementare di tipo prudenziale sui conglomerati finanziari, in particolare rispetto all'adeguatezza patrimoniale, alla concentrazione dei rischi e alle operazioni infragruppo.

Gli Orientamenti si soffermano su: i) il processo di mappatura, struttura della cooperazione e accordi di coordinamento; ii) il coordinamento dello scambio di informazioni sia in situazioni normali sia in situazioni di emergenza; iii) la valutazione di vigilanza dei conglomerati finanziari; iv) la pianificazione della vigilanza e coordinamento delle attività di vigilanza sia in situazioni normali sia in situazioni di emergenza; v) i processi decisionali fra le autorità competenti.

7 Le iniziative in materia di *Capital Market Union*

La Commissione europea ha pubblicato, ad agosto 2014, un rapporto generale sull'esperienza acquisita grazie all'operato delle tre ESAs, come richiesto dalla clausola di revisione contenuta nei relativi Regolamenti istitutivi.

Nel complesso, considerato anche il lasso di tempo relativamente breve, la Commissione europea giudica buoni i risultati conseguiti sotto il profilo dell'efficacia ed efficienza complessiva e del contributo fornito dalle autorità europee all'elaborazione del *corpus* unico di norme, coordinamento e scambio di informazioni tra le autorità degli Stati membri, monitoraggio dei rischi sistemici e protezione dei consumatori/investitori. La Commissione individua tuttavia talune aree che necessitano di miglioramento per consentire alle autorità di vigilanza europee di assolvere pienamente il loro mandato, tenendo conto anche dell'istituzione dell'Unione bancaria.

Tra gli interventi migliorativi che la Commissione ritiene debbano essere apportati dalle autorità europee nel breve termine, senza necessità di modifiche del quadro normativo, figurano: i) un più ampio utilizzo delle *peer review* e, più in generale, una maggiore attenzione alla convergenza delle pratiche di vigilanza; ii) una maggiore trasparenza nel processo di elaborazione degli *standard* tecnici; iii) il rafforzamento della *governance* interna, anche attraverso una maggiore influenza del personale delle autorità nell'ambito dei comitati permanenti e altri gruppi di lavoro.

Tra le misure che andrebbero valutate nel breve termine rientrano, altresì, ad avviso della Commissione, un maggior ricorso alla delega di compiti specifici al presidente dell'autorità, una maggiore trasparenza e più equilibrata composizione dei gruppi rappresentativi degli *stakeholders*, un rafforzamento del ruolo, visibilità e trasparenza del comitato congiunto.

Nel medio-lungo termine, la Commissione si riserva di valutare proposte di modifica dei regolamenti istitutivi delle autorità, in particolare al fine di migliorarne la *governance* e le modalità di finanziamento e rafforzarne

le competenze, mediante l'estensione del mandato ad altre aree, tra cui la direttiva OPA, la *Shareholders' Right Directive*, l'attuazione degli IFRS, il sistema bancario ombra e la supervisione diretta delle infrastrutture di mercato critiche come le controparti centrali.

Tra gli interventi a medio-lungo termine, la Commissione si riserva di valutare anche modifiche legislative volte a chiarire l'ambito applicativo e i presupposti per l'esercizio della mediazione vincolante e a consentire alle autorità europee di svolgere un ruolo più incisivo nella convalida dei modelli interni, specie per quanto concerne il settore assicurativo. Le funzioni di protezione dei consumatori potrebbero essere rafforzate ampliando i margini di intervento per proibire o limitare talune attività finanziarie. Sotto il profilo delle modifiche strutturali, la Commissione sottolinea che, alla luce dell'istituzione dell'Unione bancaria, dovrebbero essere oggetto di un'attenta valutazione il convogliamento delle autorità in un'unica sede o l'introduzione di un modello *twin peaks*.

Tra le iniziative a medio-lungo termine si segnala altresì la pubblicazione, il 18 febbraio 2015, di un *green paper* in cui la Commissione europea ha aperto una consultazione pubblica per la costruzione della cosiddetta unione del mercato di capitali (*Capital Markets Union*), in particolare sulle possibili misure di semplificazione normativa e riduzione dei costi per i soggetti vigilati da introdurre per favorire l'accesso ai capitali/investimenti su base paneuropea, eliminando vincoli e restrizioni superflui.

La Commissione europea ha per ora individuato cinque priorità: i) rivedere la Direttiva Prospetto onde facilitare la raccolta di capitali soprattutto per le imprese di dimensioni minori; ii) incoraggiare la rinascita del mercato delle cartolarizzazioni; iii) favorire lo sviluppo di un mercato di *private placement* paneuropeo per l'investimento diretto nelle imprese di minori dimensioni; iv) migliorare la disponibilità di informazioni sulle SME per incentivare la canalizzazione degli investimenti verso la piccola e media impresa; v) supportare lo sviluppo dei fondi ELTIF per investire in progetti infrastrutturali e di lungo termine.

I *feedback* ricevuti verranno presi in considerazione nello sviluppo di un piano d'azione volto a rendere operativa la *Capital Market Union* entro il 2019.

L'attività della Consob C

PAGINA BIANCA

La vigilanza sui mercati I

1 I mercati regolamentati

A fine 2014 la capitalizzazione delle società domestiche quotate sull'MTA di Borsa Italiana si è attestata a circa 466 miliardi di euro (+4,7 per cento rispetto all'anno precedente). La capitalizzazione del mercato AIM Italia (il sistema multilaterale di negoziazione gestito da Borsa Italiana), sebbene ancora marginale rispetto al mercato maggiore, è quasi raddoppiata, passando da 1,2 a 2 miliardi di euro (Tav. 1).

Con particolare riferimento all'MTA, l'incidenza della capitalizzazione di borsa rispetto al Pil è lievemente aumentata (dal 28,6 al 29,5 per cento a fine 2014). Il rapporto fra dividendi e prezzi è rimasto sostanzialmente stabile (al 3 per cento, superiore ai rendimenti dei titoli di Stato a medio lungo termine), mentre il rapporto fra prezzo e utili è diminuito leggermente (da 20 a 18,9).

Tav. 1 Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana
(valori monetari in miliardi di euro)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
MTA[1]						
capitalizzazione	457	425	332	365	445	466
in % del PIL	*30,1*	*27,4*	*21,1*	*23,3*	*28,6*	*29,5*
controvalore scambi	646	715	684	487	526	702
società quotate	332	332	328	323	326	342
di cui: domestiche	*280*	*272*	*263*	*255*	*249*	*244*
società ammesse	2	2	3	2	7	6
società revocate	12	10	12	10	13	11
rapporto dividendi - prezzi[2]	5,0	3,9	5,0	4,2	3,1	3,0
rapporto utili - prezzi[2]	5,3	7,7	8,8	7,2	5,0	5,2
rapporto prezzo - utili Ftse Mib[2]	18,9	13,2	11,1	13,9	20	18,9
AIM Italia						
capitalizzazione	0,6	0,6	0,6	0,6	1,2	2,0
società quotate	11	19	24	27	36	57

Fonte: Borsa Italiana, Bloomberg e Thomson Reuters. [1] Dati riferiti alle società per le quali l'MTA è il mercato di prima quotazione. I dati sull'MTA includono il MIV (Mercato degli *investment vehicles*) dal 2010 e il Mercato Expandi nel 2009. [2] Valori in percentuale rilevati a fine anno.

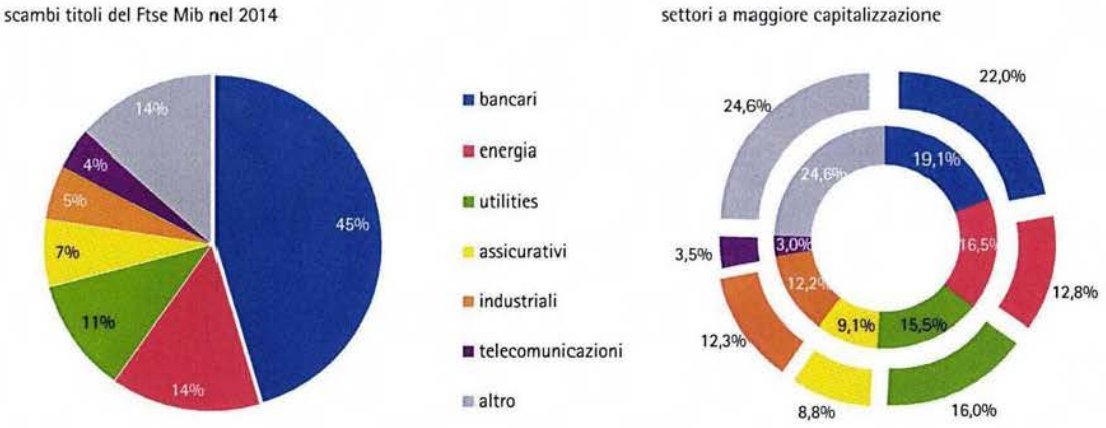
Nello stesso periodo, il numero di società domestiche quotate è diminuito da 249 a 244, con un saldo negativo fra revoche e nuove

ammissioni (rispettivamente, 11 e 6). Le società quotate su AIM-MAC sono aumentate complessivamente da 36 a 57.

Per quanto riguarda le negoziazioni di titoli azionari, nel 2014 il controvalore degli scambi è cresciuto da 526 a 702 miliardi di euro (+33 per cento circa). La ripartizione degli scambi per settore economico di appartenenza delle società quotate riflette, come di consueto, il peso della capitalizzazione nei rispettivi settori.

In particolare, oltre il 75 per cento degli scambi relativi a titoli appartenenti all'indice Ftse All Share è riconducibile a tre macro-settori principali (finanziario, energia e *utilities*), che da soli rappresentano il 60 per cento circa della capitalizzazione complessiva di borsa (Fig. 73).

Fig. 73 Ripartizione delle negoziazioni e della capitalizzazione degli titoli azionari italiani per settore economico



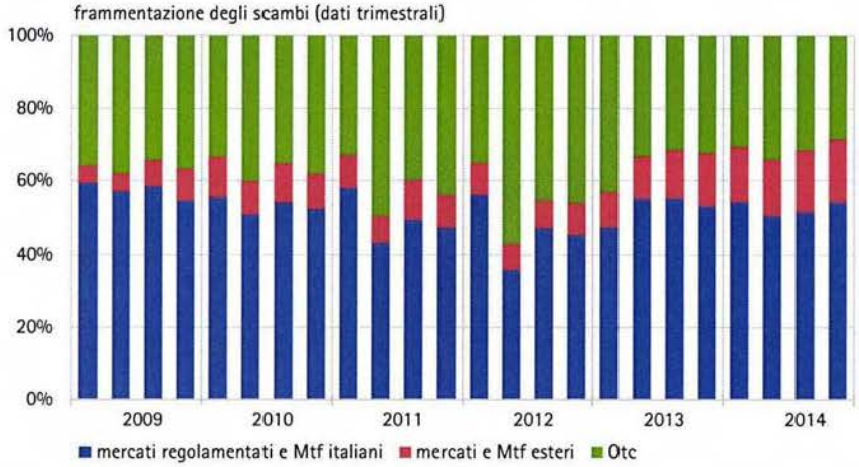
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Borsa Italiana. Il grafico di sinistra rappresenta la ripartizione settoriale dei titoli costituenti l'indice Ftse All Share Italia a fine 2014. Il grafico di destra rappresenta al suo interno la capitalizzazione settoriale a fine 2013, e all'esterno quella a fine 2014.

Con riferimento alla frammentazione degli scambi, nel corso del 2014 la quota delle negoziazioni di titoli di società domestiche effettuate su mercati regolamentati e MTF italiani è risultata sostanzialmente stabile rispetto al 2013, passando dal 52,3 al 52,6 per cento circa (Fig. 74).

Gli scambi realizzati su piattaforme regolamentate estere sono invece aumentati di 4 punti percentuali (dal 12 al 16 per cento circa) attraendo negoziazioni precedentemente effettuate *over the counter* (OTC), diminuite nello stesso periodo di circa 5 punti percentuali (da 35,7 a 31,5 per cento).

Nel corso del 2014 la raccolta di capitale di rischio per le imprese quotate sul mercato MTA di Borsa Italiana ha registrato una significativa ripresa rispetto all'anno precedente, passando da 1,2 a 11,7 miliardi di euro.

Fig. 74 Distribuzione degli scambi di titoli azionari italiani per tipologia di mercato

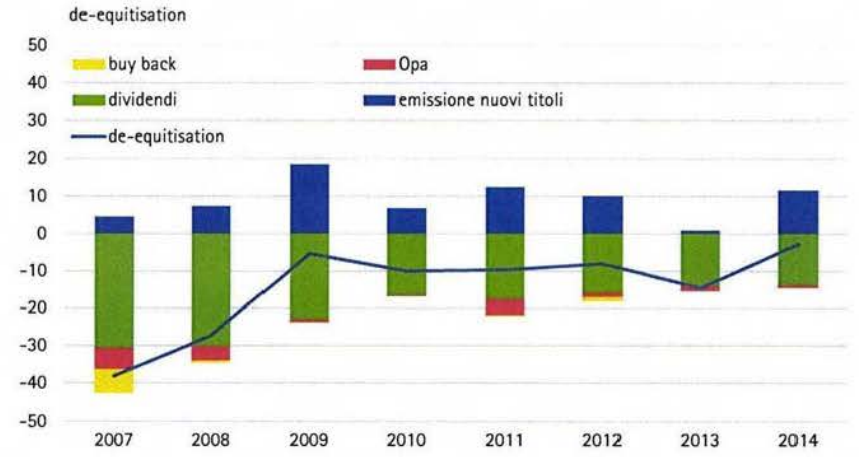


Fonte: elaborazioni su dati Consob e Borsa Italiana.

Contestualmente, il flusso di risorse restituite agli azionisti tramite la distribuzione di dividendi e le offerte pubbliche di acquisto si è ridotto di circa un miliardo di euro. In particolare, sono stati distribuiti dividendi per 13,7 miliardi (14,1 nel 2013) e acquistate azioni a seguito di Opa per circa 0,7 miliardi.

L'indicatore di *de-equitisation*, ossia il saldo fra risorse raccolte e distribuite dalle imprese quotate, è pertanto migliorato (da -14,8 miliardi nel 2013 a -2,8 miliardi nel 2014), segnalando un incremento nella capacità della Borsa di attrarre il capitale di rischio (Fig. 75).

Fig. 75 Saldo fra risorse raccolte (+) e restituite (-) agli azionisti di società quotate italiane
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Consob, Borsa Italiana e Datastream 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; dato 2014 stimato. I dividendi sono stimati sulla base del *dividend yield* di fine anno.

Per quanto riguarda gli *exchange traded products* (Etp), nel corso del 2014 il patrimonio gestito (*assets under management* - Aum) dagli Etp negoziati sul mercato EtfPlus di Borsa Italiana ha proseguito la crescita in atto dal 2012 e raggiunto un nuovo massimo, portandosi a 37 miliardi di euro dai 26,7 miliardi a fine 2013 (+38,7 per cento circa; Tav. 2).

Tav. 2 Patrimonio gestito da Etp negoziati sul mercato EtfPlus
(valori monetari in miliardi di euro)

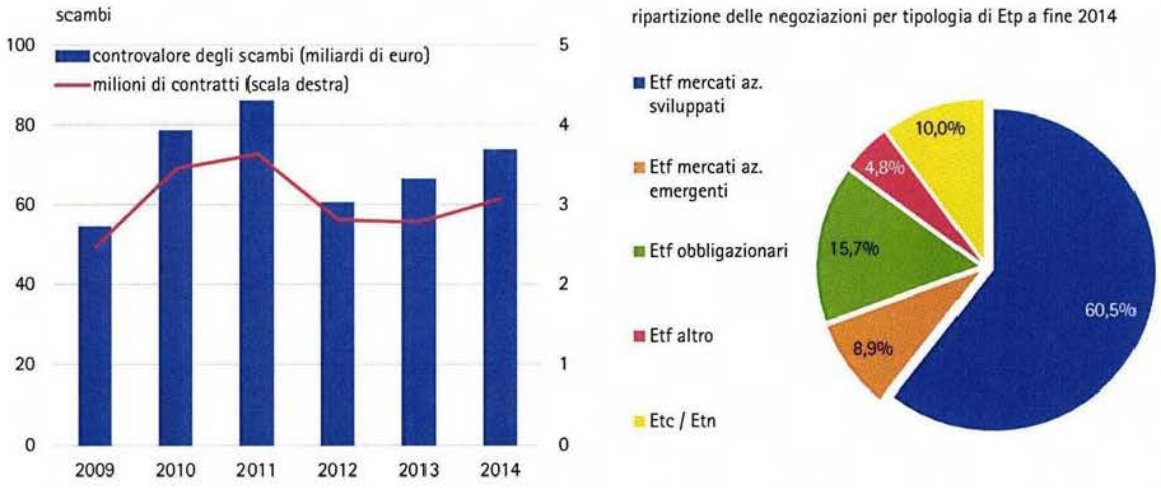
	Etf az. mercati avanzati	Etf indici obbligaz.	Etf az. mercati emergenti	Etf altro	Etc/Etn	totale	*variazione % anno precedente*
2009	5,0	4,5	2,6	1,3	1,1	14,6	-
2010	6,5	4,9	4,4	1,9	2,1	19,8	*36,6*
2011	6,7	4,8	3,5	1,7	1,9	18,6	*-6,1*
2012	7,3	5,7	3,3	1,8	2,6	20,7	*11,3*
2013	11,7	8,0	2,8	2,3	1,9	26,7	*29,0*
2014	15,2	13,2	2,9	3,0	2,7	37,0	*38,7*

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

La quota maggiore del patrimonio gestito è riferibile a *exchange traded funds* (34,3 miliardi circa, di cui 18 investiti in mercati azionari) e, in misura notevolmente inferiore, a *exchange traded commodities* (2,7 miliardi).

Anche sul mercato EtfPlus, in misura simile a quanto verificatosi per gli scambi azionari, il controvalore complessivo delle negoziazioni è aumentato, passando a 74 miliardi di euro circa da poco più di 66 miliardi nel 2013 (+11 per cento circa). Nello stesso periodo, il numero di contratti è aumentato da 2,8 a circa 3 milioni (Fig. 76).

Fig. 76 *Exchange traded products* quotati su EtfPlus



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

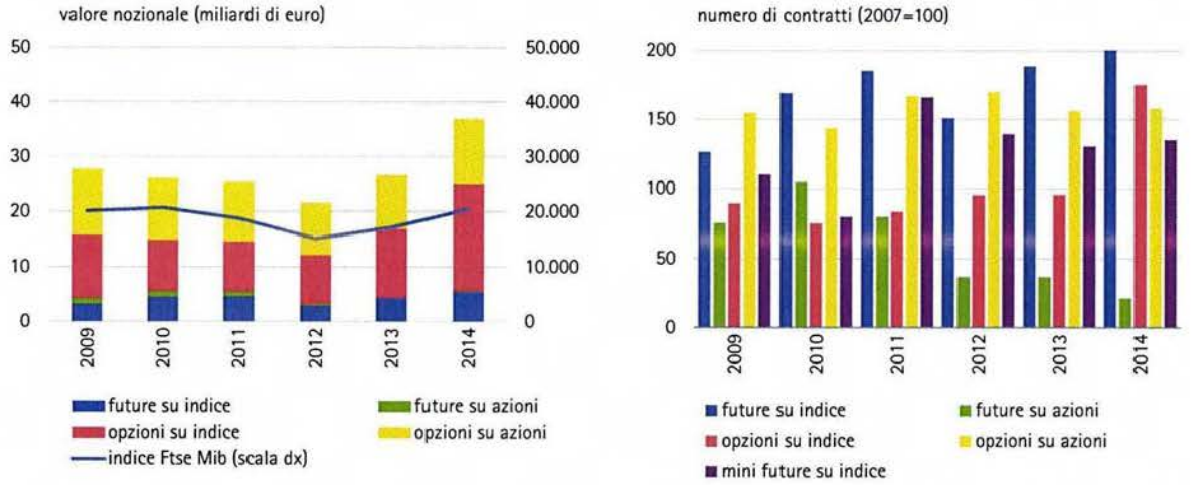
Per quanto riguarda la ripartizione del controvalore degli scambi per tipologia di Etp, nel 2014 il 60 per cento circa delle negoziazioni ha riguardato Etf collegati a indici azionari di mercati avanzati, il 9 per cento circa Etf relativi a mercati emergenti, il 16 per cento circa Etf connessi a indici obbligazionari, mentre la categoria degli Etc legati all'andamento delle *commodities* (inclusa quella marginale degli *exchange traded notes*, Etn) ha rappresentato il 10 per cento delle negoziazioni.

Con riferimento agli strumenti derivati negoziati sul mercato Idem di Borsa Italiana, la media giornaliera delle posizioni aperte (*open interest*) nel corso del 2014 è aumentata in termini di controvalore nozionale da 26,7 a 36,8 miliardi di euro, con un incremento del 38 per cento circa (Fig. 77).

Anche nel 2014 la quota preponderante dell'*open interest* è relativa alle opzioni su indice (in crescita dal 47 al 53 per cento circa delle posizioni aperte), seguita dalle opzioni su azioni (passata dal 37 al 32 per cento) e dai *future* su indice (in calo dal 16 al 15 per cento). Del tutto marginale risulta l'*open interest* relativo ai contratti future su azioni.

Per quanto riguarda il numero medio delle posizioni aperte, nel 2014 si è registrato un significativo incremento dell'*open interest* in opzioni sull'indice Ftse Mib (+83 per cento circa), mentre risultano in netto calo le posizioni aperte in *future* su azioni (-42 per cento).

Fig. 77 Valore nozionale e numero delle posizioni aperte in strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem
(valori medi giornalieri)



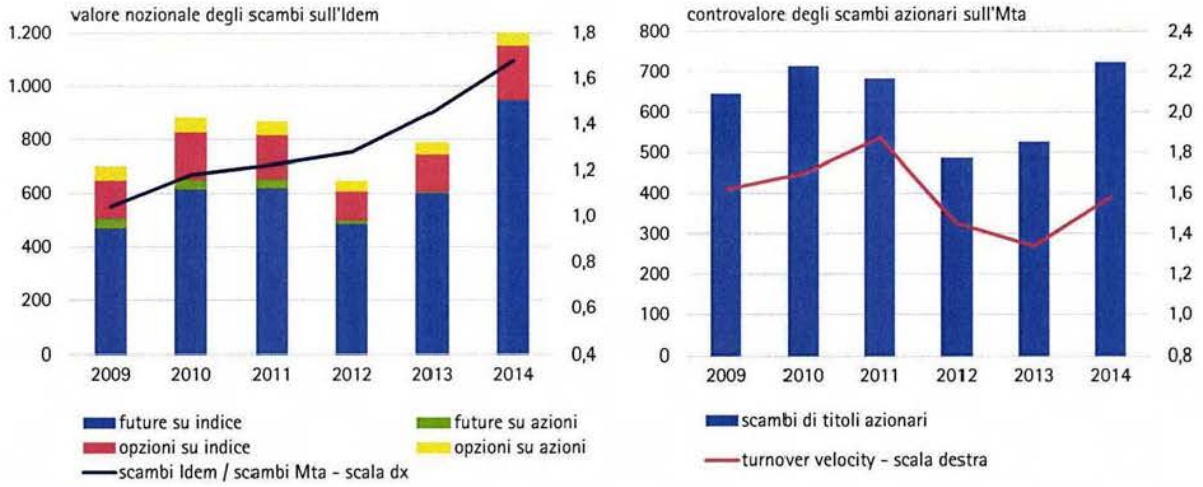
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e Thomson Reuters. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria '*future* su indice' include i *minifuture* su indice. I valori annuali dell'indice Ftse Mib sono medie dei dati di fine mese.

Con la ripresa degli scambi sul mercato azionario a pronti, anche il controvalore nozionale delle negoziazioni di strumenti derivati azionari negoziati sul mercato Idem ha registrato una significativa accelerazione nel 2014, passando da circa 789 a 1.214 miliardi di euro (+54 per cento circa; Fig. 78).

Anche nel 2014 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 preferiti dagli investitori.

Il rapporto fra il controvalore nozionale degli scambi su derivati azionari e su azioni è aumentato da circa 1,4 a 1,6, a fronte di una diminuzione della velocità del *turnover* sul mercato *cash* passata da 1,34 a 1,58 (Fig. 78).

Fig. 78 Negoziazioni di strumenti finanziari derivati sull'Idem e di titoli azionari sull'MTA
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. I '*future* su indice' includono i *minifuture* su indice.

Passando al mercato SeDeX dei derivati cartolarizzati di Borsa Italiana, si osserva che il controvalore degli scambi di *covered warrant* e *certificates* nel 2014 è aumentato del 50 per cento circa, passando da 16,3 a 24,4 miliardi di euro, ai massimi dal 2009, mentre il numero delle emissioni in essere è diminuito di circa il 19 per cento per effetto del saldo fra emissioni nuove e scadute (Tav. 3).

Tav. 3 *Covered warrant* e *certificates* quotati sul SeDeX
(valori monetari in miliardi di euro)

	numero di emissioni			controvalore degli scambi
	in essere[1]	nuove[2]	scadute[3]	
2009	3.289	4.029	3.625	*10,2*
2010	3.343	3.508	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*
2014	4.173	4.606	5.494	*24,4*

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. [1] Dati a fine anno. [2] Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. [3] Emissioni scadute nel corso dell'anno. Il dato include gli strumenti revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale.

La categoria più rilevante in termini di scambi nel 2014 è costituita dai *leverage certificates*, con 14,1 miliardi di euro negoziati nel 2014 (58 per cento del totale negoziato, più che raddoppiato rispetto all'anno precedente a fronte di un numero relativamente esiguo di emissioni). La seconda categoria è quella *plain vanilla*, con circa 6,2 miliardi di euro negoziati (a fronte però di un numero ben maggiore di titoli - circa 3.100 - quotati in corso d'anno). Gli *investment certificates* rappresentano la terza classe per entità di scambi (4,1 miliardi di euro), mentre gli strumenti esotici si confermano categoria trascurabile (Tav. 4).

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 emissioni	controvalore scambi	numero emissioni	controvalore scambi	numero emissioni	controvalore scambi	numero emissioni	controvalore scambi	*numero emissioni*	*controvalore scambi*
2009	1.672	7,1	1.122	2,6	399	0,5	96	..	*3.289*	*10,2*
2010	1.846	9,7	959	2,4	438	0,6	100	..	*3.343*	*12,7*
2011	2.176	8,2	1.101	2,2	511	0,9	92	..	*3.880*	*11,3*
2012	2.935	6,3	1.070	2,3	667	0,9	87	..	*4.759*	*9,6*
2013	3.575	6,3	941	4,0	546	5,9	78	..	*5.140*	*16,3*
2014	3.105	6,2	827	4,1	172	14,1	69	0,0	*4.173*	*24,4*

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

Nel 2014, a fronte di una sostanziale stabilità delle negoziazioni di *plain vanilla* e *investment certifcates*, è proseguito il forte interesse degli investitori per gli strumenti *leverage*, in particolare per talune tipologie aventi come sottostante l'indice Ftse Mib. A fronte di tali consistenze, le negoziazioni si concentrano però solo su un numero molto limitato di titoli (Tav. 5). Al riguardo, nel 2014 gli scambi relativi ai cinque *covered warrant* più negoziati per ciascuna delle tre categorie più rilevanti hanno rappresentato complessivamente il 60 per cento circa del controvalore negoziato sul mercato Sedex (in aumento dal 54 per cento circa nel 2013.

Tav. 5 Concentrazione degli scambi sul SeDeX
(valori percentuali dei primi cinque titoli più negoziati per categoria sul totale degli scambi)

categoria	2012	2013	2014
con leverage	5,5	31,6	43,6
plain vanilla	29,3	19,8	14,3
investment certificates	1,9	2,3	1,7
Totale per i primi cinque titoli più scambiati	*36,7*	*53,8*	*59,6*

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, nel 2014 il volume delle negoziazioni sui mercati italiani è aumentato complessivamente di 816 miliardi, passando da 2.164 a 2.980 miliardi di euro (con un incremento degli scambi di circa il 38 per cento rispetto al 2013; Tav. 6).

Tav. 6 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani[1] (miliardi di euro)

	MTS - mercato all'ingrosso dei titoli di Stato	BondVision – mercato all'ingrosso	MTS - mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	MOT[2]	EuroTLX[3]	altri sistemi multilaterali di negoziazione[4]	totale
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
2014	1.487	1.041	0	323	91	38	2.980

Fonte: elaborazioni su dati MTS, Borsa Italiana e EuroTLX. [1] L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. [2] Sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMOT. [3] Dal 2010 sistema multilaterale di negoziazione EuroTLX. [4] Comprende BondVision Corporate, ExtraMOT e Hi-MTF.

Peraltro, tale incremento è sostanzialmente riconducibile ai soli mercati all'ingrosso (MTS e BondVision), dove in particolare gli scambi sono cresciuti rispettivamente del 64 e 29 per cento circa (e volumi passati da 904 a 1.487 e da 804 a 1.041miliardi di euro).

Anche nel 2014 l'MTS si è quindi riconfermato come mercato *leader* per gli scambi di titoli di Stato, distaccando di oltre 400 miliardi di euro il secondo mercato all'ingrosso.

Per quanto riguarda il mercato *retail*, nel 2014 le negoziazioni sul MOT di Borsa Italiana si sono invece lievemente ridotte (da 330 a 323 miliardi di euro, -2 per cento circa), mentre su EuroTLX e su altre *trading venues* si sono registrati marginali incrementi.

2 La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione

2.1 La vigilanza regolamentare

Nel 2014 la Commissione ha svolto un'intensa attività di vigilanza sulle modifiche apportate dai gestori delle infrastrutture di negoziazione ai regolamenti dei rispettivi mercati e alle relative disposizioni di attuazione (Tav. 7).

Le modifiche al Regolamento del Mercato delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati sono state approvate dalla Consob, previo parere favorevole rilasciato dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 63, comma 3 del Tuf. Le modifiche al Regolamento del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato sono state approvate dal Ministero dell'Economia e delle Finanze previo parere della Consob e della Banca d'Italia ai sensi degli artt. 66, comma 1 del Tuf e 7, comma 3 del d.m. 216/2009.

Tav. 7 Modifiche ai Regolamenti e alle relative disposizioni di attuazione dei mercati regolamentati nel 2014

mercato e data	contenuto	note
Borsa Italiana		
Modifiche al Regolamento e alle Istruzioni dal mese di marzo	disposizioni in tema di *record date* ai fini della legittimazione del pagamento dei dividendi	allineamento data pagamento dividendi al giorno di mercato aperto successivo alla *record date*, salvo circostanze particolari comunicate dall'emittente
	requisito del flottante nel caso di ammissione di emittenti già negoziati negli MTF	estensione di quanto già previsto per altre società
	flottante come requisito di permanenza nel segmento Star	partecipazione azionisti di controllo quale requisito alternativo
	raccolta delle adesioni alle offerte di acquisto o di scambio	raccolta in via telematica come *default*
	adeguamento delle procedure di gestione degli errori	riduzione da T+1 a T del termine entro il quale si può chiedere cancellazione dei contratti eseguiti
Modifiche alle Istruzioni dal mese di marzo	introduzione nell'IDEM delle scadenze negoziali fino a tre anni	contratti future su azioni, in aggiunta alle scadenze trimestrali e mensili già previste
	introduzione nell'IDEM nel caso di offerta pubblica totalitaria sulle azioni sottostanti, di un criterio oggettivo per la chiusura delle posizioni in tutti i casi in cui l'offerente venga a detenere una partecipazione eccedente il 90 per cento del sottostante	
	allineata la data di ammissione alle negoziazioni della seconda scadenza annuale del contratto future su energia *baseload* a quella della prima scadenza	
Modifiche al Regolamento e alle Istruzioni dal mese di ottobre	ciclo di regolamento	riduzione da T+3 a T+2
	adeguamento obblighi informativi degli emittenti nel caso di eventi rilevanti per la negoziazione degli strumenti finanziari	pagamento dividendi e anticipo record date; riduzione anticipo della comunicazione a Borsa Italiana
	record date	anticipo dal terzo al secondo giorno di mercato aperto successivo all'ultimo giorno *cum*
	modifica del calendario di liquidazione	adozione del calendario Target
	insolvenza di mercato	norma espunta dal Regolamento poiché non più applicabile a seguito modifiche Regolamento congiunto Banca d'Italia/Consob del 22 febbraio 2008
Modifiche alle Istruzioni ottobre	introduzione contratti di opzione su azione settimanale; introduzione della figura del *Designated Market Maker*	
MTS		
Modifiche al Regolamento del Mercato delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati e modifiche al Regolamento del Mercato all'ingrosso dei Titoli di Stato	il ciclo di regolamento ridotto, per il segmento a pronti del Mercato	riduzione da T+3 a T+2
	contratti di *general collateral* e mancata definizione degli strumenti finanziari da consegnare il termine previsto	se l'esecuzione del contratto è avvenuta in forma anonima attraverso CCP, la Società si riserva il diritto di rivelare alle controparti le rispettive identità

Nel mese di luglio 2014 la Commissione ha altresì verificato, nella prospettiva indicata all'art. 73, comma 3, Tuf, le modifiche allo Statuto di Borsa Italiana e allo Statuto di MTS (in tal caso rilasciando il parere di

competenza al Ministero dell'Economia e delle Finanze), approvate dalle rispettive assemblea straordinarie.

Per entrambe le Società, tra le modifiche si segnala lo spostamento della data di chiusura dell'esercizio sociale dal 31 marzo al 31 dicembre (al fine di allinearsi a quanto previsto all'interno del Gruppo LSEG).

Le modifiche apportate allo statuto di MTS, riguardano, fra l'altro, gli accordi aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea (che devono essere comunicati alla Società entro quarantotto ore dalla loro stipulazione) e la possibilità di gestire la nuova categoria delle *organized trading facility* (OTF) prevista dalla MiFID II.

Nel 2014 è stata inoltre presentata alla Consob istanza di riconoscimento, ai sensi dell'art. 67, comma 2, Tuf di due mercati esteri di strumenti finanziari derivati, facenti parte del CME Group e con sede a New York. Si tratta dei mercati COMEX (gestito dalla società Commodity Exchange Inc.) e NYMEX (gestito dalla società New York Mercantile Exchange Inc.). Nel primo mercato sono negoziati *futures* e opzioni su metalli, in particolare metalli preziosi, oro, argento, rame e acciaio. Nel secondo, contratti *future* e opzioni aventi come sottostante l'energia, metalli e *commodity* agricole.

Entrambi i mercati sono registrati presso la CFTC (Commodity Futures Trading Commission, autorità di controllo dei mercati derivati degli Stati Uniti) come Designated Contract Market, tipologia di mercato soggetta al più elevato regime di regolamentazione. Con la CFTC 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 provvedimento di riconoscimento del NYMEX deve essere adottato, in base a quanto disposto dall'art. 66-*bis*, comma 2,Tuf, dalla Consob, d'intesa con l'Autorità per l'energia elettrica, il gas e il sistema idrico. A dicembre

Con riferimento alle regole di funzionamento dei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e degli internalizzatori sistematici (IS), la Consob ha svolto attività di vigilanza sulle modifiche apportate dai gestori delle piattaforme di negoziazione alle proprie regole di funzionamento al fine di verificarne la conformità agli indirizzi comunitari (Tav. 8).

A fine 2014 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).

Al 31 dicembre 2014, nei 17 sistemi di internalizzazione attivi nel settore degli strumenti finanziari diversi dalle azioni risultano ammessi alla negoziazione circa 2.550 strumenti finanziari, la maggior parte dei quali rappresentata da titoli di Stato e obbligazioni proprie o emesse da società del gruppo. Circa il 94 per cento dei suddetti strumenti finanziari fanno capo a sette sistemi di internalizzazione. Nel listino dell'unico internalizzatore sistematico attivo su azioni e contratti finanziari

differenziali, risultano negoziate 59 azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati e 498 contratti finanziari differenziali.

Nel corso dell'anno la Consob ha ricevuto da parte di una banca la comunicazione della sospensione dell'attività di internalizzazione sistematica su azioni ordinarie di propria emissione, deliberata dai commissari straordinari in relazione al protrarsi della procedura di amministrazione straordinaria della stessa banca.

Tav. 8 Modifiche alle regole di funzionamento dei sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici nel 2014

MTF e data	contenuto	note
AIM Italia-MAC (Borsa Italiana)		
marzo	disposizioni in tema di record date ai fini della legittimazione del pagamento dei dividendi	previsione della record date in modo che coincida con il secondo giorno di mercato aperto successivo a una delle date stacco previste dal calendario indicato nelle Istruzioni, salvo talune possibili deroghe
settembre	rimodulazione dei requisiti del NOMAD[1]	la qualifica di NOMAD, per l'attività svolta in merito all'ammissione a negoziazione, può ora essere assunta solo da una banca o da una impresa di investimento comunitaria
	semplificazione degli obblighi informativi in caso di ammissione a negoziazione di società già quotate in mercati regolamentati	eliminato il passaggio procedurale che richiedeva il *delisting* della società ammessa su AIM Italia e la nuova quotazione della società risultante dall'operazione
	operazioni di *reverse take-over*	
ottobre	ciclo di regolamento	riduzione da T+3 a T+2
EuroTLX HI-MTF Sim SpA		
luglio	nuove funzionalità, correlate alla migrazione sulla piattaforma tecnologica del Gruppo	nuove modalità di determinazione del prezzo di riferimento; monitoraggio del limite di variazione dei prezzi dei contratti rispetto al prezzo statico; limiti all'immissione delle proposte di negoziazione; rivisitazione delle tipologie di proposte di negoziazione
HI-MTF		
	introduzione della funzionalità *multiquote* per i *market maker*	
	ciclo di regolamento	riduzione da T+3 a T+2

[1] Soggetto che verifica il rispetto delle condizioni di ammissione a negoziazione e rilascia una specifica dichiarazione di 'appropriatezza' dell'emittente.

2.2 La sospensione di strumenti finanziari dalle negoziazioni

L'articolo 41 della Direttiva 2004/39/CE (MiFID) attribuisce competenze specifiche alle autorità competenti sui mercati regolamentati, oltre che ai gestori di tali mercati, in relazione alla sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalla negoziazione in un mercato regolamentato.

Si tratta, in particolare, di obblighi di tempestiva comunicazione nei confronti del pubblico, delle autorità nazionali competenti e dell'ESMA, al fine di

garantire agli investitori lo stesso livello di protezione, indipendentemente dal mercato dello Stato membro in cui negoziano.

L'ambito di applicazione delle richiamate disposizioni della MiFID è stato peraltro modificato all'esito della recente revisione della disciplina. In base all'articolo 52, comma 2, della nuova Direttiva 2014/65/UE (MiFID2) l'autorità competente sarà infatti tenuta a richiedere che gli strumenti finanziari sospesi o esclusi da un mercato regolamentato siano sospesi ed esclusi anche da altre piattaforme di negoziazione (quali MTF, OTF e IS operanti nell'ambito della sua giurisdizione) dove è negoziato il medesimo strumento finanziario o strumenti derivati a esso relativi o riferiti.

In particolare, tale prescrizione si applica nei casi in cui la sospensione o l'esclusione è dovuta a presunti abusi di mercato, a un'offerta pubblica di acquisto o alla mancata divulgazione di informazioni privilegiate riguardanti l'emittente o lo strumento finanziario, salvo il caso in cui tale sospensione o esclusione possa causare un danno rilevante agli interessi dell'investitore o all'ordinato funzionamento del mercato.

L'efficacia del processo di comunicazione tra le autorità competenti è assicurata dal sistema SARIS (*Suspension and Restoration Information System*), operativo dal 14 ottobre 2013. Tale sistema è organizzato e gestito dall'ESMA e utilizzato dalle autorità competenti per la comunicazione delle decisioni di sospensione, riammissione ed esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni, ai sensi dell'articolo 41 della MiFID.

Al riguardo, entro il 3 gennaio 2016 l'ESMA è chiamata a elaborare norme tecniche di attuazione, in merito a formato e tempistica delle comunicazioni e pubblicazioni, che potrebbero modificare il SARIS.

Nel corso del 2014 sono state ricevute dieci comunicazioni di sospensione e otto comunicazioni di esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni nei mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana.

Con riferimento ai provvedimenti di sospensione di Borsa Italiana si evidenzia che in cinque casi la sospensione è stata motivata dalla mancata diffusione di notizie; in due casi la sospensione è stata disposta a tempo indeterminato; in tre casi la sospensione ha preceduto il *delisting* in seguito a un'offerta pubblica di acquisto. In altri tre casi la sospensione degli strumenti derivati, negoziati nei mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana, è scaturita dalla decisione di sospendere lo strumento finanziario sottostante da parte dell'autorità di vigilanza dello Stato membro di origine dell'emittente.

Con riferimento ai provvedimenti di Borsa Italiana di revoca dalle quotazioni si rileva che in un caso l'esclusione è stata determinata dall'ammissione dell'emittente a procedure concorsuali; in un altro caso l'esclusione è derivata dallo scioglimento della società; in tre casi l'esclusione è stata la conseguenza di un'offerta pubblica di acquisto; in 3 casi l'esclusione è derivata dalla fusione per incorporazione dell'emittente. La Consob ha inviato all'ESMA e alle altre autorità competenti le

relative segnalazioni, come previsto dall'articolo 41, comma 1, secondo periodo, della MiFID, per il tramite del sistema SARIS.

La Consob ha svolto, ai sensi dell'art. 64, comma 1-*bis*, lett. *a)*, del Tuf, le valutazioni di competenza in merito ai provvedimenti di Borsa Italiana relativi alle sospensioni a tempo indeterminato dalle negoziazioni di strumenti finanziari, in considerazione di eventuali elementi informativi diversi da quelli considerati dalla società di gestione dei mercati, nonché delle finalità di tutela degli investitori, trasparenza del mercato e ordinato svolgimento delle negoziazioni.

In particolare, nel corso del 2014 la Commissione si è espressa in merito a due provvedimenti di sospensione a tempo indeterminato dalle negoziazioni relativi ad Arena Agroindustrie Alimentari e Screen Service Broadcasting Technologies, riscontrando in entrambi i casi l'assenza dei presupposti per l'esercizio del potere di ordinare la revoca della decisione di sospensione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni, ai sensi del citato articolo 64 del Tuf. I presupposti della sospensione a tempo indeterminato sono riconducibili nel caso di Arena a «*un quadro di notevole incertezza in merito alla possibile evoluzione della situazione della società, tale da non garantire il regolare andamento delle negoziazioni delle relative azioni*» (articolo 2.5.1, comma 1, lett. *a)* del Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana) mentre nel caso di Screen Service Broadcasting Technologies sono da ricondursi allo scioglimento dell'emittente (articolo 2.5.1, comma 2, lett. *d)* del Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana).

A fine 2014 risultano sospesi a tempo indeterminato dalle negoziazioni gli strumenti finanziari delle seguenti società: Aion Renewables in fallimento (dal 10 marzo 2013); Arena Agroindustrie Alimentari (dal 1° luglio 2014); Banca Popolare di Spoleto (dal 10 settembre 2013); Cogeme Set in liquidazione (dal 13 gennaio 2012); Screen Service Broadcasting Technologies in liquidazione (dal 3 settembre 2014).

3 La vigilanza sulle negoziazioni e sulla integrità informativa dei mercati

3.1 La vigilanza su trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni

Nel 2014 è proseguita la vigilanza sulla 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, nonché l'attività di verifica sull'adempimento degli obblighi di trasparenza *pre*-negoziazione e *post*-negoziazione.

La Direttiva MiFID prevede l'obbligo di comunicare alla Consob le informazioni sulle operazioni concluse in strumenti finanziari ammessi a negoziazione in un mercato regolamentato europeo (*transaction reporting*).

Inoltre, la MiFID prevede obblighi di trasparenza *pre*-negoziazione e post-negoziazione per le azioni trattate nei mercati regolamentati europei. Tale regime di trasparenza è stato esteso con il Regolamento Consob 16191 in materia di mercati anche agli strumenti finanziari diversi dalle azioni ammessi in un mercato regolamentato italiano.

I controlli sul *transaction reporting* hanno fatto emergere casi di irregolare segnalazione, a fronte dei quali sono stati attivati gli opportuni presidi di vigilanza.

Nel corso del 2014, in particolare, la Commissione ha concluso un procedimento sanzionatorio, avviato nel 2013, per violazione degli obblighi di *transaction reporting* da parte di un intermediario bancario (per maggiori dettagli si veda il Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

In ottemperanza a quanto previsto dall'attuale normativa, infine, i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e i soggetti abilitati hanno comunicato alla Consob il canale utilizzato ai fini dell'adempimento degli obblighi di trasparenza.

In particolare, il Regolamento Consob 16191 in materia di mercati prevede, in tema di trasparenza post-negoziazione, che i soggetti abilitati possano servirsi dei vari canali ovvero: i) strutture di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; ii) strutture di un soggetto terzo; iii) dispositivi propri. Per quanto attiene *transaction reporting* è previsto che le comunicazioni alla Consob relative alle operazioni concluse possano essere effettuate o dai diretti interessati o tramite un soggetto terzo che agisce per loro conto.

Il 30 settembre 2014 l'Istituto, sulla base delle comunicazioni ricevute, ha provveduto ad aggiornare l'elenco dei canali utilizzati dai soggetti abilitati per l'adempimento degli obblighi di trasparenza post-negoziazione (con l'indicazione, per ciascun canale, del gestore, dell'indirizzo internet e del numero di soggetti che ne hanno scelto l'utilizzo) nonché l'elenco dei canali utilizzati per l'adempimento degli obblighi di *transaction reporting.*

3.2 La vigilanza sull'integrità informativa dei mercati

Nel 2014, nell'ambito dei controlli sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico, la Consob ha formulato 38 richieste di notizie nei confronti di 25 emittenti, ai sensi dell'articolo 115, commi 1 e 2, del Tuf e ha avviato 14 procedimenti sanzionatori) per violazioni della disciplina sulla diffusione dell'informativa *price-sensitive* al pubblico e disposizioni correlate (si vedano il Capitolo III 'La vigilanza sull'informativa societaria' e il Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

La vigilanza sull'integrità informativa del mercato ha assunto particolare rilevanza nelle ultime fasi di implementazione del *comprehensive*

assessment della BCE sui principali istituti di credito europei (per ulteriori dettagli sugli esiti del *comprehensive assessment* si veda il Riquadro nel Capitolo III 'La vigilanza sull'informativa societaria').

L'attività di vigilanza è stata svolta sulla base di una specifica procedura, predisposta dall'ESMA e condivisa con la BCE, tesa a rendere coerenti le iniziative delle diverse Autorità di vigilanza europee in caso di diffusione di indiscrezioni.

Nella procedura venivano distinti diversi possibili scenari di intervento in funzione sia dell'accuratezza, della precisione e della *price-sensitivity* dell'indiscrezione, sia della conoscenza del contenuto dell'informazione da parte dell'istituto di credito interessato. La procedura prevedeva anche che le Autorità attivassero una serie di contatti, con l'emittente bancario, con la BCE e con il *banking supervisor* nazionale, a seconda delle caratteristiche dell'indiscrezione diffusa. L'attività di vigilanza svolta è stata realizzata, dunque, in stretta cooperazione con la Banca d'Italia. In particolare, nell'ambito di tale collaborazione, e coerentemente con quanto previsto dalla citata procedura ESMA, sono state fornite alle banche oggetto dell'esercizio di vigilanza della BCE specifiche indicazioni sulle modalità di comunicazione al pubblico.

Nelle settimane precedenti la comunicazione al pubblico degli esiti dell'esercizio di valutazione (avvenuta il 26 ottobre 2014), la Consob ha monitorato su base continuativa le indiscrezioni e i *rumours* riferiti alle banche quotate italiane, esaminando anche i contenuti delle ricerche degli analisti e dei giudizi di rating, nonché l'operatività sui relativi titoli.

L'attività di vigilanza è proseguita anche nelle giornate successive per verificare sia l'impatto che i risultati diffusi e le relative azioni di rafforzamento patrimoniale avrebbero avuto sui prezzi dei titoli, sia la correttezza delle comunicazioni al pubblico sia, infine, l'eventuale successiva diffusione di *rumours* che potessero pregiudicare il rispetto della correttezza informativa e della parità di trattamento degli investitori.

Nel corso dell'anno la Commissione ha autorizzato due meccanismi di stoccaggio delle informazioni regolamentate (informazioni *price sensitive*, ma anche comunicazioni di *internal dealing* e di *buy back*, informazioni finanziarie periodiche, informazioni su operazioni straordinarie e partecipazioni rilevanti).

Il primo, autorizzato nel mese di aprile, è denominato '1Info' ed è gestito da Computershare Spa; il secondo, autorizzato nel mese di novembre, è denominato 'NIS-Storage' ed è gestito da Bit Market Services Spa.

L'operatività di tali meccanismi è lo strumento per realizzare il network europeo dei patrimoni informativi sugli emittenti previsto dalla Direttiva *Transparency*, come modificata nel 2013. Tale direttiva prevede un '*punto di accesso elettronico europeo*' che mira a risolvere il problema della frammentazione, a livello europeo, delle informazioni regolamentate sugli emittenti.

L'ESMA dovrà sviluppare sul proprio portale il sistema di interconnessione tra i meccanismi nazionali di stoccaggio entro il 1° gennaio 2018. Entro tale data ogni Stato membro dovrà garantire l'accesso ai rispettivi meccanismi di stoccaggio centrale (Riquadro 1).

Nell'agosto 2014 la Consob ha avviato una nuova consultazione pubblica sugli aumenti di capitale iperdiluitivi. Si tratta di operazioni di aumento di capitale con diritto d'opzione caratterizzate da un elevato rapporto tra il numero di azioni da emettere e il numero di azioni in circolazione e da una forte differenza fra il prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni e il prezzo del titolo nell'ultimo giorno di negoziazione prima dell'avvio dell'aumento (cosiddetto prezzo *cum*).

Nel complesso, dal 2009 al luglio 2014, risultano conclusi 23 aumenti di capitale fortemente diluitivi. Nei periodi di offerta delle nuove azioni si sono verificate anomalie nell'andamento dei prezzi di mercato dei titoli azionari (*ex* diritto) che, soprattutto nei primi giorni, sono risultati fortemente sopravvalutati. Tali anomalie appaiono causate da una pluralità di fattori, perlopiù di natura tecnica e legati alle caratteristiche degli aumenti.

A causa delle condizioni di estrema diluizione degli aumenti in parola, si è generata una scarsità di titoli nel corso dell'aumento che impedisce alle dinamiche di mercato di riequilibrare i corsi azionari.

Le anomalie più rilevanti si sono verificate con riferimento a un numero ristretto di casi, l'ultimo dei quali è l'aumento promosso da Banca Monte dei Paschi di Siena Spa nel giugno 2014.

L'Istituto ha monitorato il fenomeno sin dal suo iniziale manifestarsi, al fine di individuare la soluzione più appropriata per risolvere le citate anomalie di prezzo. In prossimità dell'avvio degli aumenti fortemente diluitivi più rilevanti, la Consob ha pubblicato, inoltre, apposite Comunicazioni con cui avvertiva il mercato del rischio di anomalie rialziste di prezzo. Sono state parimenti condotte le usuali attività di vigilanza sugli scambi, che hanno portato all'avvio di numerosi procedimenti sanzionatori.

Alla luce dell'esperienza maturata, l'unica soluzione potenzialmente in grado di risolvere del tutto le anomalie di prezzo risulta essere l'introduzione di una finestra di consegna addizionale delle nuove azioni in ciascuna giornata del periodo d'offerta (cosiddetto modello *rolling*), così da ovviare alla scarsità di titoli e permettere il riallineamento del prezzo su valori corretti.

Una decisione sul punto è attesa per i prossimi mesi, nelle more della migrazione del depositario centrale italiano a T2S, alla luce di un'attenta valutazione dei connessi costi e benefici e alla luce delle misure di livello 2 del Regolamento CSDR, tutt'ora in fase di definizione da parte dell'ESMA, il cui completamento è atteso per la fine del secondo trimestre del 2015.

Riquadro 3

I meccanismi autorizzati allo stoccaggio delle informazioni regolamentate

La Direttiva 2004/109/CE (*Transparency*) prevede una disciplina del sistema di comunicazione al pubblico delle informazioni regolamentate (informazioni *price sensitive*, comunicazioni di *internal dealing* e di *buy back*, informazioni finanziarie periodiche, informazioni su operazioni straordinarie e su partecipazioni rilevanti) fondata sulla diffusione (*dissemination*), stoccaggio (*storage*) e deposito delle informazioni stesse presso l'autorità competente (*filing*). È inoltre prevista la costituzione di un collegamento tra i meccanismi di stoccaggio nazionali (*network*). Pertanto, in ogni Stato membro vi deve essere almeno un meccanismo autorizzato per lo stoccaggio centrale delle informazioni regolamentate.

Nell'ordinamento italiano tale disciplina è stata recepita nell'articolo 113-*ter* del Tuf, il quale dispone che la Consob autorizzi soggetti terzi, rispetto all'emittente, all'esercizio dei servizi di diffusione delle informazioni regolamentate e all'esercizio del servizio di stoccaggio centralizzato delle informazioni regolamentate. Inoltre, lo stesso articolo prevede che la Consob stabilisca con regolamento requisiti e condizioni per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio del servizio di stoccaggio, nonché le disposizioni per lo svolgimento di tale attività.

Nell'attuare la delega regolamentare, la Consob ha optato per un sistema fondato su un numero diversificato di gestori dei meccanismi di stoccaggio con il fine di migliorare le condizioni di costo e di efficienza dei singoli meccanismi. In particolare, i meccanismi di stoccaggio vengono autorizzati e iscritti in un apposito elenco dalla Consob, la quale vigila sul mantenimento dei requisiti necessari all'autorizzazione.

Ai sensi dell'articolo 113-*ter*, comma 4, lett. b), del Tuf, la Consob, con la delibera 18852 del 9 aprile 2014, ha autorizzato l'esercizio del primo meccanismo di stoccaggio di informazioni regolamentate denominato '1Info', gestito da Computershare Spa.

Con il rilascio di tale autorizzazione sono divenute efficaci le disposizioni del Regolamento Emittenti in materia di stoccaggio e deposito delle informazioni regolamentate, approvate con la delibera 16850 del 1° aprile 2009, ed è terminato il periodo transitorio, in vigore dal 24 aprile 2009, previsto nella medesima delibera. Il regime transitorio prevedeva che le informazioni regolamentate si considerassero transitoriamente centralizzate tramite la loro pubblicazione sui siti internet predisposti dalle società di gestione dei mercati, in tal modo garantendo, di fatto, un agevole accesso al pubblico.

Inoltre, l'autorizzazione di un meccanismo di stoccaggio consentirà all'Italia di partecipare alla realizzazione del *'punto di accesso elettronico europeo'*, introdotto con la Direttiva 2013/50/UE (recante modifiche alla Direttiva *Transparency*), che entrerà pienamente in applicazione entro il mese di novembre 2015 e la cui realizzazione è stata demandata all'ESMA.

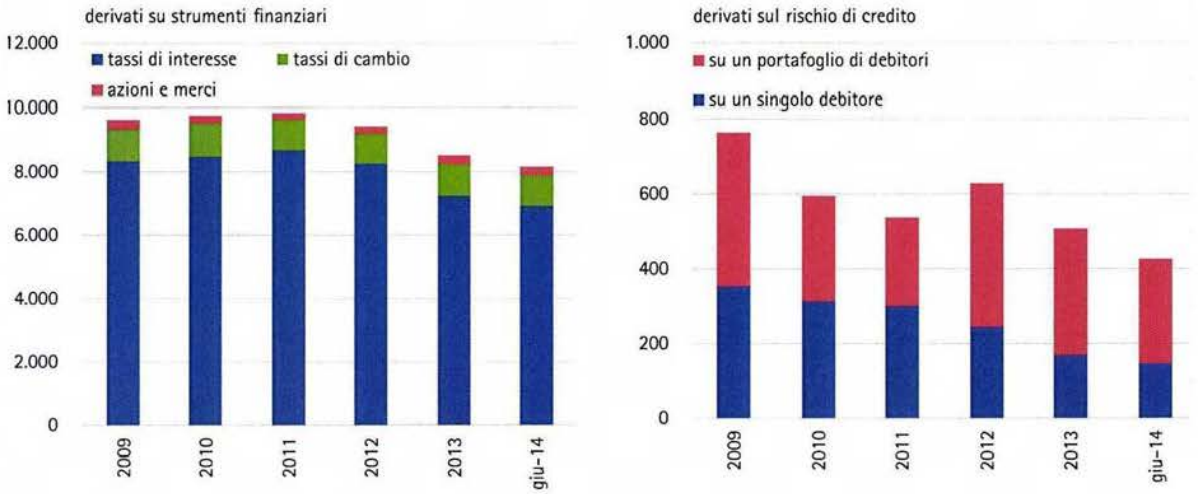
Successivamente, ai sensi dell'articolo 113-*ter*, comma 4, lett. b), del Tuf, la Consob, con la delibera 19067 del 19 novembre 2014, ha autorizzato il meccanismo di stoccaggio denominato 'NIS-Storage', gestito da Bit Market Services Spa.

4 La vigilanza sul *post trading* e sui derivati OTC

In Italia il valore nozionale dei contratti derivati finanziari negoziati OTC si attestava, a giugno 2014, a poco più di 8 mila miliardi di dollari USA, con un calo del 4 per cento circa rispetto a dicembre 2013. Il valore nozionale dei derivati sul rischio di credito, riflettendo anche aspettative di mercato meno volatili, ha continuato a diminuire nel corso del 2014, passando da 508 a 426 miliardi di dollari (-16 per cento; Fig. 79).

In particolare, la maggior parte dei contratti derivati su strumenti finanziari negoziati OTC continua ad avere come sottostante tassi d'interesse (85 per cento del valore nozionale complessivo), mentre i derivati sul rischio di credito hanno prevalentemente come sottostante un portafoglio di debitori (66 per cento circa).

Fig. 79 Valore nozionale lordo degli strumenti finanziari derivati OTC in Italia
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)



Fonte: Banca d'Italia.

Per quanto riguarda le negoziazioni sui mercati regolamentati, il 6 ottobre 2014 vi è stato il passaggio del mercato italiano a un ciclo di regolamento a due giorni (cosiddetto T+2) in luogo del precedente ciclo di tre giorni, anticipando l'analogo obbligo previsto dalla Direttiva CSDR (si veda la Tav. 7). Ciò comporta che le transazioni su titoli, dal 6 ottobre 2014, sono regolate due giorni di mercato aperto dopo la negoziazione sul mercato. Il passaggio a T+2 è avvenuto contestualmente anche sugli altri principali mercati europei che avevano un ciclo a T+3 (ad esempio, Regno Unito e Francia). Per facilitare la migrazione, l'industria europea ha predisposto apposite linee guida che sono state validate dalle autorità comunitarie.

Nel corso del 2014 la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, ha approvato alcune modifiche al Regolamento del servizio di gestione accentrata svolto dal depositario centrale italiano, Monte Titoli Spa, nonché alcune modifiche al Regolamento del servizio di *collateral management* (X-COM). È stata inoltre rilasciata l'intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione

delle modifiche al Regolamento dei servizi di liquidazione di Monte Titoli connesse alle modifiche X-COM.

Il primo insieme di modifiche ha riguardato l'utilizzo della piattaforma pan-europea Target2 in luogo del sistema domestico Bi-Comp per il pagamento degli esborsi monetari connessi con gli eventi societari (ad esempio, il pagamento dei dividendi). Altre modifiche hanno riguardato l'estensione del servizio X-COM alle operazioni concluse direttamente fra partecipanti (precedentemente il servizio era limitato alle operazioni concluse fra un partecipante e la Banca d'Italia), che sono poi divenute operative nei primi mesi del 2015.

Infine, ulteriori modifiche si sono rese necessarie per adeguare il Regolamento di gestione accentrata al mutato quadro regolamentare in materia di *post-trading*, a seguito delle modifiche apportate, il 22 ottobre 2013, al Provvedimento Unico Banca d'Italia - Consob sul *post-trading* del 22 febbraio 2008.

A fine 2014 è stato inoltre attivato l'iter di approvazione delle modifiche ai Regolamenti di gestione accentrata e di liquidazione di Monte Titoli in vista della migrazione del depositario centrale italiano al sistema Target 2 Securities (T2S), prevista per il 22 giugno 2015. Le modifiche sono state approvate da Consob e Banca d'Italia nel mese di febbraio 2015.

T2S è una piattaforma tecnica gestita dalla Banca Centrale Europea (BCE) e capace di operare in modo transfrontaliero, alla quale i depositari centrali europei esternalizzeranno (da un punto di vista tecnico) la gestione dei rispettivi sistemi di regolamento nonché alcuni aspetti dei sistemi di gestione accentrata. I rapporti fra depositari centrali e BCE sono disciplinati da un apposito accordo contrattuale, il *Framework Agreement*.

Con T2S la BCE fornirà ai depositari centrali servizi di regolamento uniformi e standardizzati che i depositari centrali a loro volta rivenderanno ai propri partecipanti. L'armonizzazione tecnica derivante da T2S sarà quindi un forte stimolo alla concorrenza fra depositari centrali per l'acquisizione di nuovi partecipanti.

A loro volta gli intermediari finanziari potranno razionalizzare le proprie strutture organizzative tramite l'adesione, al limite, a un solo depositario centrale tramite cui veicolare tutti i flussi di regolamento relativi a mercati gestiti da T2S. I citati effetti pro-concorrenziali di T2S diventeranno manifesti man mano che i principali CSD europei migreranno alla piattaforma comune. Infatti, sebbene tutti i depositari centrali dei Paesi dell'area euro abbiano deciso di aderire a T2S, la migrazione avverrà in quattro fasi distinte temporalmente (*waves*). Nella prima *wave*, programmata per il 22 giugno 2015, il principale depositario centrale a migrare a T2S sarà Monte Titoli. L'ultima *wave* è invece prevista per il 6 febbraio 2017. A T2S parteciperanno anche depositari centrali non facenti parte dell'area euro (Danimarca) o dell'Unione (Svizzera), in relazione all'attività di regolamento svolta in euro. D'altra parte, il depositario del Regno Unito non migrerà a T2S, così come i depositari cosiddetti internazionali che gestiscono il regolamento degli *eurobond*.

Contestualmente, è stato attivato un tavolo congiunto ESMA – BCE, a cui partecipano tutte le banche centrali e le autorità nazionali responsabili per la vigilanza sui CSD che migreranno a T2S, inclusa la Consob, volto a stabilire un *Memorandum of Understanding* al fine di assicurare un adeguato scambio di informazioni fra T2S e le autorità medesime e stabilire le modalità di vigilanza su T2S. Consob e Banca d'Italia hanno inoltre partecipato ai lavori volti a verificare il grado di *compliance* della nuova piattaforma di regolamento T2S alle raccomandazioni ESCB-CESR.

Nel corso del 2014 Consob e Banca d'Italia hanno iniziato l'attività di verifica (*assessment*) sulla conformità di Monte Titoli e Cassa di Compensazione e Garanzia ai Principi per le infrastrutture dei mercati finanziari (PFMI) emanati nel 2012 dal Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS (oggi Committee on Payments and Market Infrastructures) della BRI e il Comitato Tecnico dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

L'attività di verifica dovrebbe completarsi nel 2015. I PMFI sostituiscono le raccomandazioni ESCB-CESR quale standard di riferimento per la Banca d'Italia e la Consob nell'esercizio delle rispettive funzioni, fermi restando gli obblighi, presenti e futuri, derivanti dall'applicazione della normativa comunitaria pertinente (ad esempio, EMIR).

Nel corso del 2014 si è svolta, ai sensi del Regolamento EMIR, la procedura di autorizzazione alla prestazione di servizi di *clearing* della Cassa di Compensazione e Garanzia.

La Banca d'Italia e la Consob, in quanto autorità nazionali competenti per la vigilanza sulle controparti centrali, hanno esaminato l'istanza ai fini della verifica dei requisiti richiesti dalla disciplina comunitaria, predisponendo il rapporto di valutazione sui rischi che è stato presentato al collegio di autorità europee. L'autorizzazione è stata rilasciata formalmente dalla Banca d'Italia alla controparte centrale italiana il 20 maggio 2014, dopo che anche il collegio all'unanimità si era espresso favorevolmente.

La Consob ha fornito inoltre il proprio contributo, per i profili di competenza, nell'ambito dei lavori di quattro collegi di controparti centrali europee ai quali è attualmente chiamata a partecipare. Tali controparti centrali sono state autorizzate tra aprile e giugno 2014 (nell'ordine, l'olandese EuroCCP Nv, la tedesca Eurex Clearing Ag, la francese LCH.Clearnet Sa e l'inglese LCH.Clearnet Ltd).

A seguito della designazione della Consob quale autorità competente sulle 'controparti non finanziarie' ai sensi della normativa EMIR, avvenuta nel settembre 2013, è stata avviata l'attività di vigilanza sugli strumenti finanziari derivati ai sensi del Regolamento EMIR, che si è intensificata a seguito dell'entrata in vigore, nel febbraio 2014, dell'obbligo di segnalare ai *trade repository* registrati o riconosciuti dall'ESMA tutti i contratti derivati conclusi, sul mercato o fuori mercato (obbligo di *reporting*).

In questa prima fase di applicazione nella normativa, l'attività di vigilanza si è concentrata su una selezione di controparti non finanziarie, a cui è stato inviato un *self-assessment* al fine di verificare il grado di conformità agli obblighi derivanti dal Regolamento EMIR e dai relativi regolamenti di attuazione.

Il *self-assessment* ha interessato in particolare i seguenti ambiti: i) adozione di procedure per la valutazione dell'eventuale superamento di una delle soglie previste da EMIR in termini di attività 'speculativa' posta in essere – circostanza da cui deriva l'acquisizione dello *status* di '*controparte non finanziaria qualificata*' e l'assoggettamento all'obbligo di adottare tutte le misure alternative di mitigazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati da una controparte centrale previsti da EMIR, nonché all'obbligo di portare in compensazione presso una controparte centrale i contratti derivati OTC che saranno dichiarati soggetti all'obbligo di *clearing*; ii) adozione di misure alternative di mitigazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati da una controparte centrale, con particolare riferimento alle procedure aventi ad oggetto la conferma tempestiva dei contratti, l'assolvimento dell'obbligo di riconciliazione, la valutazione dell'opportunità della compressione del portafoglio, la risoluzione delle controversie e il *mark to market* giornaliero in caso di controparte non finanziaria qualificata.

Con riferimento all'obbligo di *reporting*, la Consob si è adoperata per ottenere l'accesso ai sei *trade repository* e avviare prontamente l'attività di vigilanza sui dati segnalati.

Come in ogni nuovo regime di *reporting*, la fase iniziale è stata caratterizzata da difficoltà operative e procedurali, sia dal lato dei *trade repository* sia dal lato delle controparti segnalanti, che hanno rallentato la 'messa a regime' del sistema di *reporting* e compromesso significativamente la fruibilità dei dati disponibili per fini di vigilanza.

La mancanza di regole di validazione uniformi e condivise tra i *trade repository* sui dati segnalati ha minato l'efficacia delle attività di controllo svolte dagli stessi al momento della ricezione dei dati.

Parallelamente, la complessità dei nuovi adempimenti a carico dei soggetti vigilati, alcuni dei quali con impatti significativi sulle preesistenti procedure organizzative, ha rallentato le attività propedeutiche ad assicurare la conformità della reportistica ai requisiti della nuova normativa.

Nel mese di novembre 2014, a seguito del persistente calo del prezzo del petrolio, la Consob ha acquisito i dati dai *trade repositories* al fine di analizzarne l'impatto sull'esposizione dei principali operatori energetici italiani. I dati acquisiti tuttavia non si sono rivelati prontamente fruibili per iniziative di vigilanza.

Nel corso del 2014 si è conclusa positivamente la procedura, promossa da Consob e da Banca d'Italia, per l'omologazione di Unioncamere quale ente italiano accreditato per rilasciare il codice LEI (l*egal entity*

identifier): il LEI è il codice identificativo unico che consente di identificare, su base mondiale, il partecipante a una transazione in derivati.

Nel corso del 2014 oltre 26 mila soggetti italiani hanno chiesto a Unioncamere il rilascio del codice identificativo LEI per adempiere all'obbligo di segnalazione dei contratti ai sensi del Regolamento EMIR.

In tale ambito è proseguita l'attività di supervisione della Consob, in qualità di *sponsor*, sull'aderenza da parte di Unioncamere ai principi e alle raccomandazioni che regolano il Sistema GLEIS (*global legal entity identifier system*) e che assicurano l'unicità del codice.

Analogamente sono proseguiti i lavori in ambito internazionale per completare l'architettura del Sistema GLEIS con particolare riguardo ai protocolli per l'operatività della struttura che dovrà gestire centralmente tutti i codici LEI assegnati nel mondo.

5 La vigilanza sulle vendite allo scoperto

Nel corso del 2014, la Commissione ha adottato in dieci occasioni divieti alle vendite allo scoperto su singoli titoli azionari italiani, ai sensi dell'art. 23 del Regolamento UE 236/2012 in materia di vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei *credit default swap*, a fronte di nove divieti nel 2013. I divieti sono stati adottati a causa delle rilevanti diminuzioni di prezzo verificatesi sul mercato, pari o superiori alla soglia del 10 per cento prevista nel citato Regolamento, e hanno avuto una durata limitata a pochi giorni, in linea con quanto previsto dal Regolamento medesimo.

A livello europeo, solo l'autorità portoghese ha adottato, in dodici occasioni, divieti analoghi su titoli di propria competenza.

Il divieto inerente alle posizioni nette corte è molto più pervasivo rispetto al divieto alle vendite allo scoperto in quanto estende i suoi effetti a tutte le negoziazioni, ovunque effettuate, e include sia le transazioni su azioni sia quelle su strumenti collegati, come ad esempio gli strumenti finanziari derivati. Per tale motivo, uno dei presupposti richiesti dal Regolamento per adottare tale divieto è la presenza di un evento che possa causare una grave crisi dei mercati. Proprio in virtù di questo stringente prerequisito, i casi di adozione di misure sulle posizioni nette corte sono molto rari (3 in tutta l'Unione Europea dal 2012).

Al riguardo, previa opinione favorevole dell'ESMA, il 27 ottobre 2014 la Commissione ha adottato misure restrittive sulle posizioni nette corte su azioni Banca MPS e Banca Carige ai sensi dell'art. 20 del citato Regolamento. Il divieto è stato adottato a seguito dell'esito negativo del *comprehensive assessment* condotto dalla BCE. Scopo del divieto era di contenere le spinte ribassiste sui due titoli, che avrebbero potuto minare la fiducia degli investitori nonché interessare, a causa dell'effetto contagio, anche altri titoli del settore bancario italiano. Le restrizioni alle

posizioni nette corte su azioni Banca MPS e Banca Carige sono terminate il 27 gennaio 2015.

Con riguardo al regime delle esenzioni, risultano autorizzati 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. Non vi sono cambiamenti rispetto al 2013 sull'identità dei soggetti esentati.

Nel 2014, la Consob ha monitorato il rispetto degli obblighi di quotazione da parte dei *market maker* anche attraverso l'analisi dei dati sintetici sulla qualità dell'attività di *market making* elaborati e trasmessi dalle sedi di negoziazione (in ottemperanza alle rispettive regole del mercato).

Per quanto concerne le posizioni nette corte su titoli italiani, nel corso del 2014 sono state ricevute circa 4.700 notifiche su azioni italiane, rispetto alle circa 3.000 ricevute nel 2013. Nel 77 per cento dei casi le notifiche hanno riguardato posizioni comprese fra lo 0,2 e lo 0,5 per cento circa del capitale sociale dei titoli interessati. Il restante 23 per cento è stato invece rappresentato da posizioni pari o superiori alla soglia dello 0,5 per cento; tali posizioni sono state quindi pubblicate giornalmente sul sito internet della Consob ai sensi degli artt. 6 e 9 del Regolamento UE 236/2012. Le posizioni nette corte su azioni italiane hanno rappresentato, in media, l'1,6 per cento circa della capitalizzazione dell'indice Ftse Mib (rispetto all'1,3 per cento del 2013), mostrando un trend crescente nella seconda parte dell'anno.

Le posizioni nette corte risultano concentrate su un numero ristretto di investitori. A fine 2014, il principale soggetto con posizioni nette corte su azioni italiane deteneva posizioni pari a circa il 15 per cento del controvalore totale delle posizioni. I primi cinque investitori detenevano posizioni pari a circa il 52 per cento del totale (Fig. 80).

A fine 2014 la distribuzione per area geografica degli investitori ai quali sono riferibili posizioni nette corte mostra una netta preponderanza dei territori d'oltremare del Regno Unito (37 per cento del controvalore delle posizioni totali). Seguono gli investitori con sede nel Regno Unito, Stati Uniti, Francia e Svizzera.

Fig. 80 Concentrazione e ripartizione per nazionalità degli investitori delle posizioni nette corte su titoli azionari italiani

Fonte: elaborazioni su dati Consob. I territori d'oltremare del Regno Unito comprendono anche le isole Cayman.

6 La vigilanza sulla diffusione delle ricerche e sui giudizi di rating

Nel corso del 2014 la Consob ha proseguito la propria attività di vigilanza sulla diffusione delle raccomandazioni di investimento, riguardanti gli emittenti quotati italiani e dei giudizi di rating, riguardanti anche lo Stato italiano, al fine di verificare la correttezza del quadro informativo e i relativi effetti sull'andamento dei relativi titoli e delle negoziazioni.

Ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 1, del Regolamento Emittenti, l'Istituto ha ricevuto oltre 26 mila raccomandazioni di investimento (+18 per cento rispetto all'anno precedente) di cui circa 2.500 monografiche (Tav. 9).

Tav. 9 Distribuzione degli studi monografici su società quotate per tipologia di consiglio operativo
(valori percentuali)

	consiglio operativo				numero complessivo degli studi
	buy	hold	senza giudizio	sell	
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
2014	53,0	36,8	8,1	2,0	2.529*

Fonte: Consob.

Si conferma la tendenza degli analisti finanziari a valutare prevalentemente in termini positivi le società quotate oggetto delle ricerche. Con riferimento ai soli studi monografici, infatti, anche nel 2014 si osserva una netta prevalenza dei giudizi di tipo *buy* (pari a circa il 53 per cento del totale), peraltro in aumento rispetto all'anno precedente. Pur nel contesto congiunturale negativo, diminuisce l'incidenza dei giudizi di tipo *sell*, che nel corso del 2014 hanno rappresentato l'8 per cento circa del totale degli studi. I giudizi di tipo *hold* costituiscono circa il 37 per cento delle ricerche prodotte, mentre vi è stato un lieve incremento degli studi senza consiglio operativo (il 2 per cento circa), perché sotto revisione.

Le società quotate sono state oggetto di studi monografici nel scorso dell'anno sono risultate pari a 224, in diminuzione del 6 per cento circa rispetto al 2013 (Tav. 10). In linea con l'anno precedente, poco meno di un quarto del totale delle società coperte da analisi finanziare è oggetto di oltre 50 studi l'anno, mentre altrettante sono state coperte da meno di 5 studi.

Tav. 10 Distribuzione delle società quotate oggetto di studi monografici per grado di copertura

	numero di società oggetto di studi monografici[1]	ripartizione delle società oggetto di studi per numero di studi prodotti[2]					
		≥ 51	25 - 50	13 - 24	5 - 12	≤ 4	*totale*
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*
2014	224	22,8	11,5	17,2	23,4	25,1	*100,0*

Fonte: Consob. [1] Società quotate su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana. [2] Dati in percentuale.

L'attività di vigilanza sui giudizi di rating ha riguardato sia il monitoraggio delle modalità e della tempistica di diffusione degli stessi sia l'analisi della correttezza e trasparenza delle informazioni e degli elementi fondamentali alla base di detti giudizi.

Detta attività è finalizzata, da un lato, alla individuazione di possibili profili di violazione del Regolamento (CE) 1060/2009 da segnalare all'attenzione dell'ESMA, dall'altra alla verifica di comportamenti che possano integrare eventuali ipotesi di abuso di mercato, anche tramite l'analisi dell'ulteriore contesto informativo e dell'operatività posta in essere sul mercato in corrispondenza della diffusione dei giudizi di rating.

7 La vigilanza sugli abusi di mercato

7.1 La prevenzione

Nel corso del 2014 è proseguita l'attività di monitoraggio delle misure di prevenzione degli abusi di mercato adottate dagli emittenti italiani.

Nell'ambito della vigilanza informativa, sono stati esaminati i flussi informativi relativi alle operazioni poste in essere su propri titoli dagli emittenti (*buy-back*) e da soggetti rilevanti (*internal dealing*).

Nel 2014 gli emittenti azioni quotate hanno comunicato 336 operazioni di *buy back* (371 nel 2013). Il controvalore complessivo delle operazioni comunicate sui titoli azionari è stato pari a poco più di 3,3 miliardi di euro (5 miliardi di euro nel 2013), di cui 3,1 miliardi relativi a operazioni di acquisto (7 miliardi circa nel 2013) e poco più di 0,2 miliardi relativi a operazioni di vendita (1,8 miliardi circa nel 2013).

Le comunicazioni sono state inviate da 49 soggetti e hanno avuto ad oggetto 55 titoli di cui: 51 azioni ordinarie, un'azione di risparmio, un'obbligazione convertibile, due diritti. Non sono state segnalate operazioni su strumenti finanziari derivati. Inoltre, sette titoli sono stati oggetto di sole operazioni di acquisto da parte di società del gruppo, 20 di sole operazioni di vendita, mentre su 26 titoli sono state effettuate sia operazioni di acquisto sia di vendita (con una prevalenza delle quantità in acquisto).

Con riferimento ai controlli in materia di *internal dealing*, sono stati avviati dieci procedimenti sanzionatori nei confronti di azionisti qualificati, amministratori e dirigenti di otto emittenti per il ritardo nella comunicazione di operazioni di compravendita su azioni dell'emittente.

Contestualmente è proseguita l'attività di verifica delle procedure interne adottate dagli emittenti quotati per assicurare la confidenzialità delle informazioni privilegiate (procedure per la gestione delle informazioni privilegiate, per le comunicazioni in tema di *internal dealing* e per la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate). In due casi gli emittenti sono stati invitati ad aggiornare o a implementare le procedure.

7.2 La repressione

Gli accertamenti in materia di abusi di mercato si sono avvalsi, anche nel 2014, delle risultanze delle indagini preliminari, con l'obiettivo di giungere a una efficace e rapida selezione delle ipotesi di violazioni meritevoli di approfondimento.

Tali indagini si sono fondate, tra l'altro, sulle segnalazioni di operazioni sospette, pari a 210 nel 2014 (231 nel 2013), di cui 177 provenienti da soggetti vigilati italiani (intermediari e società di gestione di mercati ed MTF) e 33 da Autorità estere, principalmente la FCA britannica. La Consob ha a sua volta trasmesso 13 segnalazioni, ricevute da soggetti vigilati italiani, a omologhe Autorità estere.

Approfondimenti di natura preliminare vengono svolti anche a seguito di esposti e reclami formulati da investitori, privati e istituzionali, e di anomalie rilevate dai sistemi di monitoraggio utilizzati nella vigilanza sui mercati, il cui utilizzo ha subito un progressivo impulso nel corso del 2014.

Delle 210 segnalazioni ricevute, il 44 per cento ha riguardato condotte riconducibili (in prima battuta) all'abuso di informazioni privilegiate, il 46 per cento ipotesi di manipolazione e il restante 10 per cento condotte che integrano entrambe le fattispecie illecite, ovvero non risultano immediatamente identificabili sulla base delle informazioni comunicate. Gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione sono stati prevalentemente azioni (82 per cento), seguite da obbligazioni (5 per cento) e, per il restante

13 per cento, strumenti derivati, *covered warrant* e combinazioni di più strumenti (segnatamente, *covered warrant* e attività sottostante).

Nel corso dell'anno si sono anche tenuti incontri su base individuale e attività di *education* nei confronti di soggetti vigilati per risolvere alcune criticità emerse nell'individuazione di comportamenti manipolativi da parte dei soggetti vigilati e nelle conseguenti modalità di segnalazione alla Consob. I soggetti vigilati sono stati sensibilizzati a trasmettere le segnalazioni in maniera precisa, puntuale e corredate di tutti gli elementi necessari per consentire all'Istituto di avviare tempestivamente i necessari approfondimenti.

Nel 2014 sono stati inoltre avviati due procedimenti sanzionatori in tema di rilevazione di operazioni sospette derivanti da ispezioni disposte per verificare la validità dei processi e delle procedure adottate da due intermediari di rilevanza nazionale.

Nel corso dell'anno sono arrivate a conclusione 35 indagini per abusi di mercato, con la contestazione di illeciti amministrativi in 12 casi; di questi, cinque sono relativi ad abuso di informazioni privilegiate, due a manipolazione del mercato di tipo informativo e cinque a manipolazione di tipo operativo (Tav. 11).

Si è provveduto a trasmettere una relazione all'Autorità Giudiziaria in dieci casi, di cui quattro riferibili a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e sei a ipotesi di manipolazione di tipo operativo.

Tav. 11 Risultati delle indagini in materia di abusi di mercato

	ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali		casi in cui non sono stati rilevati illeciti	*totale*
		di cui per abuso di informazioni privilegiate		
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*
2014	13	5	22	*35*

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

In un caso di sospetta manipolazione operativa è stata formulata un'ipotesi di illecito penale ma non sono stati contestati illeciti amministrativi. Gli esiti delle due indagini per manipolazione del mercato di tipo informativo non sono stati segnalati all'Autorità Giudiziaria in quanto i fatti erano già noti alla Procura competente. Un caso di abuso di informazioni privilegiate non è stato segnalato all'Autorità Giudiziaria poiché si riferiva esclusivamente a un cosiddetto *insider* secondario, cioè a un soggetto entrato in possesso dell'informazione privilegiata per

ragioni non riconducibili alla professione o funzione (art. 187-*bis*, comma 4, del Tuf), fattispecie per cui non sono previste sanzioni penali.

In uno dei cinque casi in cui sono stati configurati illeciti di abuso di informazioni privilegiate, le informazioni riguardavano gli indirizzi strategici relativi a ipotesi alternative di fusione, liquidazione o *joint venture* di un emittente quotato sulle cui azioni è stata poi effettivamente promossa un'offerta pubblica d'acquisto finalizzata al *delisting* (Tav. 12).

Tav. 12 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*
2009	--	--	1	1	*1*	*2*
2010	2	--	1	--	--	*3*
2011	5	--	--	2	--	*7*
2012	4	--	--	--	--	*4*
2013	1	1	--	2	--	*4*
2014	1	1	1	2	1	*5*

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

In un secondo caso le informazioni riguardavano dati che sarebbero stati pubblicati nella relazione finanziaria semestrale, nonché possibili operazioni sul capitale sociale. In una terza fattispecie le informazioni si riferivano all'imminente diffusione di un comunicato da parte dell'emittente relativo alla riduzione delle proprie stime sui risultati attesi per il 2012 e il 2013. Infine, due casi sono riferibili a informazioni relative a operazioni di mercato, rispettivamente l'imminente collocamento di una partecipazione a investitori qualificati mediante un'asta (cosiddetto *accelerated bookbuilding*) e gli acquisti di titoli azionari che sarebbero stati eseguiti sul mercato per quantità tali da influire in modo sensibile sui relativi prezzi.

In relazione a un'indagine per manipolazione del mercato di tipo operativo è stata altresì contestata la violazione dell'art. 187-*quinquiesdecies* del Tuf (procurato ritardo all'azione di vigilanza della Consob) a un intermediario con sede nel Regno Unito.

Nel 2014 la Consob ha avviato complessivamente procedimenti amministrativi per abusi di mercato nei confronti di 33 persone fisiche e di 6 enti per la responsabilità solidale ai sensi dell'art. 6, comma 3, della legge 689/1981; nei confronti di due di tali enti sono stati contestati illeciti amministrativi anche in relazione alla responsabilità in proprio prevista dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (Tav. 13).

Tav. 13 Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato

	intermediari autorizzati[1]	insider istituzionali[2]	altri soggetti[3]	operatori esteri	*totale*
abuso di informazioni privilegiate					
2009	--	2	9	--	*11*
2010	--	4	1	2	*7*
2011	1	4	5	--	*10*
2012	--	2	4	--	*6*
2013	3	1	10	3	*17*
2014	0	5	4	1	*10*
manipolazione di mercato					
2009	2	1	10	1	*14*
2010	1	2	8	--	*11*
2011	--	7	7	--	*14*
2012	1	8	6	--	*25*
2013	2	12	12	--	*26*
2014	1	18	9	1	*29*

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. [1] Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. [2] Soci, amministratori, dirigenti di società quotate. [3] Insider secondari (art. 187-*bis*, comma 4, del Tuf).

Le richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato nel 2014 hanno riguardato 173 intermediari, sei società quotate e loro controllanti o controllate, 37 soggetti privati (di cui 20 convocati per audizione), mentre hanno interessato autorità estere in 24 casi (Tav. 14).

Nel corso del 2014, la Consob si è costituita parte civile in nove nuovi procedimenti penali in materia di abusi di mercato (di cui sette per manipolazione del mercato, due per abuso di informazioni privilegiate) che erano stati segnalati alla competente Autorità Giudiziaria a esito degli accertamenti di vigilanza svolti (Tav. 15).

Tav. 14 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato
(numero soggetti destinatari delle richieste)

	intermediari autorizzati[1]	società quotate e loro controllanti o controllate	soggetti privati	*di cui audizioni*	pubbliche amministrazioni	autorità estere	*totale*	*di cui per conto di autorità estere*
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*
2014	173	6	37	*20*	63	24	*303*	*45*

Fonte: Consob. [1] Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio.

Tra i sette casi relativi a manipolazione del mercato, in tre procedimenti penali sono stati contestati anche i reati di ostacolo (art. 170-*bis* del Tuf e/o art. 2638 c.c.). In un caso dei nove procedimenti penali, gli accertamenti della Consob si sono svolti successivamente alla trasmissione degli atti del fascicolo del Pubblico Ministero ai sensi dell'art. 187-*decies*, comma 3, del Tuf).

Tav. 15 Costituzioni di parte civile dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e aggiotaggio su strumenti finanziari (manipolazione del mercato)

anno	costituzioni	reato[1]	esito al 31 dicembre 2014
2009	1	manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna
2010	3	insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna[2] 1 sentenza di assoluzione
2011	6[3]	manipolazione del mercato	2 sentenze di condanna 1 sentenza di patteggiamento 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2012	2[4]	insider trading, manipolazione del mercato	
2013	5	insider trading, manipolazione del mercato	2 sentenze di patteggiamento 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2014	9	insider trading, manipolazione del mercato	4 sentenze di condanna in primo grado 1 sentenza di assoluzione 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione

Fonte: Consob. [1] Insider trading: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; aggiotaggio: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del c.c., ora art. 185 del Tuf. [2] La competente Corte d'Appello ha confermato la sentenza di condanna, concedendo all'imputato il beneficio della non menzione della condanna. [3] Tra i sei, successivamente alla costituzione di parte civile, due procedimenti sono stati riuniti per connessione oggettiva e soggettiva. [4] Giudizi pendenti in primo grado.

Tra essi, in due casi di manipolazione del mercato il Giudice per l'udienza preliminare (rispettivamente, presso il Tribunale di Siena e di Torino) ha dichiarato la propria incompetenza per territorio e ha disposto la trasmissione degli atti alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano, ritenuto competente.

Nel 2014 sono stati anche definiti in primo grado cinque procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali la Consob si era precedentemente costituita parte civile. In quattro casi vi è stato il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob (in un caso la condanna ha riguardato un imputato, mentre altri due imputati sono stati assolti); uno è stato definito con sentenza di assoluzione.

Un processo per manipolazione informativa su azioni FIAT è stato deciso dalla Corte di Cassazione. La Suprema Corte, con la sentenza 19915 del 2013 ha annullato, senza rinvio, la sentenza della Corte di Appello di Torino 702 del 2013, perché il reato è estinto per prescrizione e ha dichiarato non luogo a provvedere sul ricorso della parte civile (la pronuncia della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo del 4 marzo 2014 ha riguardato la stessa vicenda).

Secondo la Cassazione, constatato che «*il termine di prescrizione del reato è spirato il 24 febbraio 2013*», la pronuncia di proscioglimento per prescrizione si

ricollega all'insussistenza dei presupposti per una formula di assoluzione più favorevole agli imputati: «*difetta incontestabilmente la evidenza di alcuna delle ipotesi, contemplate dall'art. 129, comma 2, cod. proc. pen. per la adozione di alcuna delle (più favorevoli) formule assolutorie*».

In un altro processo per manipolazione del mercato (sul caso Citigroup), in sede di ricorso immediato la Corte di Cassazione, con la sentenza 4619/14 ha annullato senza rinvio la sentenza assolutoria di primo grado agli effetti penali per prescrizione e ha annullato la medesima sentenza impugnata agli effetti civili, con rinvio al Giudice civile ai sensi dell'art. 622 c.p.p. per la liquidazione dei danni subiti dalla Consob.

Riguardo alla cosiddetta *price sensitivity*, la Suprema Corte ha affermato: «*nel reato di aggiotaggio, così come in tutti i reati di pericolo concreto ad evento astratto, l'elemento costitutivo del reato è rappresentato dalla condotta e dalla sua idoneità a produrre determinati effetti, indipendentemente dal fatto che questi si siano o meno verificati. In nessun caso è sufficiente l'analisi degli effetti prodotti, i quali, se da un lato sono idonei ad alleggerire (ma non ad eliminare) per l'accusa la prova della idoneità della condotta, dall'altro non sono necessariamente correlati al presumibile (ex ante) sviluppo della stessa. Si vuole dire, cioè, che vi può essere sussistenza del reato anche se nessuna alterazione si sia prodotta nel mercato (cfr. Sez. 2, n. 12989 del 28/11/2012, Consorte, Rv. 255525), qualora la condotta fosse ex ante idonea a produrla (...)*».

Riguardo infine ai procedimenti amministrativi avviati per illeciti di abuso di mercato contestati negli anni precedenti si rinvia al successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'.

PAGINA BIANCA

La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione II

1 Gli assetti proprietari

A fine 2014 le società quotate italiane appartenenti al settore industriale risultano essere di dimensioni più contenute rispetto alle società che operano nel settore dei servizi e finanziario. In particolare, le prime si caratterizzano per una capitalizzazione media di circa 1,3 miliardi di euro, a fronte dei 2 miliardi di euro circa riferibili alle società di servizi e ai 3 miliardi di euro delle finanziarie (Tav. 16).

Il peso sul mercato in termini di capitalizzazione si aggira attorno al 38 per cento per le società finanziarie e quelle del settore industriale (a fronte di un'incidenza in termini numerici pari, rispettivamente, al 22 e al 55 per cento), mentre le società di servizi complessivamente rappresentano il 26 per cento circa del mercato (attorno al 24 per cento in termini numerici).

Tav. 16 Capitalizzazione di mercato delle società quotate italiane per settore di attività
(situazione al 31 dicembre 2014)

	società		capitalizzazione[1]			
	numero	*peso*	media	mediana	totale	*peso*
finanziario	52	*21,8*	3.069	525	159.589	*36,8*
industriale	130	*54,6*	1.261	131	163.962	*37,8*
servizi	56	*23,5*	1.973	218	110.502	*25,5*
totale	*238*	*100,0*	*1.824*	*185*	*434.053*	*100,0*

Fonte: Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA; classificazione settoriale Borsa Italiana. [1] Capitalizzazione del capitale ordinario delle società quotate italiane in milioni di euro.

Il profilo del mercato italiano in termini di concentrazione proprietaria non ha subito variazioni significative rispetto al 2013, risultando sostanzialmente in linea con i valori registrati negli anni recenti e mostrando lievi scostamenti rispetto all'evidenza del 1998.

A fine 2014 la quota media detenuta dal primo azionista è pari al 46 per cento del capitale ordinario con diritto di voto (46,8 per cento nel 2013 e nel 2012). La partecipazione media complessivamente detenuta dagli altri azionisti rilevanti è pari al 16,5 per cento, stabile rispetto al 2013 e più elevata di quasi due punti percentuali rispetto al 1998. All'azionariato diffuso, ossia agli azionisti che detengono partecipazioni inferiori alla soglia di trasparenza proprietaria, è riferibile complessi-

vamente una partecipazione media pari al 37,5 per cento del capitale, in lieve crescita rispetto agli anni precedenti (Tav. 17).

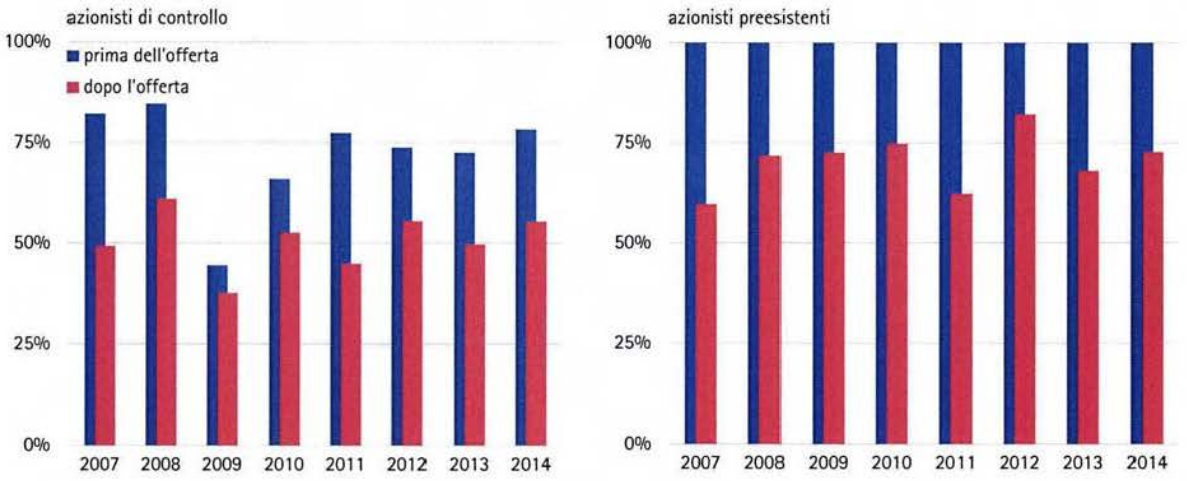
Tav. 17 Concentrazione proprietaria delle società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre)

	primo azionista[1]	altri azionisti rilevanti[2]	mercato[3]
1998	48,7	14,7	36,5
2010	46,2	17,7	36,1
2011	46,1	17,6	36,3
2012	46,8	16,9	36,4
2013	46,8	16,5	36,7
2014	46,0	16,5	37,5

Fonte: Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA. Le cooperative sono escluse. [1] Media semplice della quota di capitale ordinario con diritto di voto detenuta dal primo azionista di tutte le società quotate italiane. [2] Media semplice della quota del capitale ordinario con diritto di voto detenuta da tutti gli altri azionisti rilevanti. [3] Media semplice della quota del capitale ordinario non detenuta da azionisti rilevanti.

La scarsa contendibilità delle società domestiche trova conferma nei dati sulla struttura proprietaria delle imprese che si quotano. Nel 2014 la quota media di capitale detenuta dagli azionisti di controllo prima dell'offerta è cresciuta rispetto all'anno precedente (78 per cento circa a fronte del 73 nel 2013), riportandosi su un livello simile al dato di lungo periodo. A seguito dell'offerta, la partecipazione di controllo ha segnato mediamente una contrazione di 23 punti percentuali (in linea con il dato dell'anno precedente). Nel complesso il flottante dopo l'offerta è risultato pari al 27 per cento circa del capitale ordinario, in riduzione di circa 5 punti percentuali rispetto all'anno precedente (Fig. 81).

Fig. 81 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.

2 Le assemblee e gli organi societari

L'evidenza relativa alle assemblee tenute nel 2014 dalle società a medio-alta capitalizzazione (indici Ftse Mib e Mid Cap) mostra un aumento della presenza degli investitori istituzionali, passata in media dal 15 per cento del capitale nel 2013 al 19 per cento. Tale aumento è riconducibile prevalentemente agli investitori istituzionali esteri, il cui peso ha raggiunto il 18 per cento del capitale, mentre la partecipazione degli istituzionali italiani rimane stabile attorno all'uno per cento (Tav. 18).

Tav. 18 Partecipazione alle assemblee 2014 delle società quotate italiane incluse negli indici Ftse Mib e Mid Cap

		numero di partecipanti		quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea			
		totale	*investitori istituzionali*	totale	*investitori istituzionali*	*investitori istituzionali italiani*	*investitori istituzionali esteri*
2012	media	612	*471*	69,3	*13,3*	*1,3*	*12,0*
	min	4	--	44,5	*0,0*	*0,0*	*0,0*
	max	4.825	*3.705*	91,7	*47,7*	*9,6*	*47,2*
	mediana	213	*195*	70,9	*12,0*	*0,1*	*10,3*
2013	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*
2014	media	583	*506*	67,7	*19,1*	*1,0*	*18,0*
	min	14	--	27,7	*0,0*	*0,0*	*0,0*
	max	4.282	*3.304*	91,3	*57,2*	*11,1*	*54,8*
	mediana	298	*270*	69,8	*18,0*	*0,1*	*15,9*

Fonte: elaborazioni sui verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società italiane tenutesi nel 2012, 2013 e 2014. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA incluse negli indici Ftse Mib e Mid Cap; le cooperative sono escluse. Sono riportati i dati delle imprese i cui verbali erano disponibili alla data di rilevazione (67 società nel 2014; 64 nel 2013; 73 società nel 2012).

A fine 2013 i consigli di amministrazione delle società quotate italiane sono composti in media da circa 10 membri. Il dato risulta sostanzialmente stabile rispetto agli anni precedenti, come quello relativo al numero di componenti del consiglio di gestione (oscillante tra i 6,3 e i 6,6 membri negli ultimi tre anni), mentre è cresciuto il numero medio dei componenti del consiglio di sorveglianza, passato da 12,4 nel 2008 a 17, 4 nel 2014 (Tav. 19).

A seguito dell'emanazione della Legge 120/2011, la presenza femminile negli organi di amministrazione è cresciuta in modo consistente negli anni. A fine dicembre 2014, più del 22 per cento dei posti di consigliere risulta ricoperto da donne (17,8 per cento a fine 2013 e 6,3 per cento nel 2009), mentre almeno una donna siede nel *board* in 217 imprese (202 a fine 2013 e solo 129 nel 2009; Tav. 20).

Tav. 19 Composizione degli organi di amministrazione delle società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre)

	consiglio di amministrazione	consiglio di gestione	consiglio di sorveglianza
2009	9,9	7,7	12,4
2010	10,0	7,4	13,0
2011	10,2	6,5	14,3
2012	10,0	6,3	14,2
2013	9,9	6,6	17,4

Fonte: elaborazioni sui dati delle relazioni sul governo societario (pubblicate nell'anno successivo a quello di riferimento) e sulle partecipazioni proprietarie delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA. Per l'anno 2013 dati relativi alle società le cui relazioni 2014 erano disponibili alla data di rilevazione (237 su 244).

Tav. 20 Presenza femminile negli organi di amministrazione delle società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre)

	donne componenti gli organi di amministrazione		società in cui è presente almeno una donna nell'organo di amministrazione	
	numero	*peso*[1]	numero	*peso*[2]
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*
2014	521	*22,7*	217	*91,9*

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. [1] Peso percentuale sul totale dei componenti degli organi di amministrazione. [2] Peso percentuale sul numero totale delle società quotate italiane.

A fine 2014, nelle società incluse nel Ftse Mib le donne sono presenti nel 99,4 per cento dei consigli di amministrazione e pesano mediamente attorno al 25 per cento. Il dato è inferiore per le società Star, dove gli emittenti in cui si registra la presenza femminile negli organi di amministrazione si riduce a meno del 93 per cento e la percentuale di donne componenti il consiglio è pari in media al 22,5 per cento (Tav. 21).

Oltre alla rappresentanza femminile, riveste un certo interesse anche l'analisi del grado di eterogeneità (cosiddetta *diversity*) degli organi di amministrazione delle società quotate italiane con riferimento a età, istruzione, nazionalità e profilo professionale. A fine 2013 gli amministratori delle società italiane quotate hanno in media 57 anni e sono stranieri solo nel 6 per cento dei casi. Circa l'85 per cento è in possesso del diploma di laurea e, tra questi, il 16,5 per cento anche di un titolo di studio post-laurea (master, dottorato o entrambi; Tav. 22).

Tav. 21 Presenza femminile negli organi di amministrazione delle società quotate italiane per indice di appartenenza
(situazione al 31 dicembre 2014)

indice	numero società[3]	*peso sulla capitalizzazione*[1]	percentuale delle società in cui è presente almeno una donna	percentuale media delle donne nei Cda[3]
Ftse Mib	35	*99,4*	97,2	25,4
Mid Cap[2]	39	*96,9*	95,1	24,1
Star[2]	59	*92,7*	93,7	22,5
altro	84	*92,0*	87,5	25,8
totale	*217*	*98,6*	*91,9*	*24,5*

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. [1] 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. [2] Le società che appartengono sia al segmento Star sia all'indice Mid Cap vengono incluse solo nella categoria Star. [3] I dati si riferiscono alle sole società in cui è presente almeno una donna.

Tav. 22 Caratteristiche degli amministratori nelle società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre 2013)

	numero amministratori	peso % donne	età media	peso % laureati	peso % post laurea[1]	peso % stranieri	peso % manager
finanziario	619	19,1	57,8	84,2	17,5	5,2	71,6
industriale	1.186	17,4	57,2	84,2	14,4	5,6	77,8
servizi	527	17,6	57,1	87,3	19,8	6,3	71,7
totale	*2.332*	*17,8*	*57,3*	*84,9*	*16,5*	*5,7*	*74,8*

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2014 per l'esercizio 2013; classificazione settoriale Borsa Italiana. I dati si riferiscono a 237 società e agli amministratori per i quali erano disponibili le informazioni. [1] Numero di amministratori laureati che hanno frequentato un corso post-laurea e/o sono in possesso di un dottorato di ricerca in percentuale del numero totale di amministratori laureati di ogni settore.

Prevalgono le lauree nelle discipline economiche (46 per cento), seguite da quelle in giurisprudenza (15,8 per cento) e ingegneria (13,6 per cento). Il profilo professionale più frequente è quello manageriale (75 per cento dei casi); i professionisti/consulenti rappresentano il 16,3 per cento mentre gli accademici costituiscono l'8,1 per cento del totale (Tav. 27).

Come si evince dalla distribuzione delle società per la tipologia dell'azionista di controllo, i *board* degli emittenti controllati da un soggetto avente natura finanziaria mostrano una maggiore eterogeneità, connotandosi per una presenza più rilevante di membri più giovani, stranieri e con un livello di istruzione più elevato, nonché per una maggiore rappresentanza femminile. Le imprese controllate da famiglie e quelle non controllate hanno componenti del *board* con un livello di istruzione mediamente più basso, mentre donne e stranieri sono meno rappresentati nelle imprese statali (Tav. 28).

Tav. 23 Laurea e profilo professionale degli amministratori nelle società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre 2013)

		numero amministratori	*peso*[1]
tipologia laurea	economia	1.015	*46,0*
	legge	349	*15,8*
	ingegneria	300	*13,6*
	scienze politiche	81	*3,7*
	altro[2]	200	*9,1*
	più di una laurea	35	*1,6*
	non laureato	228	*10,3*
	totale	*2.208*	*100,0*
profilo	manager	1.744	*75,0*
	professionista/consulente	381	*16,3*
	accademico	190	*8,1*
	altro	11	*0,4*
	totale	*2.326*	*100,0*

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2014 per l'esercizio 2013. I dati si riferiscono a 237 società e agli amministratori per i quali erano disponibili le informazioni. [1] Numero di amministratori di ogni categoria in percentuale del numero totale dei membri del *board* per cui era disponibile l'informazione. [2] In 12 casi l'informazione sulla tipologia di laurea non era disponibile.

Tav. 24 Caratteristiche degli amministratori e partecipazione alle riunioni del *board* delle società quotate italiane per tipologia di *'ultimate controlling agent'*
(situazione al 31 dicembre 2013)

	peso % donne	età media	peso % laureati	peso % post laurea[1]	peso % stranieri	presenza media[2]
famiglia	18,1	57,1	83,8	13,9	4,9	91,1
Stato ed enti locali	14,8	58,2	87,0	17,6	2,8	94,8
istituzioni finanziarie	22,1	52,5	95,6	38,5	17,6	91,0
misto[3]	16,6	58,4	91,2	24,1	12,2	90,8
no UCA[4]	18,7	57,7	82,9	13,3	4,6	90,5
totale	*17,9*	*57,3*	*84,9*	*16,5*	*5,7*	*91,2*

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2014 per l'esercizio 2013. I dati si riferiscono a 237 società e agli amministratori per i quali erano disponibili le informazioni. [1] Numero di amministratori laureati che hanno frequentato un corso post-laurea e/o sono in possesso di un dottorato di ricerca in percentuale del numero totale di amministratori laureati di ogni categoria. [2] Percentuale media di riunioni a cui hanno partecipato amministratori per ogni categoria (gli amministratori nominati nel corso dell'anno che sono stati in carica per meno di 200 giorni sono esclusi). [3] Società non incluse in una delle categorie precedenti (cioè le società controllate da entrambe le istituzioni finanziarie e le famiglie). [4] Società non controllate e società quotate controllate da una società non controllata.

Alcune interessanti evidenze emergono classificando gli amministratori in base alla relazione esistente con l'azionista di controllo. A fine 2013, poco più del 16 per cento degli amministratori (pari a 381 su un totale di 2.332) sono classificabili come *family*, ossia risultano essi stessi azionisti di controllo ovvero sono a questi legati da rapporti di parentela. Tra i *non-family*, il peso degli amministratori laureati e di coloro che hanno

conseguito un titolo di studio post-laurea supera di 19 punti percentuali il dato per i *family*, raggiungendo l'88 per cento; inoltre, tra i laureati, il 17 per cento ha conseguito un master e/o un dottorato (12,9 per cento per i *family*). Per quanto riguarda il profilo professionale, risulta prevalente quello manageriale sia tra gli amministratori *family* sia tra i *non-family*. Tuttavia, mentre i primi sono quasi esclusivamente manager, i secondi sono spesso anche professionisti/consulenti o accademici, in particolare le donne (Tav. 25).

Tav. 25 Caratteristiche degli amministratori e partecipazione alle riunioni del *board* delle società quotate italiane per genere e relazione con l'azionista di controllo
(situazione al 31 dicembre 2013)

		numero	presenza media[1]	formazione		profilo professionale			
				% laureati	% postlaurea[2]	% manager	% professionista/ consulente	% accademico	% altro
amministratori	*family*[3]	381	92,7	69,3	12,9	95,8	4,0	0,3	0,0
	non-family	1.951	90,9	88,0	17,0	70,9	18,8	9,7	0,6
donne	*family*[3]	76	88,5	60,5	15,2	90,7	9,3	0,0	0,0
	non-family	341	91,6	92,7	24,4	57,4	26,5	15,6	0,6
uomini	*family*[3]	305	93,8	71,5	12,4	97,0	2,6	0,3	0,0
	non-family	1.610	90,8	87,0	15,4	73,8	17,2	8,5	0,6

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2014 per l'esercizio 2013. I dati si riferiscono a 237 società e agli amministratori per i quali erano disponibili le informazioni. [1] Percentuale media di riunioni a cui hanno partecipato amministratori per ogni categoria (amministratori nominati nel corso dell'anno che sono stati in carica per meno di 200 giorni sono esclusi). [2] Numero di amministratori laureati che hanno frequentato un corso post-laurea e/o sono in possesso di un dottorato di ricerca in percentuale del numero totale di amministratori laureati di ogni categoria. [3] L'amministratore è un membro della famiglia del socio di controllo o è l'azionista di controllo.

Con riferimento al fenomeno dell'*interlocking*, a fine 2014 lo svolgimento di incarichi in più società quotate interessa almeno un componente dell'organo di amministrazione per la maggior parte degli emittenti (Tav. 26).

Tav. 26 Società quotate italiane interessate da *interlocking*
(situazione al 31 dicembre 2014)

quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica	società finanziarie		società non finanziarie		*totale*	
	numero	*peso*[1]	numero	*peso*[1]	*numero*	*peso*[1]
0%	9	*8,5*	58	*5,2*	*67*	*5,5*
< 25%	17	*51,1*	69	*41,3*	*86*	*42,3*
dal 25 al 50%[2]	11	*21,9*	39	*46,8*	*50*	*44,2*
dal 50 al 75%[2]	11	*18,5*	17	*6,6*	*28*	*7,9*
≥ 75%	2	*0,1*	3	*0,1*	*5*	*0,1*
totale	*50*	*100,0*	*186*	*100,0*	*236*	*100,0*

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. Classificazione settoriale Borsa Italiana. I dati si riferiscono alle società italiane che alla data di rilevazione non erano in liquidazione. [1] Percentuale sulla capitalizzazione totale del settore. [2] L'intervallo include l'estremo inferiore.

In particolare, la presenza di almeno un consigliere con incarichi in altre società quotate riguarda 169 emittenti, pari a circa il 72 per cento del mercato in

termini numerici e al 94,5 per cento in termini di capitalizzazione. Il fenomeno risulta particolarmente rilevante in 33 casi, per i quali oltre la metà dei consiglieri è interessata da *interlocking*. Nel 74 e nell'89 per cento, rispettivamente delle società finanziarie e delle società industriali, meno della metà dei componenti del *board* svolge incarichi in altre quotate. Infine, non è presente alcun *interlocker* nel 18 per cento delle società finanziarie (9 casi su 50), mentre il dato si attesta al 31 per cento per le società *corporate* (58 casi su 186).

Le evidenze tratte dalle Relazioni sul governo societario delle società quotate italiane pubblicate nel 2014 confermano anche per l'esercizio 2013 una presenza media di amministratori indipendenti, sia secondo i criteri di indipendenza previsti dal Codice di autodisciplina sia ai sensi del Tuf, più elevata tra le imprese finanziarie, rispetto alle imprese che operano nel settore dei servizi e dell'industria (Tav. 27).

Complessivamente, gli amministratori indipendenti ai sensi del Tuf rappresentano il 44,3 per cento del totale, mentre la percentuale media di amministratori indipendenti ai sensi del Codice di autodisciplina è pari al 40,7 per cento.

Tav. 27 Presenza di amministratori indipendenti negli organi di amministrazione delle società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre 2013)

	amministratori indipendenti (da Tuf)		amministratori indipendenti (da Codice di autodisciplina)		amministratori indipendenti (da Codice di autodisciplina e/o da Tuf)[1]	
	media	*peso*[2]	media	*peso*[2]	media	*peso*[2]
finanziario	6,2	*49,2*	5,1	*42,3*	6,1	*48,4*
industriale	3,8	*41,4*	3,5	*38,0*	3,8	*41,7*
servizi	4,6	*46,6*	4,5	*45,5*	4,8	*48,7*
totale	***4,5***	***44,3***	***4,1***	***40,7***	***4,6***	***44,8***

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2014 per l'esercizio 2013; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione (237 su 244). [1] Gli amministratori indipendenti secondo entrambe le definizioni sono considerati una sola volta. [2] Percentuale di amministratori indipendenti presenti negli organi di amministrazione.

Il numero di amministratori eletti dai soci di minoranza è mediamente pari a 1,7 se si considerano solo le società in cui sono presenti (92 società, di cui 49 appartenenti al settore industriale) e cala a 0,7 se si considerano tutte le società quotate (Tav. 28).

In media gli amministratori di minoranza rappresentano il 7,4 per cento dei membri dell'organo di amministrazione; tale valore è più alto per le imprese operanti nel settore dei servizi (9,6 per cento), seguite dalle società industriali (7,2 per cento) e dalle finanziarie (5,6 per cento).

Tav. 28 Presenza di amministratori di minoranza negli organi di amministrazione delle società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre 2013)

	società con almeno un amministratore di minoranza	amministratori di minoranza			amministratori di minoranza e/o indipendenti[1]	
		media[2]		*peso*[3]	media	*peso*[4]
finanziario	18	0,7	(1,7)	*5,6*	6,4	*50,9*
industriale	49	0,6	(1,7)	*7,2*	3,9	*43,1*
servizi	25	0,9	(1,8)	*9,6*	5,0	*50,1*
totale	*92*	*0,7*	(1,7)	*7,4*	*4,7*	*46,4*

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2014 per l'esercizio 2013; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione (237 su 244). Non sono incluse le società dualistiche, nei cui consigli di sorveglianza sono presenti consiglieri espressione delle minoranze in 4 casi (numero medio di consiglieri di minoranza pari a 4,4). [1] Gli amministratori che risultano sia di minoranza che indipendenti sono considerati una sola volta. [2] Numero medio di amministratori di minoranza. Il primo valore è calcolato considerando tutte le società quotate; i valori tra parentesi si riferiscono alle imprese con almeno un amministratore di minoranza. [3] Percentuale di amministratori di minoranza presenti negli organi di amministrazione di tutte le società quotate. [4] Percentuale di amministratori di minoranza e/o indipendenti presenti negli organi di amministrazione.

I dati sulla costituzione di comitati interni all'organo di amministrazione confermano l'ampia diffusione del comitato per le remunerazioni, adottato da 210 società (215 nel 2012), e del comitato controllo e rischi, presente in 216 società (218 nel 2012), a fronte di una minor diffusione del comitato per le nomine, istituito solo da 112 emittenti (solo 93 nel 2012; Tav. 29, Tav. 30, Tav. 31).

In linea con il dato del 2013, il numero medio di membri di tutti e tre i comitati è pari a tre. Risulta in lieve rialzo il numero medio di donne, che si attesta a 0,6 (0,4 nel 2012), mentre resta sostanzialmente stabile il numero medio di amministratori indipendenti, che oscilla tra 2,5 e 2,6. Anche nel 2013, i comitati controllo e rischio si sono riuniti più frequentemente rispetto al comitato per le remunerazioni e a quello per le nomine, tenendo in media quasi 7 riunioni all'anno (3,7 e 4,1 riunioni tenute, rispettivamente, dagli altri due). Le società finanziarie sono quelle che registrano il numero medio più elevato di riunioni di tutti i comitati.

Tav. 29 Comitato per le remunerazioni nelle società quotate italiane per settore di attività
(situazione al 31 dicembre 2013)

	adottato		dimensione e composizione			n. medio di riunioni
	n. di società[1]	*peso sulla capitalizzazione*[2]	n. medio di membri	n. medio di donne	n. medio di amministratori indipendenti[3]	
finanziario	48	*99,8*	3,4	0,8	2,8	5,0
industriale	113	*97,7*	3,0	0,5	2,4	3,1
servizi	49	*99,6*	3,1	0,6	2,5	3,9
totale	*210*	*98,9*	*3,1*	*0,6*	*2,5*	*3,7*

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2014 per l'esercizio 2013; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione (237 su 244). [1] Numero di società che hanno istituito il comitato. In 76 società il comitato per le remunerazioni coincide con il comitato per le nomine. [2] 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. [3] Numero medio di amministratori indipendenti secondo i criteri del Codice di autodisciplina o, in mancanza, del Tuf.

Tav. 30 Comitato controllo e rischi nelle società quotate italiane per settore di attività
(situazione al 31 dicembre 2013)

	adottato		dimensione e composizione			n. medio di riunioni
	n. di società[1]	*peso sulla capitalizzazione*[2]	n. medio di membri	n. medio di donne	n. medio di amministratori indipendenti[3]	
finanziario	50	*99,1*	3,7	1,2	3,1	10,1
industriale	114	*98,7*	3,0	0,6	2,5	5,7
servizi	52	*99,9*	3,2	0,7	2,6	6,7
totale	*216*	*99,1*	*3,2*	*0,7*	*2,6*	*6,9*

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2014 per l'esercizio 2013; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione (237 su 244). [1] Numero di società che hanno istituito il comitato. [2] 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 ordinarie di tutte le società dello stesso settore. [3] Numero medio di amministratori indipendenti secondo i criteri del Codice di autodisciplina o, in mancanza, del Tuf.

Tav. 31 Comitato per le nomine nelle società quotate italiane per settore di attività
(situazione al 31 dicembre 2013)

	adottato		dimensione e composizione			n. medio di riunioni
	n. di società[1]	*peso sulla capitalizzazione*[2]	n. medio di membri	n. medio di donne	n. medio di amministratori indipendenti[3]	
finanziario	32	*92,5*	3,9	0,7	2,8	5,4
industriale	56	*69,5*	3,1	0,5	2,5	3,1
servizi	24	*81,1*	3,2	0,5	2,5	4,8
totale	*112*	*79,9*	*3,3*	*0,6*	*2,6*	*4,1*

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2014 per l'esercizio 2013; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione (237 su 244). [1] Numero di società che hanno istituito il comitato. In 76 società il comitato per le remunerazioni coincide con il comitato per le nomine. [2] 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 ordinarie di tutte le società dello stesso settore. [3] Numero medio di amministratori indipendenti secondo i criteri del Codice di autodisciplina o, in mancanza, del Tuf.

Dalle relazioni sul governo societario delle società quotate relative all'esercizio 2013 risulta che 181 emittenti, pari a circa il 76 per cento del mercato, hanno effettuato l'autovalutazione, raccomandata dal Codice di autodisciplina, sul funzionamento del consiglio e dei suoi comitati nonché sulla loro dimensione e composizione. Solo 20 società (pari all'8,4 per cento del mercato) hanno dichiarato invece di aver predisposto dei piani di successione (Tav. 32).

Le evidenze sui sistemi alternativi di amministrazione e controllo confermano la scarsa diffusione dei sistemi dualistico e monistico, riferibili solo a sei società (Tav. 33).

In particolare, due emittenti adottano il monistico e quattro il dualistico. Questi ultimi, che rappresentano quasi l'11 per cento del mercato, comprendono alcuni emittenti a elevata capitalizzazione, a differenza delle società monistiche che hanno dimensione ridotta e rappresentano solo lo 0,1 per cento del mercato.

Tav. 32 Autovalutazione dell'organo di amministrazione e piani di successione nelle società quotate italiane per settore
(situazione al 31 dicembre 2013)

	autovalutazione		piani di successione	
	numero società[1]	*peso sul totale*[2]	numero società[3]	*peso sul totale*[2]
finanziario	45	*19,0*	4	*1,7*
industriale	101	*42,6*	11	*4,6*
servizi	35	*14,8*	5	*2,1*
totale	*181*	*76,4*	*20*	*8,4*

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2014 per l'esercizio 2013; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione (237 su 244). [1] Numero di società che dichiarano che l'organo di amministrazione ha realizzato il processo di autovalutazione. [2] Peso percentuale sul totale delle società quotate. [3] 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.

Tav. 33 Sistemi di amministrazione e controllo adottati dalle società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre)

	2009		2010		2011		2012		2013		2014	
	numero	*peso*[1]	numero	*peso*[1]	numero	*peso*[1]	numero	*peso*[1]	numero	*peso*[1]	numero	*peso*[1]
monistico	4	*0,1*	3	*0,1*	3	*0,1*	2	*0,1*	2	*0,1*	2	*0,1*
dualistico	7	*11,7*	7	*8,3*	7	*8,1*	6	*7,5*	5	*8,6*	4	*10,7*
tradizionale	267	*88,2*	260	*91,7*	250	*91,8*	243	*92,4*	237	*91,3*	232	*89,2*
totale	*278*	*100,0*	*270*	*100,0*	*260*	*100,0*	*251*	*100,0*	*244*	*100,0*	*238*	*100,0*

Fonte: Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA. [1] 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

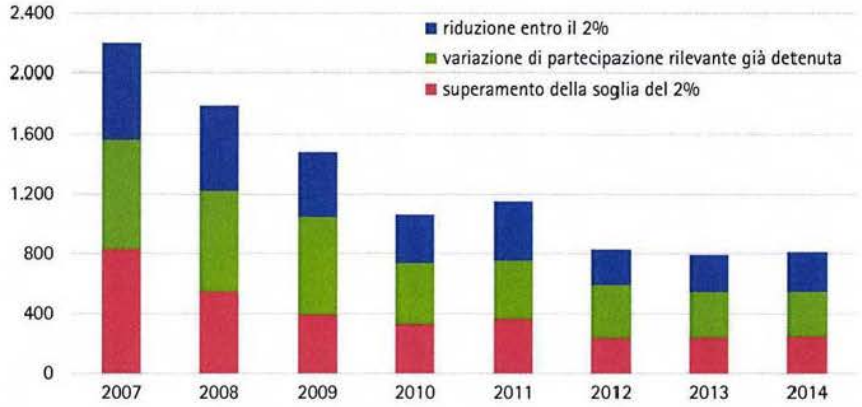
Nel corso del 2014 sono state pubblicate 813 comunicazioni relative a partecipazioni in società quotate, effettuate ai sensi dell'art. 120 del Tuf. Tale dato si presenta sostanzialmente in linea rispetto a quanto rilevato nel biennio precedente e conferma la flessione, in atto dal 2012, dovuta all'esenzione dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni inferiori al 5 per cento prevista per le Sgr (Fig. 82).

Il 30 per cento circa delle dichiarazioni pervenute si riferisce a comunicazioni effettuate per superamento della soglia del due o del cinque per cento del capitale da parte dei soggetti che possono beneficiare della specifica esenzione, mentre circa il 33 per cento è riferibile alla riduzione delle partecipazioni entro le medesime soglie.

Il restante 37 per cento ha riguardato la variazione di partecipazioni rilevanti già detenute, suddivise tra comunicazioni di effettiva variazione quantitativa della partecipazione (21 per cento circa del totale delle dichiarazioni pervenute) e

comunicazioni concernenti variazioni nel titolo del possesso o nella catena partecipativa (circa il 16 per cento). Tra queste ultime sono comprese anche le notifiche effettuate su base volontaria dagli azionisti al fine di aggiornare l'entità della partecipazione posseduta o la catena partecipativa.

Fig. 82 Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane



Fonte: Consob.

Nel corso del 2014 le comunicazioni da parte degli emittenti quotati riferite a operazioni su azioni proprie sono state circa il 2 per cento del totale (4 per cento nel 2013).

In particolare, le comunicazioni relative a operazioni di vendita hanno prevalso leggermente su quelle riferite a operazioni di acquisizione che hanno comportato il superamento della soglia rilevante.

La ripartizione delle comunicazioni per nazionalità del dichiarante vede prevalere nel 2014, a differenza di quanto accaduto l'anno precedente, le dichiarazioni riferibili a soggetti esteri (61 per cento a fronte del 44 per cento nel 2013). Con riferimento alla tipologia di dichiarante, il 30 per cento delle comunicazioni è stato effettuato, rispettivamente, da società di capitali e banche sia italiane sia estere (per queste ultime il dato è in netto aumento rispetto al dato del 2013 quando era pari al 18 per cento).

Tra le altre categorie di soggetti dichiaranti, le società di gestione del risparmio, prevalentemente estere, hanno rappresentato circa il 27 per cento del totale delle comunicazioni ricevute (in linea con il dato nel 2013); tra queste il numero di comunicazioni riferite ad acquisti è stato leggermente superiore a quello relativo alle comunicazioni riferite a operazioni di vendita. Seguono le persone fisiche con il 13 per cento, in sensibile calo rispetto al precedente valore del 2013 (24 per cento).

Durante il 2014 sono state pubblicate tre dichiarazioni relative all'acquisizione, cessione o modifica di partecipazioni potenziali relative a tre diverse società quotate e un'unica comunicazione concernente la dichiarazione del venir meno di una 'posizione lunga complessiva' precedentemente dichiarata.

La Consob rende note al mercato le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti quotidianamente, tramite i meccanismi di diffusione e stoccaggio autorizzati, in luogo degli emittenti quotati. Allo stesso fine si avvale anche del proprio sito internet aggiornando, contestualmente alla pubblicazione delle comunicazioni ricevute, l'azionariato, il capitale sociale, gli organi sociali, le partecipazioni potenziali e le posizioni lunghe complessive delle società quotate.

Nel corso del 2014 sono stati pubblicati 160 annunci di patti parasociali relativi a 60 società quotate. In 85 casi si è trattato di variazioni di patti parasociali già esistenti; in 35 casi si è trattato di scioglimento o venir meno degli scopi previsti nel patto stesso, mentre i restanti 40 hanno riguardato la pubblicazione degli estratti di nuovi patti parasociali.

Con riferimento alle società ammesse a quotazione, risultano essere stati stipulati accordi parasociali oggetto di comunicazione ai sensi dell'art. 122 del Tuf solo per uno dei quattro emittenti che hanno debuttato in Borsa. Nel 2013 erano stati stipulati accordi parasociali rilevanti per tre delle cinque società ammesse a quotazione.

Nel corso dell'anno, la Consob è stata impegnata in un'intensa attività di vigilanza tesa a verificare il corretto adempimento degli obblighi concernenti la comunicazione delle pattuizioni parasociali e la coerenza di tali adempimenti rispetto all'operazione di valorizzazione delle quote detenute indirettamente in Pirelli da parte dei soci di Lauro Sessantuno/Camfin (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Clessidra e Nuove Partecipazioni; Riquadro 4).

4 La vigilanza sulle operazioni con parti correlate

Nel corso del 2014 sono stati pubblicati 53 documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate in applicazione degli obblighi informativi previsti nel Regolamento Consob Operazioni con parti correlate (OPC). Il dato registra un calo rispetto al precedente triennio 2011-2013 (Tav. 34).

Tav. 34 Documenti informativi su operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2014 dalle società quotate italiane

tipologia di operazione	controparte			
	amministratori / società riferibili ad amministratori	controllante/ soci di riferimento	controllata / collegata	totale
contratti di fornitura, servizi, sponsorizzazione, investimento	-	9	1	10
finanziamento	-	16	2	18
operazioni sul capitale	-	10	2	12
trasferimento di *asset*	-	13	-	13
totale	-	*48*	*5*	*53*

Fonte: Consob.

Riquadro 4

La vigilanza sul piano di investimento Pirelli

In data 17 marzo 2014 è stato reso noto al mercato il raggiungimento, da parte dei soci di Lauro Sessantuno/Camfin (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Clessidra e Nuove Partecipazioni), di un accordo di massima con Rosneft Oil Company per la valorizzazione delle quote detenute indirettamente in Pirelli.

L'operazione prevedeva l'uscita da parte di Unicredit, Intesa Sanpaolo e Clessidra dalla *partnership* esistente in Lauro Sessantuno/Camfin e il successivo parziale reinvestimento da parte di Unicredit e Intesa Sanpaolo in un veicolo posseduto al 50 per cento da Rosneft Oil Company e al 50 per cento da una newco partecipata da Nuove Partecipazioni, Unicredit e Intesa Sanpaolo. Secondo quanto reso noto al mercato, obiettivo dell'accordo era sviluppare le attività e il *business* di Pirelli, anche rafforzando la rete commerciale in Russia attraverso la capillare presenza sul territorio di Rosneft Oil Company. L'accordo di massima, pubblicato ai sensi di legge, individuava i principi cui la *governance* di Pirelli si sarebbe ispirata e ribadiva il ruolo fondamentale del presidente del consiglio di amministrazione e dell'amministratore delegato nell'ambito della gestione dell'emittente.

In data 24 maggio 2014 Nuove Partecipazioni, Intesa Sanpaolo, Unicredit e Clessidra e Long-Term Investments Luxembourg (società indicata da Rosneft Oil Company quale investitore in Camfin) hanno comunicato al mercato di aver perfezionato gli accordi aventi ad oggetto l'operazione di investimento indiretto in Pirelli, modificando parzialmente la struttura dell'operazione resa nota in precedenza. In particolare, l'operazione di investimento sarebbe stata realizzata attraverso Camfin che, ad esito di una serie di operazioni volte alla semplificazione della catena societaria e partecipativa della medesima, sarebbe stata partecipata al 50 per cento da Long Term Investments Luxembourg e per il 50 per cento da una newco partecipata da Nuove Partecipazioni, Intesa Sanpaolo e Unicredit.

Con specifico riferimento al soggetto subentrato a Rosneft Oil Company negli accordi (Long-Term Investments Luxembourg), le parti hanno fornito indicazioni sulla catena di controllo del medesimo, chiarendo che è controllato al 100 per cento da una società costituita ai sensi della legislazione vigente nella Federazione Russa, a sua volta controllata al 100 per cento da un fondo di investimenti diretti *closed-end* a lungo termine (gestito da una società di gestione) e il cui unico investitore è un fondo pensioni privato di diritto russo autonomo e indipendente che persegue strategie di investimento di lungo periodo.

In data 24 maggio 2014, inoltre, è stato sottoscritto un patto parasociale (pubblicato ai sensi di legge) tra i medesimi soggetti, contenente disposizioni concernenti la *governance* di Pirelli.

La complessiva operazione di investimento si è conclusa il 1° dicembre 2014, data di efficacia delle operazioni societarie aventi ad oggetto Camfin (fusione inversa di Lauro Sessantuno in Camfin, scissione parziale non proporzionale di Camfin a favore della Newco di tutte le attività e passività diverse da quelle inerenti alle azioni Pirelli, conferimenti in Newco, da parte di Nuove Partecipazioni, Intesa Sanpaolo e Unicredit delle rispettive partecipazioni detenute in Camfin ad esito della fusione e della scissione). Ad esito di tali operazioni Camfin risulta, dunque, partecipata per il 50 per cento da Long-Term Investments Luxembourg e per il restante 50 per cento dalla Newco.

Oltre alla vigilanza sul corretto adempimento degli obblighi concernenti la comunicazione delle pattuizioni parasociali e la coerenza di tali adempimenti rispetto al piano di investimento, la Commissione ha verificato anche l'eventuale applicabilità a taluni dei soggetti coinvolti nell'operazione della disciplina concernente le operazioni con parti correlate.

In 18 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 pochi casi, con società controllate o collegate. In circa un quarto dei casi, l'operazione ha riguardato il trasferimento di *asset* e partecipazioni a soci di riferimento o società da questi ultimi controllate (13 casi). In altri casi (12), i documenti informativi 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 modificato l'importanza relativa della partecipazione azionaria della controparte correlata rispetto agli altri azionisti. In 10 casi, infine, il documento informativo ha trattato altri contratti, quali quelli per la prestazione di beni o fornitura di servizi, con i soci di maggioranza o altri soci titolari di partecipazioni significative nel capitale dell'emittente.

Nel corso del 2014 la Consob ha inoltre ricevuto comunicazione di 25 operazioni di maggiori rilevanza esentate dagli obblighi informativi e procedurali previsti dal Regolamento in applicazione dell'esenzione per operazioni ordinarie e concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard. A comunicare l'effettuazione di tali operazioni sono state in maggioranza società a elevata capitalizzazione, appartenenti all'indice Ftse Mib (17 casi su 25).

Guardando alla natura delle operazioni che hanno beneficiato dell'esenzione, in quasi due terzi dei casi si è trattato di operazioni rientranti nell'attività operativa della società quotata, cioè la principale attività generatrice di costi e ricavi: è questo il caso della fornitura di beni o prestazione di servizi tipici (11 casi) o di operazioni di finanziamento per società bancarie (5 casi). Nei restanti 9 casi, si è trattato invece di operazioni di natura finanziaria poste in essere da società non finanziarie che beneficiano dell'esclusione solo in quanto strettamente connesse all'attività operativa tipica della società quotata. Con riguardo alla controparte, nella maggior parte dei casi le operazioni 'ordinarie' sono state poste in essere con il soggetto controllante o con società dalla stessa controllate (23 casi), mentre le controparti nei restanti 2 casi di operazioni che hanno beneficiato dell'esenzione sono state società controllate dalla quotata.

Il conflitto di interessi tra azionisti di controllo e di minoranza e il rischio di fenomeni espropriativi insito nelle operazioni con parti correlate è stato al centro anche della vigilanza in materia di governo societario.

A tal riguardo, particolare rilevanza hanno assunto le verifiche sull'adeguato e completo censimento delle parti correlate e sulla valutazione relativa all'eventuale 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, presidi analoghi a quelli regolamentari. Tali iniziative di vigilanza hanno riguardato principalmente società a elevata capitalizzazione che negli ultimi anni sono state interessate da evoluzioni dell'assetto di controllo e da riorganizzazioni societarie. L'adozione di un approccio formalistico e restrittivo nell'individuazione delle parti correlate o di soggetti da trattare come tali è

emersa in alcuni casi di azionisti titolari di partecipazioni significative - sebbene inferiori alla soglia del 20 per cento del capitale che i principi contabili internazionali individuano in via presuntiva per l'esercizio dell'influenza notevole - nonché in ipotesi di partecipazioni detenute da Oicvm, di studi professionali di cui un amministratore sia socio e di coesistenza di molteplici legami di natura partecipativa e di condivisione di cariche sociali e incarichi dirigenziali.

Gli esiti delle iniziative di vigilanza riguardanti società di minori dimensioni hanno portato alla luce criticità di carattere più generale, afferenti a scostamenti delle procedure interne rispetto ai principi del Regolamento OPC nonché ad applicazioni spesso formalistiche delle stesse.

Tali situazioni hanno riguardato soprattutto i pareri del comitato per le operazioni con parti correlate che, contrariamente all'iter decisionale previsto dal Regolamento, sono stati formalizzati successivamente all'approvazione dell'operazione da parte dell'organo competente e si sono rivelati carenti sotto il profilo della valutazione dell'interesse della società al compimento dell'operazione nonché della convenienza e della correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Anche nel 2014 sono state condotte verifiche su alcune operazioni classificate come 'di importo esiguo' e, in quanto tali, escluse dall'applicazione del Regolamento OPC, rivelatesi in alcuni casi non in linea con gli orientamenti forniti nella Comunicazione 10078683 del 24 settembre 2010.

In particolare, si sono riscontrati casi di soglie di esiguità sproporzionate in rapporto alla dimensione della società, soprattutto con riferimento a società di minori dimensioni e di recente quotazione che già beneficiano di un regime procedurale semplificato per le operazioni di maggiore rilevanza. In un caso, la soglia di esiguità stabilita per le retribuzione dei dirigenti con responsabilità strategiche era addirittura superiore a quella prevista per la generalità delle controparti correlate (incluse persone giuridiche).

5 La vigilanza sul governo societario e sugli organi di controllo interno

Oltre che sulle operazioni con parti correlate, l'attività di vigilanza sul governo societario si è concentrata anche sull'analisi della completezza dell'informativa preassembleare, con particolare riferimento alle relazioni sulla *corporate governance* e sulla remunerazione redatte ai sensi degli artt. 123-*bis* e 123-*ter* del Tuf.

In tale ambito, sono stati eseguiti degli approfondimenti sulla completezza delle informazioni contenute nelle relazioni sulla *corporate governance*, ivi incluse quelle relative a particolari criteri di formazione delle liste per il rinnovo degli organi sociali e di composizione degli stessi. Inoltre, pur a fronte di un progressivo

miglioramento dell'informativa sulle politiche e prassi retributive, l'analisi delle relazioni sulla remunerazione pubblicate nel corso del 2014 ha talvolta evidenziato una non piena coerenza tra le informazioni riguardanti la politica seguita e i compensi attribuiti in attuazione della medesima. In tali casi, è stata richiamata l'attenzione delle società sulla miglior rappresentazione di politiche e prassi in materia di compensi con l'obiettivo di incrementare la qualità della trasparenza sulle remunerazioni.

Sempre in materia di compensi, la Consob ha monitorato l'informativa in caso di cessazione del rapporto con amministratori esecutivi e direttori generali resa ai sensi delle raccomandazioni informative contenute nella Comunicazione Consob 51400 del 19 giugno 2014 (rivolte alle società degli indici Ftse Mib e Mid Cap) e recepite nel luglio 2014 nel Codice di Autodisciplina (che ne ha esteso l'applicazione a tutte le società quotate). Tali raccomandazioni, che prevedono una *disclosure* immediata e approfondita sulle buonuscite e sul relativo processo deliberativo, hanno trovato applicazione in alcuni dei casi di cessazione di amministratori esecutivi o direttori generali verificatisi nel secondo semestre del 2014.

In tali casi, e in particolare laddove l'informativa resa spontaneamente dalle società non abbia riportato le informazioni raccomandate, la Consob ha svolto approfondimenti sui benefici effettivamente attribuiti al soggetto cessato e sulle ragioni di eventuali scostamenti rispetto alle raccomandazioni informative dell'Autorità e/o del Codice di Autodisciplina. Nei casi in cui sono stati effettivamente attribuiti o riconosciuti trattamenti per cessazione dei soggetti citati le società hanno reso al pubblico le informazioni richieste, con l'eccezione di una società dell'indice Ftse Mid Cap che ha scelto di non anticipare tali informazioni in un comunicato stampa ferma restando la *disclosure* che sarà dovuta nella relazione sulla remunerazione per l'esercizio 2014.

Nel corso del 2014 è proseguita l'attività di vigilanza avente ad oggetto Telecom Italia Spa (Telecom), in relazione sia alle dinamiche determinatesi tra gli azionisti – anche con riferimento al voto assembleare sul rinnovo del consiglio di amministrazione nell'assemblea del 16 aprile 2014 – sia, per altro verso, alla ridefinizione degli assetti proprietari di Telecom ad esito della prospettata scissione di Telco Spa (Telco; Riquadro 5).

Nel corso del 2014, alcune banche popolari sono state interessate da progetti di autoriforma della *governance* volti ad allargare la partecipazione dei soci di capitale e, particolarmente, degli investitori istituzionali negli organi sociali. In tale ambito, sono stati svolti specifici approfondimenti per rilevare le interazioni tra gli organi sociali dalla fase propositiva fino alla deliberazione assembleare.

Tali modifiche sono state, in un caso, approvate dall'assemblea dei soci (UBI Banca), e nell'altro, respinte per mancato raggiungimento del *quorum* deliberativo (BPM).

Riquadro 5

La vicenda Telecom

Con riferimento alle dinamiche assembleari dell'aprile 2014, la Consob ha intrapreso una complessa attività di approfondimento alla luce delle peculiarità che hanno caratterizzato l'assemblea Telecom. In tale assemblea, infatti, il consiglio di amministrazione è stato nominato traendo i candidati dalla prima lista più votata, presentata da un gruppo di società di gestione del risparmio e investitori istituzionali internazionali, e, nella misura consentita ai sensi dello statuto, dalla seconda lista più votata, presentata dal socio di riferimento, Telco, e infine, a integrazione, procedendosi alla votazione, a maggioranza di legge, su candidati proposti della medesima Telco. In particolare, al fine di inquadrare correttamente tale vicenda, sono state effettuate analisi delle risultanze di voto nonché, ove opportuno, acquisite informazioni in ordine ai processi decisionali che hanno portato all'esercizio del voto medesimo.

Sotto il diverso profilo del riassetto proprietario di Telecom, si rammenta che si è avviato l'iter di scissione di Telco Spa, il veicolo che detiene la partecipazione di circa il 22 per cento in Telecom ed è partecipato da Assicurazioni Generali Spa, Intesa Sanpaolo Spa, Mediobanca Spa e Telefonica Sa anche tramite un patto parasociale rilevante *ex* art. 122 del Tuf. In particolare, la scissione è stata richiesta dagli azionisti italiani di Telco, in esercizio della facoltà attribuita dal patto, e successivamente approvata dall'assemblea della medesima Telco nel luglio 2014. In primo luogo, l'attività di approfondimento ed esame da parte dell'Autorità ha avuto ad oggetto taluni aspetti relativi a tale iter. Inoltre, hanno costituito aspetti di approfondimento i possibili scenari derivanti dalla scissione Telco e dalla conseguente assegnazione a ciascun azionista di una partecipazione diretta in Telecom (in particolare, il 14,7 per cento a Telefonica, il 4,3 per cento a Generali e una quota uguale pari all'1,6 per cento a Intesa e Mediobanca). In particolare, sul punto, è emerso, tra l'altro, che Telefonica, alla quale spetta il pacchetto azionario più significativo – e la cui posizione in Telecom assume contorni complessi sotto il profilo regolatorio e antitrust con particolare riferimento ai mercati argentino e brasiliano – ha intrapreso talune iniziative a seguito delle quali può realizzarsi la dismissione di azioni Telecom rivenienti dalla scissione Telco. Al riguardo, sono state rese note al mercato un'operazione di emissione di '*mandatory exchangeable bonds*' convertibili in azioni Telecom (nel luglio 2014), attraverso la quale il pacchetto di titoli Telecom assegnato a Telefonica in sede di scissione si ridurrebbe fino a una misura inferiore al 10 per cento (tra l'8 e il 9 per cento circa) nonché un'operazione di acquisizione da parte del gruppo Telefonica dell'operatore brasiliano Global Village Telecom Sa (GVT) ceduto dal gruppo Vivendi per un corrispettivo, in parte, in azioni Telecom (circa l'8 per cento).

Nella medesima direzione va il d.l. 3/2015 recante «Misure urgenti per il settore bancario e per gli investimenti» che indirizza le banche popolari con un attivo superiore a 8 miliardi di euro alla trasformazione in società per azioni (Riquadro 1).

Anche nel 2014 la Consob ha partecipato, in qualità di mero uditore, ad alcune assemblee dei soci, selezionate in base alla complessità degli argomenti posti all'ordine del giorno. La stagione assembleare 2014 è stata caratterizzata da alcune innovative proposte di modifica statutaria, quali quelle relative ai requisiti di onorabilità dei componenti dell'organo amministrativo nelle società a controllo pubblico nonché a modifiche della *governance* e dei diritti riconosciuti dallo statuto alle minoranze.

L'applicazione del sistema di nomina degli organi sociali tramite il voto di lista ha richiesto alcuni adattamenti in una società a elevata capitalizzazione nella cui assemblea la quota di capitale complessivamente rappresentata dagli investitori istituzionali è risultata superiore a quella detenuta dall'azionista di maggioranza relativa. Infatti, è risultata prima per numero di voti la lista presentata da investitori istituzionali, programmaticamente destinata all'espressione di una minoranza del *board*, mentre è risultata seconda quella presentata dall'azionista di maggioranza relativa, che tradizionalmente aveva espresso la maggioranza degli amministratori. Conseguentemente, il completamento dell'organo amministrativo è stato possibile mediante la votazione dei candidati in assemblea con le maggioranze previste dal codice civile.

Sempre in tema di voto di lista, nel corso del 2014 la Consob ha fornito alcune precisazioni sulla disciplina normativa e regolamentare in materia, chiarendo in particolare che, nei casi in cui la quota di partecipazione determinata annualmente dall'Autorità sia superiore a quella prevista dallo statuto, debba trovare applicazione la minore tra le due quote in linea con la *ratio* della disciplina di favorire la rappresentanza della minoranza negli organi sociali.

Al termine del 2014, alcune società quotate (Amplifon Spa, Astaldi Spa e Davide Campari - Milano Spa) hanno convocato l'assemblea per proporre l'adozione di modifiche statutarie volte a introdurre il meccanismo del voto maggiorato, previsto dal decreto competitività.

Le assemblee si sono tenute nel mese di gennaio 2015 e hanno approvato le relative modifiche statutarie, deliberando l'introduzione di tale meccanismo con lo speciale *quorum* agevolato previsto in via transitoria (maggioranza semplice). In tali occasioni, la vigilanza si è concentrata sulla verifica della completezza dell'informativa preassembleare e della coerenza tra le previsioni statutarie proposte e la *ratio* e la lettera dell'art. 127-*quinquies* del Tuf. La Consob è anche intervenuta con specifiche richieste informative volte a rendere noti al mercato il processo decisionale seguito dagli organi amministrativi nella formulazione della proposta e gli ipotizzabili effetti di rafforzamento, grazie al voto maggiorato, degli azionisti già

Riquadro 6

La vigilanza sulla *governance* delle banche popolari

Con l'introduzione delle d.l. 3/2015 recante «Misure urgenti per il settore bancario e per gli investimenti» che indirizza le banche popolari con un attivo superiore a 8 miliardi di euro alla trasformazione in società per azioni, tutte le banche popolari attualmente quotate nonché tre banche popolari con azioni diffuse dovranno adottare il principio '*one share one vote*', in luogo di quello capitario. Per tali istituti di credito viene meno la peculiare disciplina prevista in ragione dello scopo mutualistico che li caratterizza.

Le peculiarità delle banche popolari - azionariato estremamente frammentato per la presenza di limiti al possesso azionario, esigua partecipazione nelle assemblee, voto capitario e limiti al conferimento delle deleghe - hanno comportato alcune criticità nella vigilanza sulla *governance* di tali società. In particolare, il principio del voto capitario ha favorito la formazione di associazioni tra i soci che si sono dimostrate in grado di condizionare l'esito assembleare svolgendo un ruolo spesso determinante anche nell'elezione degli organi sociali in ragione dello scostamento tra la dichiarata finalità di preservare lo scopo mutualistico e la loro concreta operatività. Ciò ha reso difficoltosa la configurabilità delle associazioni quali patti parasociali e la conseguente applicabilità degli obblighi di trasparenza *ex* art. 122 del Tuf, previsti, peraltro, soltanto nel caso in cui la percentuale di capitale sociale aggregata superi il 2 per cento. In aggiunta, il principio consuetudinario del voto segreto vigente per la nomina degli organi sociali complica ulteriormente la dimostrazione dell'eventuale esistenza di patti aventi ad oggetto l'esercizio del voto e, in generale, l'esercizio di un'influenza dominante.

Inoltre nelle banche popolari il processo di raccolta delle deleghe è risultato poco trasparente non solo per l'esclusione dall'applicazione della disciplina sulla sollecitazione delle deleghe prevista dal Tuf, ma soprattutto in ragione delle pratiche, particolarmente diffuse in prossimità delle assemblee di rinnovo degli organi sociali, di contattare i soci per il conferimento di deleghe di voto, anche attraverso elenchi paralleli a quelli ufficiali, fruibili da un numero ristretto di soci.

Relativamente alla formazione delle liste per il rinnovo degli organi sociali, infine, si sono registrate situazioni poco trasparenti sull'esistenza di rapporti di collegamento tra le liste stesse che hanno reso difficile l'individuazione dei componenti di effettiva espressione della minoranza.

titolari della maggioranza assoluta del capitale sociale. Su tutte le tematiche di governo societario, anche nel 2014 la Consob ha mantenuto un dialogo costante con gli organi di controllo, sollecitando su base continuativa e sistematica la formulazione delle loro valutazioni sull'osservanza da parte degli amministratori di specifiche disposizioni legislative o regolamentari e di prassi raccomandate

dall'autodisciplina. Tale approccio è volto a stimolare i sindaci nell'esercizio dei doveri di vigilanza a cui sono tenuti per legge e a rilevare con tempestività l'esistenza di eventuali profili di criticità o aree di miglioramento nel sistema di *governance* delle società quotate.

Il dialogo costante con gli organi di controllo è stato alimentato non solo da richieste informative ma anche, e in numero maggiore rispetto agli anni precedenti, da lettere con le quali la Consob ha richiamato l'attenzione dei sindaci su criticità riscontrate nella condotta degli amministratori o, più in generale, nell'assetto e nel funzionamento del sistema di governo societario dell'impresa.

In tale contesto, l'organo di controllo è stato chiamato a valutare la necessità di richiedere agli amministratori l'adozione di azioni correttive o iniziative. In particolare la valutazione ha riguardato la mappatura delle parti correlate, la concreta applicazione delle procedure di attuazione del Regolamento OPC, l'informativa da rendere nelle relazioni sulla remunerazione e sulla *corporate governance*.

Nel corso del 2014, inoltre, la Consob ha ricevuto alcune segnalazioni di irregolarità ai sensi dell'art. 149, comma 3, del Tuf o di diversi fatti non qualificabili come 'irregolarità', ma comunicati in via prudenziale da alcuni organi di controllo.

I fatti segnalati, riguardanti per lo più irregolarità nel compimento di operazioni con parti correlate, possibili reati tributari e aggiornamenti su verifiche di controllo interno, sono stati valutati dalla Consob nel corso di appositi approfondimenti istruttori, caratterizzati da una costante interlocuzione con gli stessi organi di controllo, e, in alcuni casi, hanno condotto a integrazioni dell'informativa al pubblico. L'avvio di procedimenti sanzionatori in questo ambito è stato limitato alle fattispecie di omissione delle segnalazioni di irregolarità conclamate, verificate dall'organo di controllo ma non comunicate all'Autorità.

6 La vigilanza sulle società di revisione

Le società che svolgono attività di revisione legale su enti di interesse pubblico (Eip) e che, ai sensi della normativa vigente, ricadono sotto la vigilanza della Consob sono 26 (di cui 17 già presenti nell'*ex* Albo Consob), a fronte di un numero complessivo di incarichi di revisione legale su Eip riferibili a circa 1.500 entità.

Il mercato della revisione continua a presentare caratteristiche di elevata concentrazione. La distribuzione degli incarichi di revisione legale dei conti annuali e consolidati 2014 degli emittenti quotati evidenzia, infatti, ancora una elevata concentrazione degli incarichi in capo alle società di revisione di grandi dimensioni (cosiddette *big four*), che continuano a ricoprire una fetta di mercato pari a circa l'86 per cento (Tav. 35).

Tav. 35 Distribuzione degli incarichi di revisione sui bilanci 2014 delle società quotate

società di revisione legale	numero incarichi in società con azioni quotate	quota di mercato[1]
big four	207	86
società medie	26	11
società piccole	8	3
totale	*241*	*100*

Fonte: Consob. [1] Valori percentuali.

La nuova disciplina consente alle parti, ove ne ricorrano i requisiti normativi previsti, di interrompere anticipatamente gli incarichi di revisione legale dei conti, utilizzando, oltre alla preesistente revoca per giusta causa (su iniziativa del soggetto revisionato), anche l'istituto delle dimissioni dall'incarico (a iniziativa del revisore legale) e la risoluzione consensuale del contratto di revisione. Nel corso del 2014 si è registrata una notevole diminuzione dei casi di interruzione anticipata degli incarichi prima delle scadenze stabilite.

In particolare, sono state comunicate alla Consob 54 cessazioni anticipate di incarichi di revisione legale da parte di enti di interesse pubblico, a fronte delle 85 nel 2013, 92 nel 2012 e 25 nel 2011. Rispetto al 2013 sono diminuiti i casi di risoluzione consensuale (passati da 45 a 16) e si è registrata anche una riduzione delle revoche (da 37 a 32). Risultano in leggero aumento, invece, i casi di dimissioni passati da 3 a 6 casi (Tav. 36).

Tav. 36 Tipologie di cessazione anticipata dell'incarico di revisione legale dei conti
(1° gennaio 2014 – 31 dicembre 2014)

	revoca	risoluzione consensuale	dimissioni
2013	*37*	*45*	*3*
2014	*32*	*16*	*6*
cambio del soggetto controllante	5	6	2
cambio del revisore del gruppo	8	4	
cambiamenti all'interno del gruppo	3	-	-
perdita dello *status* di ente di interesse pubblico	13	-	-
situazione sopravvenuta idonea a compromettere l'indipendenza	-	-	-
sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di revisione legale per intervenuta carenza dei requisiti *ex lege*	-	1	-
mancato pagamento / adeguamento corrispettivi dopo messa in mora	-	-	4
sopravvenuta situazione di incompatibilità a seguito di cambio azionista di controllo	-	1	-
altro[1]	3	4	-

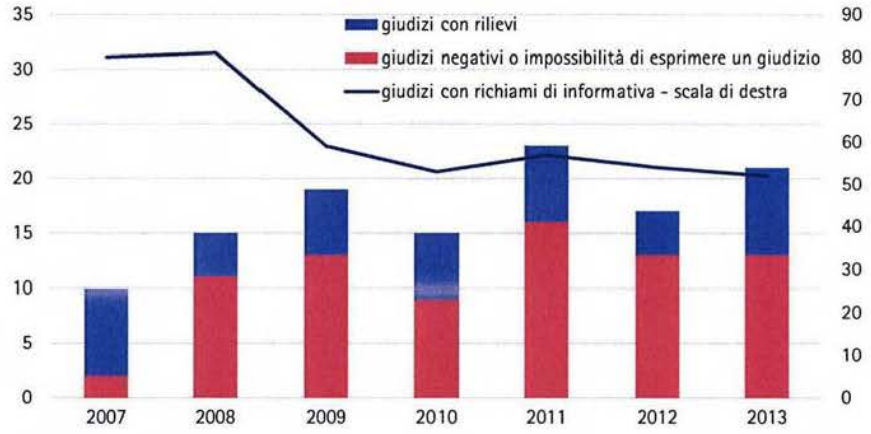
Fonte: Consob. [1] Nei casi di revoca la sostituzione è stata richiesta da commissari straordinari e autorizzata dalla Banca d'Italia ex art. 72 co. 5-*bis* Tub. I casi di risoluzione consensuale sono invece motivati dalla presenza di policy di gruppo che prevedono la necessità di affidare gli incarichi di tutte le controllate al revisore della capogruppo.

Le revoche e le risoluzioni consensuali degli incarichi sono per la maggior parte da attribuire alla perdita di *status* di ente di interesse pubblico; gli altri casi riguardano prevalentemente modifiche dettate da esigenze di gruppo, quali il cambio del revisore di gruppo e i riallineamenti delle durate degli incarichi a quello della controllante. Permangono i casi di dimissioni dall'incarico (4) connessi al mancato pagamento/adeguamento dei corrispettivi di revisione.

Con riferimento ai giudizi espressi dalla società di revisione sui bilanci annuali e consolidati degli emittenti quotati italiani per l'esercizio 2013, si evidenziano alcuni lievi scostamenti rispetto al precedente esercizio, ancorché i casi di impossibilità a esprimere un giudizio siano i medesimi.

In particolare anche per questo esercizio non si sono riscontrati giudizi negativi da parte delle società di revisione. Come anticipato, i casi di impossibilità a esprimere un giudizio hanno riguardato, analogamente al 2012, 13 società; i giudizi con rilievi sono stati espressi con riguardo a otto società (4 nel 2012), mentre i richiami di informativa hanno riguardato 52 *opinion* (54 nel 2012); per 16 di queste società (21 casi nel 2012) i richiami di informativa hanno evidenziato la presenza di significative incertezze in merito a eventi o circostanze tali da far sorgere dubbi rilevanti circa la continuità aziendale (Fig. 83).

Fig. 83 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 2014 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 previsti dagli artt. 20 e 22, comma 1, del d.lgs. 39/2010, nel corso del 2014 è

proseguita l'attività di vigilanza, avviata l'anno precedente, relativa al secondo ciclo dei controlli. In particolare, nel corso del 2014 sono stati trasmessi a tre società di revisione i report finali prodotti al termine dei controlli di qualità svolti, contenenti gli esiti degli stessi e le raccomandazioni di interventi da adottare entro termini prestabiliti, la cui realizzazione ha costituito oggetto di monitoraggio nel corso dell'anno. Sono inoltre proseguiti i controlli di qualità nei confronti di tre società di revisione e avviati controlli su altre cinque società di revisione.

Ancorché i modelli organizzativi e le procedure per il controllo della qualità applicati dalle società sottoposte a verifica siano complessivamente risultati sostanzialmente adeguati rispetto alle indicazioni contenute nei principi di riferimento, per alcune aree procedurali si è ritenuto necessario richiedere misure correttive volte a contribuire al disegno e alla messa in opera di più efficaci ed efficienti sistemi di controllo della qualità.

In tale ottica si sottolinea l'importanza, nell'ambito dei controlli di qualità, di una forte interazione e condivisione dei risultati dei controlli con i soggetti vigilati, elemento che, oltre a rispondere a un preciso disposto normativo, rappresenta il presupposto imprescindibile per una sostanziale riuscita dei relativi interventi di vigilanza. Ciò risulta tanto più essenziale nella fase di individuazione delle cause delle debolezze riscontrate (*root cause analysis*), nell'ottica di un duraturo superamento delle stesse, in quanto solo attraverso la corretta individuazione delle cause si può ambire a qualificare le misure correttive da adottare in un'ottica di miglioramento della qualità dell'attività di revisione, come sostanzialmente efficaci.

Circa le principali misure correttive previste, si è intervenuti su aspetti afferenti le funzioni apicali (*partner* e *manager*) all'interno delle società di revisione, prevedendo presidi centralizzati sui carichi di lavoro di *partner* e *manager*, per monitorarne la sostenibilità, così come l'integrazione delle procedure relative al processo di valutazione di tali figure.

Interventi sono stati realizzati anche con riferimento all'area dell'utilizzo degli specialisti, richiedendo l'adozione di misure in grado di garantire un'adeguata tracciabilità del ricorso a tali figure professionali.

Tenuto conto inoltre che i sistemi di controllo della qualità delle società di revisione prevedono, in linea con gli standard tecnici di riferimento, la presenza di funzioni dedicate ad attività di monitoraggio interno, si è intervenuti richiedendo il miglioramento della documentazione dell'attività di monitoraggio da parte delle funzioni a ciò preposte e un maggiore coordinamento delle diverse funzioni interessate, sia nella fase operativa sia in quella di formalizzazione degli esiti finali dei controlli svolti.

Si è intervenuti anche su altri presidi di *review* interna, quale la figura del *Quality Review Partner* (QRP), prevedendo interventi per migliorare il livello di formalizzazione dell'attività di controllo sugli incarichi svolta da tale funzione, soprattutto con riferimento alle valutazioni del QRP sugli incarichi sottoposti a *review*.

Le verifiche della Consob hanno riguardato anche l'esame di un campione di incarichi di revisione svolti su bilanci di Eip, individuato utilizzando tecniche di selezione basate su parametri di rilevanza quali-quantitativa e di rischio.

Anche da tale esame - che come noto è volto a verificare la correttezza dell'attività di revisione e la conformità della stessa ai principi di revisione nelle sue fasi fondamentali, tenendo conto del complessivo assetto procedurale delle società e delle sue eventuali debolezze - sono emersi alcuni profili di intervento.

Una particolare tipologia di interventi si è sostanziata nella richiesta di predisporre specifiche linee guida per indirizzare i professionisti verso modalità omogenee di comportamento, su aree di particolare importanza, quali le modalità di comunicazione agli organi di *governance* delle carenze riscontrate in esito all'incarico di revisione e quelle di utilizzo, nel corso dei lavori, di personale facente parte della funzione di *internal audit* dell'entità sottoposta a revisione.

Le principali carenze applicative, rilevate con riferimento alle modalità di svolgimento degli incarichi di revisione selezionati, hanno riguardato numerose fasi del processo di revisione, quali la verifica delle parti correlate, il processo di valutazione dei rischi, le modalità di svolgimento e la documentazione delle verifiche effettuate sulle poste di bilancio selezionate.

Un ulteriore aspetto riscontrato riguarda la revisione del gruppo (il cosiddetto *group audit)*, nei casi in cui il responsabile dell'incarico di revisione del bilancio di società controllate sia diverso da quello del 'team centrale'. Rispetto a queste situazioni è stata sottolineata l'esigenza di assicurare un adeguato *reporting* che garantisca la presenza, nelle carte di lavoro del consolidato, di informazioni in merito agli aspetti rilevanti della pianificazione, dello svolgimento e delle conclusioni del lavoro svolto sulle controllate.

Per quanto riguarda, infine, gli accertamenti svolti dalla Consob sulle modalità di esecuzione di incarichi di revisione legale, nel corso del 2014 sono state trasmesse cinque lettere di contestazioni a due società di revisione, a seguito dell'accertamento di ipotesi di irregolarità nello svolgimento dei lavori di revisione relativi ai bilanci di tre emittenti quotati e ai bilanci di due compagnie di assicurazione. Sono stati altresì conclusi cinque procedimenti sanzionatori, di cui quattro avviati nel 2013 e uno nel 2014, nei confronti di quattro società di revisione, per i cui profili di irregolarità si richiama quanto indicato nel successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'.

PAGINA BIANCA

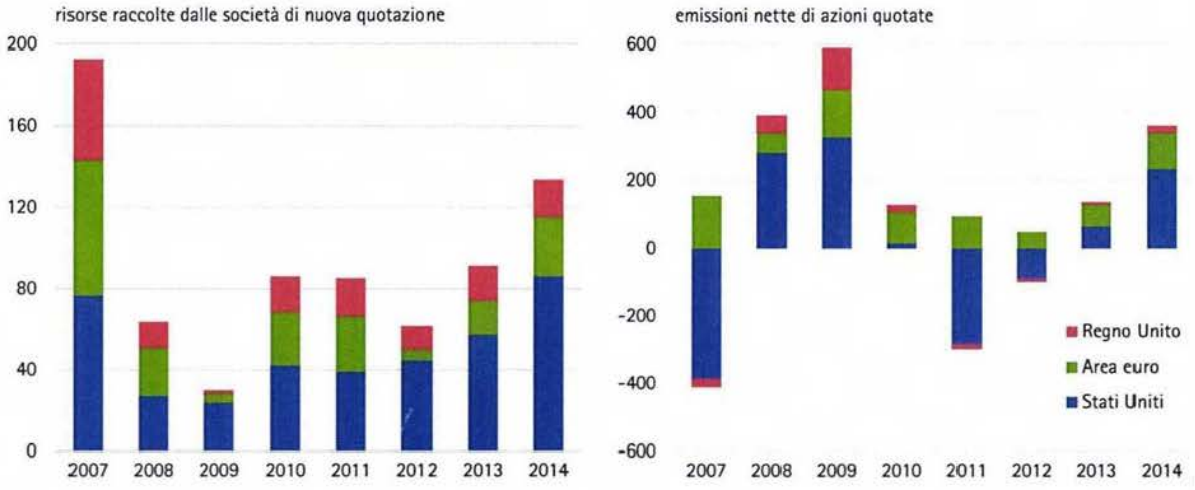
La vigilanza sull'informativa societaria III

1 La raccolta di capitale di rischio e le operazioni di finanza straordinaria

Nel 2014 le risorse raccolte con operazioni di quotazione nelle principali borse delle economie avanzate, pur rimanendo inferiori ai livelli del 2007, hanno superato i 130 miliardi di dollari, segnando un tasso di crescita sostanzialmente in linea con quello registrato l'anno precedente (rispettivamente, poco più del 46 per cento e 49 per cento circa). Risultano sensibilmente aumentate anche le emissioni nette di azioni quotate, che a fine 2014 si sono attestate attorno ai 360 miliardi di dollari (Fig. 84).

In particolare, rispetto al 2013 la raccolta di risorse da parte delle società di nuova quotazione ha sperimentato un significativo aumento sia nell'Area euro sia negli Stati Uniti (rispettivamente, +74 e +50 per cento circa), mentre è rimasta sostanzialmente stabile nel Regno Unito. Le emissioni nette di azioni quotate mostrano l'incremento maggiore negli Stati Uniti, che a fine 2014 hanno registrato un saldo di circa 233 miliardi di dollari, pari a 2,5 volte il dato riferibile al 2013.

Fig. 84 Risorse raccolte tramite Ipo ed emissioni azionarie nette nelle principali economie avanzate
(miliardi di dollari USA)

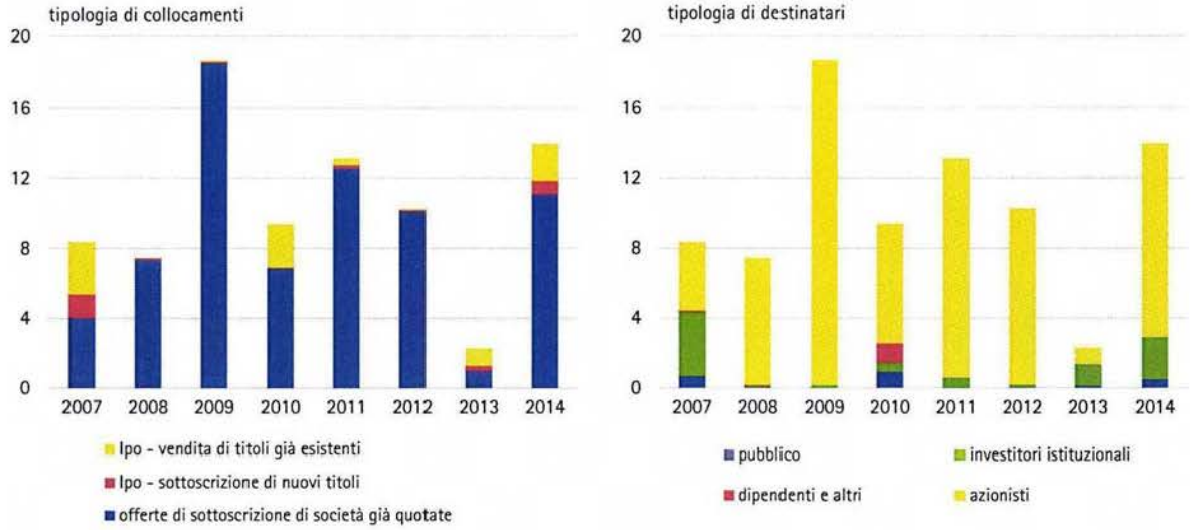


La raccolta sul mercato statunitense si riferisce ai collocamenti sul NYSE e sul NASDAQ. Elaborazioni su dati World Federation of Exchanges e London Stock Exchange (risorse raccolte); Fed, BCE e Bank of England (emissioni nette).

Nei mercati italiani la raccolta dei capitali di rischio ha esibito una dinamica coerente con quella internazionale, registrando collocamenti di azioni e obbligazioni convertibili pari a circa 14 miliardi di euro (circa 6 volte l'ammontare collocato l'anno precedente; Fig. 85). In particolare, hanno segnato un incremento significativo le risorse raccolte tramite offerte di sottoscrizione di società già quotate destinate agli azionisti (11 miliardi di euro), prevalentemente riferibili agli aumenti di capitale effettuati dalle banche italiane in vista dell'*Asset quality review* e dello stress test propedeutici all'avvio del *Single supervisory mechanism* (9,4 miliardi di euro; si veda il Capitolo IV, 'Le banche e le assicurazioni', parte B).

È altresì aumentato il controvalore complessivo delle offerte finalizzate alla quotazione, che si è portato a 2,9 miliardi di euro, più del doppio rispetto al 2013 (1,3 miliardi); quasi il 93 per cento del totale è costituito dalle offerte finalizzate all'ammissione sull'MTA (2,7 miliardi).

Fig. 85 Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili quotate sul mercato italiano
(emissioni di nuovi titoli e vendita di titoli già esistenti; miliardi di euro)



Fonte: Borsa Italiana.

In particolare, nel 2014, le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni nei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana sono state complessivamente 26 (16 nell'anno precedente). Di queste, cinque sono relative alla quotazione nel Mercato telematico azionario (MTA; per l'attività di vigilanza sull'approvazione dei relativi prospetti si rimanda al paragrafo successivo) e 21 all'ammissione alle negoziazioni nell'AIM Italia/MAC (Tav. 37).

La dimensione delle offerte e delle imprese è cresciuta rispetto all'anno precedente, sebbene non siano ancora stati eguagliati i livelli registrati nel 2007. In particolare la capitalizzazione complessiva delle società che si affacciano alla quotazione, calcolata al prezzo d'offerta, è stata pari a

6,9 miliardi di euro (3,4 nel 2013); l'87 per cento circa della quota *ante* offerta è riferibile alle imprese dell'MTA (6 miliardi di euro).

Anche il peso del controvalore dell'offerta sulla capitalizzazione post offerta è cresciuto rispetto agli anni precedenti, attestandosi attorno al 39 per cento circa, ossia al valore più alto dopo quello registrato nel 2007.

Tav. 37 Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane
(valori monetari in milioni di euro)

	numero società	capitalizzazione *ante* offerta[1]	controvalore offerta			*peso sulla capitalizzazione post offerta*[2]
			sottoscrizione	vendita	totale	
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	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	312	1.032	1.344	*35,9*
2014	26	6.865	765	2.175	2.940	*38,5*

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia/MAC dal 2012 e sui singoli MTF nei periodi precedenti all'accorpamento. Sono inclusi i dati relativi ai seguenti collocamenti all'estero contestuali all'Ipo in Italia: l'offerta di Enel Green Power in Spagna nel 2010 (71 milioni di euro circa) e quella di Moncler in Giappone nel 2013 (68 milioni di euro circa). [1] Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. [2] In rapporto alla capitalizzazione *post* quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte.

La struttura delle operazioni effettuate nel 2014 evidenzia una maggiore propensione, principalmente da parte delle società di minori dimensioni, alla realizzazione di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione al fine di costituire il flottante necessario all'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia/MAC (18 offerte, corrispondenti al 5,4 per cento delle risorse raccolte tramite Ipo).

Tre delle società di maggiori dimensioni, alle quali è riferibile quasi il 63 per cento sia della capitalizzazione *ante* offerta sia del controvalore dei collocamenti, hanno realizzato la quotazione sull'MTA attraverso la vendita di azioni (Opv). Nel dettaglio le Opv (escludendo le opzioni di *overallotment/greenshoe*) hanno riguardato circa 165 mila azioni Anima Holding (55 per cento del capitale sociale dell'emittente), poste in vendita dagli azionisti Bpm, Lauro, Bmps e PH2; circa 182 mila azioni ordinarie FinecoBank, (30 per cento del capitale), poste in vendita dall'azionista UniCredit Spa; 83 mila azioni ordinarie RaiWay, (30,51 per cento del capitale sociale dell'emittente), poste in vendita dall'azionista Rai Spa.

Le rimanenti cinque società, alle quali è riferibile il 31,7 per cento dell'ammontare totale delle Ipo, hanno scelto di collocare i propri titoli tramite offerta di vendita e sottoscrizione (Opvs). Le due operazioni più consistenti, finalizzate all'ammissione sull'MTA, hanno riguardato l'offerta di 84 mila azioni Cerved, in parte rivenienti dall'aumento di capitale e in parte poste in vendita dall'azionista Chopin Holding Sarl, e l'offerta di circa 704 mila azioni Fincantieri, in

parte rivenienti dall'aumento di capitale e in parte poste in vendita dall'azionista Fintecna Spa.

Nel 2014 è aumentata la partecipazione degli investitori *retail* alle offerte finalizzate alla quotazione, come si evince dall'aumento della quota riservata al pubblico indistinto (17 per cento circa a fronte di poco più del 7 per cento nel 2013). Resta preponderante, tuttavia, il ruolo degli investitori istituzionali, sebbene la quota loro assegnata si sia ridotta di circa 10 punti percentuali (passando dal 93 per cento circa nel 2013 all'83 per cento nel 2014; Tav. 38).

Le aspettative positive circa la crescita di interesse degli investitori verso le società domestiche non trovano conferma nell'andamento del rapporto tra domanda e offerta, in netto calo rispetto al biennio precedente. Tale rapporto permane, tuttavia, su livelli nettamente superiori a quelli registrati nel periodo 2008-2011, in particolare per quanto riguarda i collocamenti destinati al pubblico indistinto.

Tav. 38 Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte

	quota assegnata[1]			*rapporto domanda/offerta*[2]	
	pubblico	investitori istituzionali	altri soggetti[3]	*offerta pubblica*	*offerta istituzionale*
2007	16,6	24,4	57,7	*2,8*	*4,0*
2008	10,4	46,0	28,0	*1,0*	*1,1*
2009	6,9	88,4	4,7	*1,0*	*4,0*
2010	75,6	24,4	--	*1,0*	*1,4*
2011	6,8	92,9	0,3	*1,0*	*1,9*
2012	10,0	90,0	--	*6,2*	*16,5*
2013	7,2	92,8	....	*11,0*	*21,3*
2014	17,3	82,7	--	*3,9*	*3,2*

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia/MAC dal 2012 e sui singoli MTF nei periodi precedenti all'accorpamento. I dati relativi al collocamento di Enel Green Power in Spagna nel 2010 (71 milioni di euro circa) sono inclusi nell'ambito della quota pubblica. I dati relativi al collocamento di Moncler in Giappone nel 2013 (68 milioni di euro circa) sono inclusi nell'ambito della quota istituzionale. [1] Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. [2] Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica sia quelli della parte istituzionale. [3] Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione.

Lo sviluppo dei mercati azionari italiani, e in particolare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali di rischio, è un tema al quale la Consob ha continuato a riservare attenzione anche nel corso del 2014, nell'ambito del progetto denominato 'PiùBorsa'. Il progetto, avviato sulla base del *memorandum* di intesa siglato tra i partecipanti del Gruppo di Lavoro 'Ammissione alla quotazione delle Pmi: interventi di incentivazione, ruolo dei mercati e degli operatori', è volto a stimolare sia l'interesse delle imprese alla raccolta di capitale di rischio sia la domanda di titoli azionari da parte degli investitori (Riquadro 8).

Riquadro 7

Gli sviluppi del progetto 'PiùBorsa' nel corso del 2014

Nel corso del 2014 la Consob, nell'ambito del progetto 'PiùBorsa', ha elaborato proposte di semplificazione della disciplina su informazione societaria, *corporate governance* e contendibilità degli assetti proprietari. Alcune di queste proposte sono successivamente confluite (con gli opportuni adattamenti) nel d.l. 91/2014, convertito con modificazioni nella legge 116/2014 (cosiddetto 'decreto competitività').

Il decreto ha abrogato il divieto di emissione di azioni con diritto di voto plurimo, in precedenza disciplinato dall'articolo 2351, comma 4, c.c. e ha introdotto l'art. 127-*quinquies* del Tuf, che consente di attribuire un diritto di voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, alle azioni appartenute a uno stesso azionista per almeno 24 mesi. È stato inoltre ridotto l'ammontare minimo del capitale sociale necessario per costituire una Spa ed è stata resa pienamente operativa la facoltà per le società chiuse di utilizzare gli IAS/IFRS ai fini della redazione del bilancio di esercizio. L'emissione di azioni a voto plurimo, ove accompagnata da adeguati presidi a tutela dei soci di minoranza, può favorire la quotazione in borsa e l'effettuazione di operazioni di ricapitalizzazione efficienti. La riduzione dell'ammontare minimo del capitale sociale delle Spa consente di allineare tale valore a quanto previsto dagli ordinamenti dei principali Stati membri dell'UE. L'adozione dei principi contabili internazionali, che devono obbligatoriamente essere utilizzati per la redazione del bilancio delle società quotate, consente invece di avvicinare la struttura organizzativo/contabile delle società chiuse a quella delle quotate, rendendo più agevole la possibile quotazione o comunque l'accesso al mercato dei capitali.

Nell'ambito del progetto 'PiùBorsa', inoltre, sono state approfondite possibili misure di incentivazione fiscale dirette ad agevolare il processo di quotazione. In linea con tali approfondimenti, il Decreto Competitività ha rafforzato il meccanismo dell'ACE (Aiuto alla crescita economica), prevedendo che l'incremento patrimoniale rilevante su cui si applica il coefficiente di detassazione sarà incrementato del 40 per cento per il periodo di imposta in cui avviene l'ammissione a quotazione e per i due esercizi successivi. La struttura dell'intervento ha anche l'effetto di privilegiare operazioni di Ipo che comportino un ampliamento dei mezzi propri dell'impresa, anziché risolversi in una mera vendita sul mercato delle azioni.

I partecipanti al progetto 'PiùBorsa' hanno altresì elaborato possibili interventi dal lato della domanda, individuando strumenti di incentivazione a favore degli investitori in società quotate (quali detassazione integrale dei *capital gains* e dividendi per gli investitori istituzionali nella fase *post* quotazione).

Sono in corso di elaborazione ulteriori misure di intervento normativo miranti a ridurre i costi indiretti di quotazione - connessi con il mantenimento dello status di società quotata - attinenti in particolare alla *corporate governance* delle società quotate e, più specificamente, al sistema dei controlli interni.

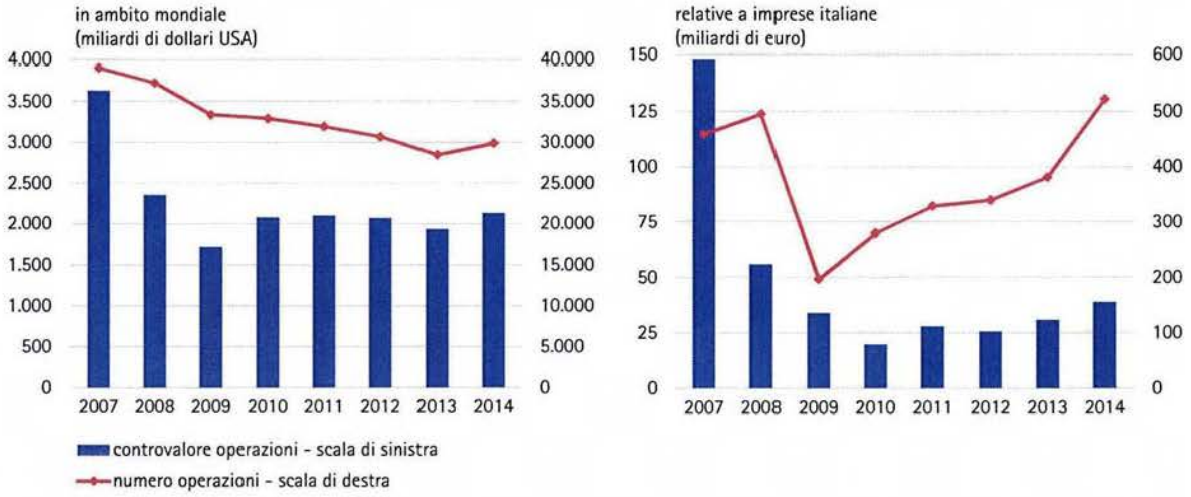
È allo studio, inoltre, l'attivazione di un fondo di fondi dedicato alle Pmi, in grado di valorizzare il ruolo degli investitori istituzionali sia nella fase di apertura al mercato da parte delle imprese sia dopo la quotazione, sul mercato secondario.

In collaborazione con la società di gestione del mercato e con le principali associazioni di categoria partecipanti al Progetto, infine, la Consob ha avviato iniziative volte a favorire la diffusione di *best practices* in materia di offerta e/o di ammissione alla quotazione, nonché di servizi di consulenza e assistenza specifici, promossi dai principali operatori del mercato, tesi a ridurre i costi connessi con il processo di *listing*.

Nel 2014 il mercato delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A) a livello mondiale ha mostrato segnali di ripresa, dopo il calo delle operazioni e del relativo controvalore sperimentati, sia pure a fasi alterne, a partire dal 2007. In particolare il numero delle operazioni è risultato pari a quasi 30 mila (+5 per cento circa rispetto al 2013), mentre il controvalore è apparso significativamente in crescita, registrando il valore più alto dal 2008 (oltre 2 mila miliardi di dollari, corrispondenti a un incremento dell'11 per cento circa rispetto all'anno precedente; Fig. 86).

Il mercato italiano conferma l'andamento positivo delle operazioni di M&A, registrando una crescita delle fusioni e acquisizioni che hanno coinvolto imprese domestiche pari al 37 per cento (da 381 nel 2013 a 522), il dato più alto dell'ultimo decennio. Anche il controvalore delle transazioni appare sensibilmente aumentato, essendo passato da 31 a 39 miliardi di euro circa (+25,9 per cento), sebbene permanga su livelli nettamente inferiori a quelli del 2007.

Fig. 86 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 di strumenti azionari

Nel 2014 la Commissione ha approvato 32 prospetti relativi ad ammissione a quotazione e aumenti di capitale, due giudizi di equivalenza e 17 offerte di titoli non quotati di emittenti italiani (Tav. 39).

In particolare, 15 società hanno richiesto l'approvazione del prospetto di offerta e ammissione alla quotazione ai fini della relativa pubblicazione. Di queste sono state ammesse a quotazione Anima Holding, Cerved, FinecoBank, Fincantieri e RaiWay.

In cinque casi il procedimento di approvazione si è estinto su richiesta dell'emittente, che si è riservato comunque di continuare a monitorare la situazione dei mercati finanziari al fine di promuovere l'offerta successivamente nel corso del 2015. Un'operazione di Ipo è stata strutturata prevedendo unicamente l'offerta nei confronti di investitori istituzionali: l'emittente ha pertanto richiesto l'approvazione di un prospetto di mera quotazione nell'ambito del quale sono state comunque descritte le caratteristiche dell'offerta e delle relative condizioni economiche. Nei restanti nove casi, ad esito delle istruttorie svolte, la Consob ha autorizzato i relativi prospetti di offerta e ammissione a quotazione. Quattro emittenti, tuttavia, hanno deciso di ritirare l'offerta iniziale a causa della volatilità dei mercati e dell'insufficiente domanda da parte degli investitori, mentre cinque operazioni sono andate a buon fine.

Tav. 39 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari
(numero prospetti informativi)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ammissione a quotazione di titoli azionari[1]	6	7	7	2	5	15
di cui tramite offerta	*1*	*2*	*5*	*2*	*3*	*11*
giudizi di equivalenza	2	4	6	7	6	2
aumenti di capitale in opzione ai soci[2]	23	16	23	7	11	17
altre offerte[3]	--	--	--	1	1	--
offerte di titoli non quotati di emittenti italiani[4]	28	29	31	24	10	17
totale	*59*	*56*	*67*	*41*	*33*	*51*

Fonte: Consob. [1] I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nullaosta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. [2] Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrant* e obbligazioni convertibili). [3] 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. [4] 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.

La Commissione ha svolto le valutazioni di propria competenza in relazione ai provvedimenti di revoca dalla quotazione adottati da Borsa Italiana e riguardanti, tra le altre, quattro società già sospese dalle negoziazioni a tempo indeterminato in quanto sottoposte a procedure concorsuali (CdC Point in liquidazione, Aicon in fallimento, Antichi Pellettieri in liquidazione e Montefibre in liquidazione).

Ai fini delle proprie valutazioni la Consob ha tenuto conto di eventuali elementi informativi diversi da quelli considerati dalla società di gestione dei mercati nonché delle finalità di tutela degli investitori, di trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni, riscontrando in tutti i casi l'assenza dei presupposti per l'esercizio del potere di vietare l'esecuzione della decisione di revoca dalle negoziazioni, ai sensi dell'art. 64, comma 1-*bis*, lett. a), del Tuf.

Nel 2014, due 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 che la Consob ha giudicato equivalenti al prospetto informativo

dalla Consob. Il primo è stato emesso in relazione alla fusione transfrontaliera per incorporazione di Fiat Spa in Fiat Investment Nv, società che dal momento dell'efficacia della fusione ha assunto la denominazione di Fiat Chrysler Automobiles Nv (FCA); il secondo si riferiva, invece, alla fusione per incorporazione di Raggio di Luna Spa in Bastogi Spa.

In particolare, la Commissione ha giudicato equivalente al prospetto il documento informativo riguardante la fusione transfrontaliera fra Fiat Spa e la società interamente controllata Fiat Investment Nv, operazione di riorganizzazione societaria del Gruppo Fiat che ha condotto, all'esito del processo, alla costituzione di una società con sede legale nei Paesi Bassi e sede operativa nel Regno Unito, Fiat Chrysler Automobiles Nv (FCA), con azioni quotate in Italia, sul segmento MTA, e sul New York Stock Exchange, negli Stati Uniti. A Fiat Chrysler Automobiles sono state ricondotte tutte le attività operative facenti parte del Gruppo Fiat.

La fusione, parimenti all'operazione similare di integrazione avvenuta nel 2013 che ha portato alla nascita di CNH Industrial Nv, ha coinvolto una società di diritto italiano e una società di diritto olandese (FCA); in ragione delle nuove azioni, emesse al servizio della fusione e ammesse alle negoziazioni sul MTA, l'operazione ha richiesto l'attivazione di un processo di collaborazione con l'Autoriteit Financiële Markten (AFM), Autorità di vigilanza del mercato finanziario olandese.

Il documento informativo, integrato secondo le richieste della Consob, ha posto in rilievo i profili di rischio connessi all'operazione di riorganizzazione societaria, soprattutto alla circostanza che gli ex azionisti di Fiat 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 Fiat Chrysler e quelli spettanti alle azioni Fiat. Una dettagliata rappresentazione, infine, è stata dedicata al meccanismo di voto basato sulle Azioni a Voto Speciale e del ruolo dell'azionista di controllo Exor. Hanno, inoltre, trovato ampia evidenziazione i profili di rischio legati all'attuazione del nuovo piano industriale per il Gruppo FCA per il periodo 2014-2018, con particolare attenzione al disallineamento tra i tassi di crescita dei volumi del Gruppo Fiat, nelle diverse aree geografiche in cui il Gruppo opera, attesi nell'arco di piano e quelli corrispondenti riferiti all'intero settore automobilistico mondiale.

Nel corso dell'anno, la Commissione ha approvato 17 prospetti informativi relativi ad aumenti di capitale. Le operazioni di ricapitalizzazione più rilevanti sono state quelle degli emittenti bancari quotati, soprattutto in conseguenza dell'entrata in vigore del nuovo sistema di vigilanza bancario europeo e delle verifiche propedeutiche allo stesso. In particolare hanno proceduto ad aumentare il proprio capitale sette banche quotate.

Si tratta di Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Sondrio, Credito Valtellinese e Banca Carige.

Sono proseguite, poi, le operazioni di ricapitalizzazione di emittenti quotati in situazione di tensione finanziaria nell'ambito di più complessi

progetti di risanamento aziendale (quali, ad esempio, la manovra concordataria di Seat Pagine Gialle) nonché delle operazioni di rafforzamento patrimoniale finalizzate al perseguimento di nuovi progetti di investimento industriale (Isagro, Trevi Finanziaria, Cattolica Assicurazioni) o di progetti di semplificazione della struttura societaria (Italcementi) o finanziaria dell'emittente in questione (Beni Stabili).

Nell'ambito delle ricapitalizzazioni degli emittenti bancari è emblematico, per la complessità dell'operazione e dei profili di rischio rappresentati nel prospetto informativo, l'aumento di capitale deliberato da Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) il 21 maggio 2014, di ammontare pari a 5 miliardi di euro.

L'aumento di capitale, secondo quanto emerge dal prospetto informativo, risultava finalizzato a rimborsare i nuovi strumenti finanziari sottoscritti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e a creare le condizioni patrimoniali tali da consentire a MPS di assorbire gli eventuali impatti negativi del *comprehensive assessment* (CA) condotto dalla BCE.

Il prospetto approvato dalla Commissione ad esito del processo istruttorio ha evidenziato diversi profili di rischio relativi, rispettivamente, agli esiti del CA e agli effetti degli utilizzi del buffer di capitale aggiuntivo nel caso di impatti negativi del CA nonché alla mancata realizzazione del piano di ristrutturazione, approvato dalla Commissione europea, e del corrispondente piano industriale per il periodo 2013-2017. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, è stata riportata l'illustrazione delle risultanze dell'analisi di sensitività, finalizzata a dar conto degli impatti sugli obiettivi del piano, di taluni eventi occorsi successivamente alla sua approvazione (per ulteriori dettagli in merito alla vigilanza sugli emittenti bancari si veda il paragrafo successivo).

La Commissione ha approvato anche 12 prospetti di offerta corrispondenti ad aumenti di capitale da parte di banche non quotate. A fronte del deterioramento degli attivi, conseguente alle maggiori difficoltà della clientela di onorare gli impegni assunti, molti istituti di credito hanno provveduto a effettuare rilevanti svalutazioni dei crediti deteriorati e a costituire maggiori accantonamenti per far fronte alle perdite potenziali.

Sono stati inoltre approvati prospetti di offerta relativamente a operazioni poste in essere da talune società industriali non quotate: Funivie Folgarida Marilleva, Fondi Rustici e Meridiana.

Nel 2014 sono stati autorizzati quattro prospetti informativi finalizzati all'offerta pubblica di sottoscrizione di azioni di costituende banche. La peculiarità del tessuto industriale italiano, composto prevalentemente da piccole e medie imprese, continua a mantenere viva l'aspirazione delle realtà locali a fare leva sulla costituzione di banche di credito cooperativo o di banche popolari dedicate allo sviluppo del territorio di riferimento. Come di consueto, l'attività di vigilanza della Consob ha tenuto conto dell'elevato rischio connesso a tali iniziative. Nell'ambito di tali operazioni, infatti, i risparmiatori sono chiamati a investire in realtà non

ancora costituite e soggette a un iter di formazione 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 di autonomia decisionale delle sedi secondarie dei comitati promotori in cui era possibile aderire all'offerta pubblica. Oggetto di attenzione è stata altresì la verifica della trasparenza e della 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 codice civile, per lo sviluppo dell'iniziativa.

3 La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti *non equity*

Con riferimento alle offerte al pubblico e/o alle ammissioni alle negoziazioni di strumenti finanziari comunitari *non equity*, nel corso del 2014 la Commissione ha rilasciato il provvedimento di approvazione di oltre 900 prospetti informativi, di cui 313 riconducibili a prestiti obbligazionari (cinque di società non finanziarie e 308 di emittenti bancari sia italiani sia esteri), 58 a *covered warrant* e *certificates* e 537 a Oicr (Tav. 40).

Tav. 40 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti *non equity*
(numero prospetti informativi)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014
prestiti obbligazionari		748	655	777	535	517	313
di cui:	*prospetti base*	*472*	*405*	*416*	*286*	*196*	*148*
	prospetti informativi	*36*	*24*	*14*	*7*	*3*	*8*
	documenti di registrazione e supplementi	*240*	*226*	*347*	*242*	*327*	*157*
covered warrant[1] e *certificates*		102	27	66	52	104	58
ammissione a quotazione di *warrant*		10	--	--	--	--	1
Oicr[2]		337	380	330	415	478	537
	totale	*1.197*	*1.062*	*1.173*	*1.002*	*1.009*	*909*

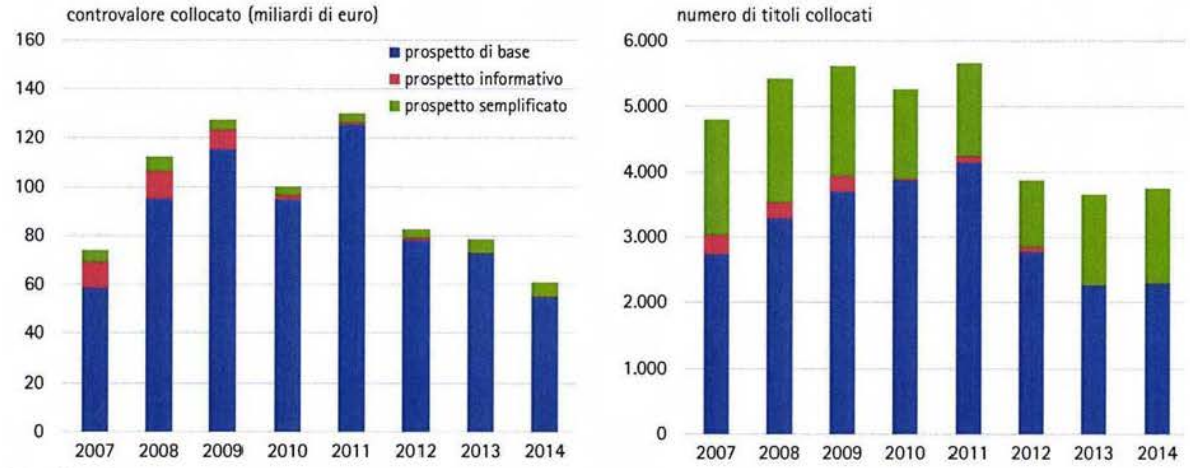
Fonte: Consob. [1] Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più 'serie' di *covered warrant*. Il totale include 34 prospetti di base, 5 documenti di registrazione e 65 supplementi. [2] Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di 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.

Il dato conferma la dinamica decrescente del numero dei prospetti base approvati già riscontrata a partire dal 2012. Le modifiche regolamentari intervenute in quell'anno, infatti, avevano innalzato la soglia rilevante per l'adozione del regime semplificato di cui all'art. 34-*ter*, comma 4 del Regolamento Emittenti.

I volumi collocati relativi alle offerte concluse nel corso del 2014 mostrano una sostanziale riduzione rispetto all'anno precedente (circa 60,9 miliardi di euro contro 78,5 miliardi nel 2013), a fronte di una lieve crescita nel numero di titoli offerti (3.750 a fronte di circa 3.700 nel 2013; Fig. 87).

In particolare gli emittenti hanno segnalato circa 2.290 emissioni effettuate a valere su prospetti approvati da Consob (poco meno di 2.300 nel 2013) e circa 1.460 emissioni tramite prospetti semplificati (circa 1.400 nel 2013).

Fig. 87 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrant* di banche italiane per tipologia di documento

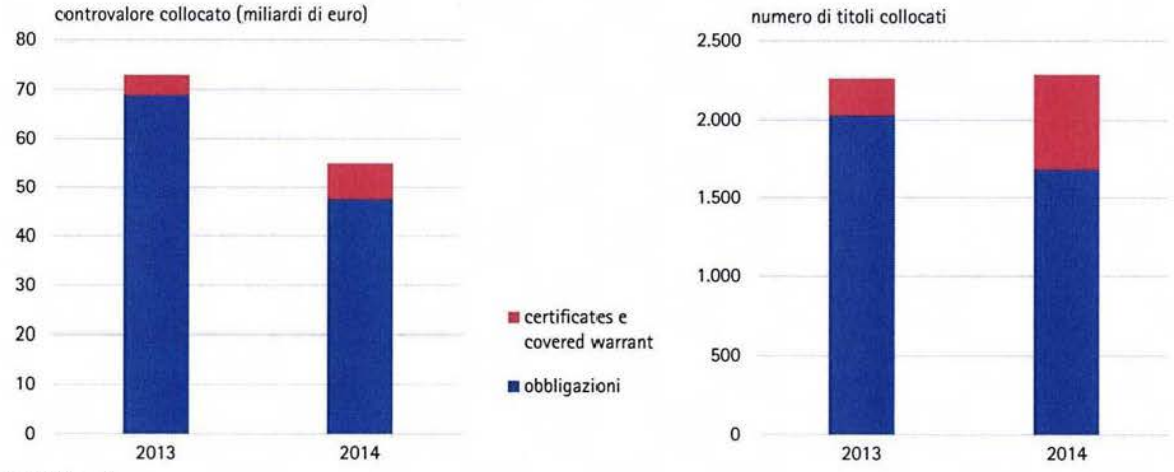


Fonte: Consob.

Con particolare riferimento alla tipologia di strumento, nel 2014 le emissioni di *certificates* e *covered warrants* hanno sperimentato un significativo incremento rispetto all'anno precedente.

In particolare, le offerte realizzate a valere su prospetti approvati da Consob nel corso del 2014 risultano pari a circa 7,6 miliardi di euro (4,2 miliardi nel 2013), per un numero di titoli offerti superiore alle 600 unità (237 nel 2013; Fig. 88).

Fig. 88 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrant* di banche italiane per tipologia di strumento



Fonte: Consob.

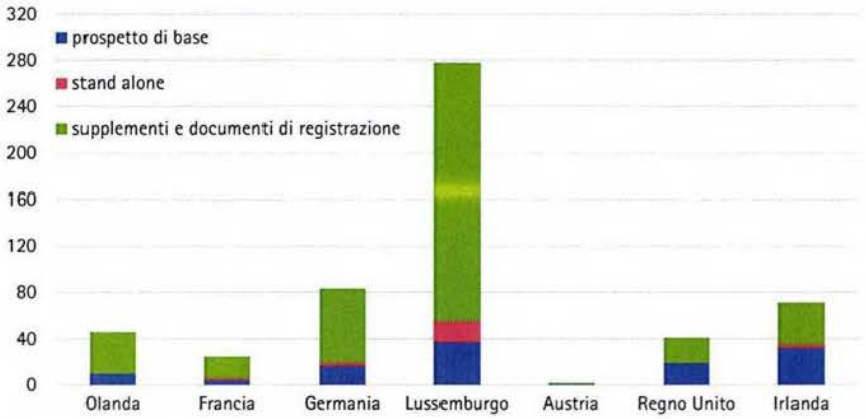
Con riferimento agli strumenti finanziari comunitari *non equity* di società finanziarie, nel corso dell'anno la Consob ha verificato la completezza documentale e la regolarità del certificato di approvazione di 546 documenti (727 nel 2013) approvati da autorità dell'Unione Europea e da queste notificati alla Consob, ai sensi della Dir. 71/2003/CE (872 nel 2012). Tali documenti sono riconducibili alle seguenti tipologie: 119 prospetti di base (22 per cento del totale), 26 prospetti (5 per cento) e 401 supplementi (73 per cento; Fig. 89).

Nel corso del 2014 sono stati inoltre offerti al pubblico in Italia e/o ammessi a negoziazione presso mercati regolamentati italiani 869 valori mobiliari di società finanziarie riferiti a *final terms* trasmessi alla Consob e relativi a prospetti di base previamente passaportati (1.280 nel 2013).

Nel corso dell'anno la Commissione ha infine autorizzato quattro soggetti (dieci nel 2013) a procedere, nei limiti di quanto previamente comunicato, con cinque emissioni (14 nel 2013) di Titoli di Risparmio per l'Economia Meridionale.

Nonostante il d.l. 66/2014, pubblicato nel corso dell'anno, abbia mantenuto inalterato il trattamento fiscale agevolato applicabile ai Titoli di Risparmio per l'Economia Meridionale, lasciando invariata la vigente aliquota agevolata del 5 per cento, il controvalore collocato è risultato pari a 46,7 milioni di euro, in netto calo rispetto ai 186,6 milioni collocati nel 2013.

Fig. 89 Offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari *non equity* - documenti 'passaportati'



Fonte: Consob.

La vigilanza sull'informativa resa nel prospetto in occasione dell'offerta al pubblico e/o dell'ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati di strumenti *non-equity* emessi da banche, e connotati da profili di particolare complessità, è stata ulteriormente potenziata nel corso del 2014 anche nella prospettiva di rendere sinergica la vigilanza sull'informativa con quella effettuata in ordine alla prestazione dei servizi di investimento e al rispetto delle regole di condotta.

In quest'ottica, sono stati convocati i principali emittenti e offerenti al fine di acquisire informazioni e richiedere chiarimenti su una serie di aspetti connessi all'informativa fornita agli investitori nella documentazione d'offerta, con particolare riferimento alle caratteristiche dei prodotti (opzionalità specifiche, costi e modalità di offerta).

Peraltro, nel corso dell'anno, alla luce del nuovo quadro normativo dettato in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e in materia di risoluzione delle crisi bancarie, molti istituti di credito hanno provveduto ad aggiornare la documentazione d'offerta in modo da dare adeguata evidenza dei rischi associati ai prodotti emessi da soggetti rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva 2014/59/UE.

Nel dettaglio, l'ampliamento della documentazione d'offerta di questi titoli è teso a dare corretta evidenza del fatto che, in ragione dell'applicazione del regime di '*bail-in*' previsto dalla citata Direttiva, le passività di un ente soggetto a risoluzione (ivi incluse, ad esempio, le obbligazioni bancarie non garantite, sia senior sia subordinate) potranno essere svalutate, con possibilità di azzeramento del valore nominale, nonché convertite in titoli di capitale da parte delle autorità di risoluzione designate.

È stata rafforzata, infine, la vigilanza sull'attività pubblicitaria relativa alle operazioni di offerta/ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati dei prodotti, a valere su prospetti domestici e passaportati in Italia nell'ambito del regime di validità transfrontaliera dei prospetti.

In particolare sono stati adottati interventi su messaggi pubblicitari diffusi ai fini dell'offerta/ammissione a quotazione di obbligazioni e strumenti derivati cartolarizzati. Detti interventi hanno riguardato, prevalentemente, operazioni relative a prodotti connotati da profili di complessità, talora emessi in valute estere, nonché oggetto di diretto classamento sui mercati regolamentati. Sono stati convocati, inoltre, alcuni tra i maggiori emittenti e offerenti al fine di richiamare detti soggetti all'osservanza delle raccomandazioni formulate dalla comunicazione Consob 11021864 del 24 marzo 2011 in materia di messaggi pubblicitari.

In particolare, le incongruenze riscontrate nei messaggi pubblicitari oggetto di intervento hanno prevalentemente riguardato: i) l'eccessiva enfasi, anche grafica, posta sul tasso cedolare lordo corrisposto, senza adeguata rappresentazione, talora, della circostanza che il rendimento effettivo dello strumento dipende anche dal prezzo di negoziazione dello stesso (sia in acquisto sia in vendita) sul mercato secondario (in ipotesi di diretto classamento sui mercati regolamentati), nonché della sussistenza di un rischio di cambio per le emissioni in valuta estera; ii) in relazione a prodotti a capitale non protetto e con profili di complessità, la carente rappresentazione della complessità e del rischio sotteso alla possibile perdita del capitale investito, spesso ridimensionato rispetto ai vantaggi pubblicizzati ovvero riportato con modalità grafiche difformi da quelle utilizzate per questi ultimi; iii) in ordine a strumenti finanziari derivati cartolarizzati a capitale non protetto correlati a eventi di credito relativi a panieri di società prescelte dall'emittente (cosiddetti '*credit linked*'),

la carente rappresentazione della rischiosità derivante dall'esposizione agli eventi di credito che possono verificarsi per i soggetti del paniere; iv) la mancata evidenziazione della sussistenza del rischio connesso al cosiddetto '*compouding effect*' in ordine a strumenti finanziari derivati cartolarizzati a leva (cosiddetti '*leverage*').

Gli interventi di vigilanza effettuati hanno comportato un tempestivo allineamento, da parte degli operatori, alle indicazioni fornite. In alcune occasioni gli emittenti, oltre ad avere provveduto a sanare le incongruenze rilevate, si sono impegnati ad adottare più articolate procedure di *compliance* interna, al fine di presidiare le modalità di redazione dei messaggi pubblicitari.

Con riguardo all'attività di vigilanza di trasparenza svolta sui prodotti finanziario-assicurativi, nel corso del 2014 sono stati depositati presso la Consob 485 prospetti (410 nel 2013), relativi a prodotti finanziari di tipo *unit-linked* (41 primi depositi e 329 aggiornamenti), *index-linked* (due primi depositi), capitalizzazione (28 primi depositi e 85 aggiornamenti; Tav. 41). L'attività di monitoraggio ha evidenziato 203 prospetti con potenziali criticità informative.

Tav. 41 Interventi di *enforcement* sui prodotti assicurativi svolti nel 2014

tipologia di contratto	prospetti depositati	prospetti oggetto di monitoraggio	interventi di vigilanza distinti per area			
			struttura finanziaria e rischio	scenari di rendimento	altro	*totale*
unit linked	370	201	146	46	106	*298*
index linked	2	0	85	--	2	*87*
capitalizzazione	113	2	--	--	--	--
totale	*485*	*203*	*231*	*46*	*108*	*385*

Fonte: Consob.

Le criticità sono sostanzialmente riconducibili alla corretta rappresentazione dell'informativa resa in merito alla struttura finanziaria e al profilo di rischio della proposta d'investimento, in relazione al grado di rischio e all'orizzonte temporale a essa connessi nonché ai rendimenti potenziali offerti dall'investimento.

Nei casi in cui è risultato necessario, le imprese di assicurazione hanno effettuato l'aggiornamento tempestivo dell'informativa agli investitori al fine di ripristinare la completezza e la coerenza tra i dati relativi alle dimensioni di rischiosità di cui ai tre pilastri informativi dell'approccio *risk-based*, dandone opportuna evidenza agli investitori, nei casi più rilevanti attraverso appositi avvertimenti sui siti internet.

Complessivamente durante l'anno le imprese di assicurazione hanno anche depositato presso la Consob 883 schede di 'informazioni specifiche', ossia proposte commerciali rappresentative di esempi d'investimento concreti, qualificati dalle informazioni chiave che concorrono a determinarne il profilo di rischio-rendimento.

Tale impostazione, in vigore dal luglio 2009, ha permesso alle imprese offerenti di descrivere in modo esaustivo anche le proposte in cui ai prodotti

finanziario-assicurativi sono associati taluni servizi/prodotti che comportano una modifica sostanziale del profilo di rischio-rendimento dell'investimento.

È proseguito, inoltre, il fenomeno di ristrutturazione delle cosiddette gamme di prodotti (ossia prospetti caratterizzati da un rilevante numero di proposte di investimento) con particolare riguardo alle proposte che prevedono particolari opzionalità o servizi di gestione con *switch* automatici nel tempo tra differenti tipologie di strumenti finanziari.

4 Le offerte al pubblico di acquisto e scambio

Nel corso del 2014 la Commissione ha consentito la pubblicazione di dieci documenti di offerta (otto nel 2013) relativi a sei offerte pubbliche di acquisto volontarie e a quattro offerte obbligatorie. Tutte le offerte svolte hanno avuto ad oggetto strumenti finanziari quotati, ossia in sette casi azioni negoziate nei mercati regolamentati, nei restanti tre casi, quote di fondi comuni di investimento mobiliare di tipo chiuso quotati sul segmento Fondi Chiusi del 'Mercato telematico degli *investment vehicles*' organizzato e gestito da Borsa Italiana Spa (Tav. 42).

Tav. 42 Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio per i quali è stata autorizzata la pubblicazione del documento d'offerta nel 2014

	su strumenti quotati	su strumenti non quotati	totale
volontarie totalitarie[1]	4	--	4
volontarie parziali[2]	2	--	2
successive/obbligatorie	4	--	4
su azioni proprie	--	--	--
totale	*10*	--	*10*
obbligo/diritto di acquisto[3]	*3[4]*		

Fonte: Consob. [1] In due casi le offerte hanno avuto ad oggetto quote di fondi comuni di investimento immobiliare di tipo chiuso quotati sul Miv. [2] In entrambi i casi le offerte hanno avuto ad oggetto quote di fondi comuni di investimento immobiliare di tipo chiuso quotati sul Miv; si segnala che in un caso l'offerta non è andata a buon fine. [3] Nei casi di obbligo/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. [4] A seguito delle offerte, rispettivamente obbligatoria e volontaria totalitaria, promosse su Indesit e Cobra è stato esercitato l'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del Tuf contestualmente il diritto di acquisto ai sensi dell'art. 111, comma 1, del medesimo decreto (cosiddetta 'procedura congiunta'). A seguito dell'offerta promossa su azioni Poltrona Frau, l'offerente ha inizialmente adempiuto all'obbligo di acquisto *ex* art. 108, comma 2, del Tuf, e, avendo raggiunto una partecipazione nel capitale dell'emittente superiore al 95 per cento, ha dato quindi luogo alla 'procedura congiunta'. In nessuno di tali casi il corrispettivo è stato determinato da Consob non essendosi verificati i relativi presupposti di legge.

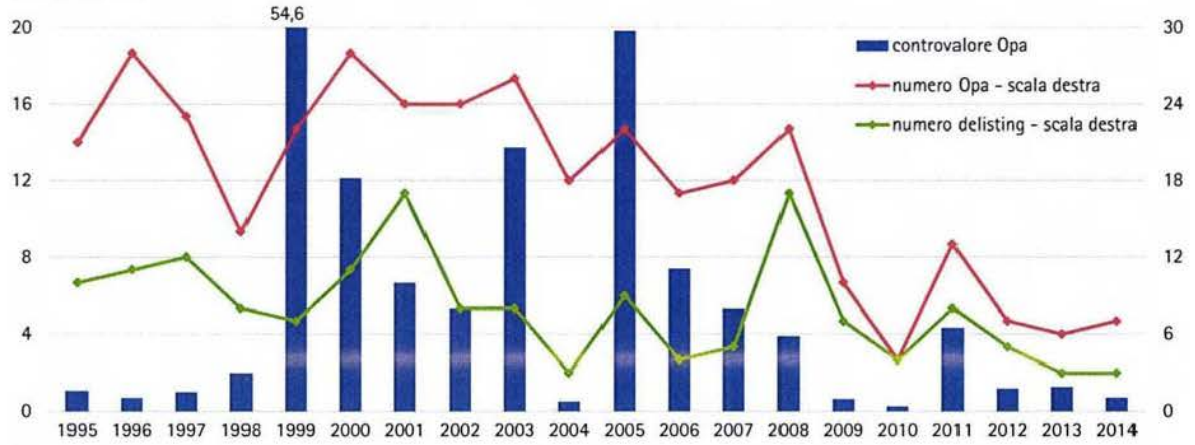
Nell'ambito delle offerte di acquisto volontarie, quattro offerte sono state di tipo totalitario e due di tipo parziale. Le offerte totalitarie hanno avuto ad oggetto azioni ordinarie, emesse rispettivamente da Acque Potabili, Società Aeroporto Toscano e Cobra Automotive Technologies, e in un caso quote del fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso quotato denominato 'Atlantic 1' gestito da IDeA FIMIT Sgr. Per quanto riguarda le offerte volontarie parziali, entrambe hanno

avuto ad oggetto quote di fondi comuni di investimento immobiliare di tipo chiuso (Unicredito Immobiliare Uno gestito da Torre Sgr e Fondo Europa Immobiliare 1 gestito da Vegagest Sgr). Peraltro, l'offerta relativa alle quote del Fondo Europa Immobiliare 1 non è andata a buon fine, non essendo stata soddisfatta la condizione sospensiva che subordinava l'efficacia dell'offerta alla circostanza che venisse conferito in adesione un quantitativo di titoli non inferiore al 30 per cento delle quote emesse dal fondo.

Relativamente alle quattro offerte obbligatorie (promosse su azioni Poltrona Frau, Aeroporto di Firenze, Bonifiche Ferraresi e Indesit), esse sono state promosse a seguito dell'acquisizione da parte degli offerenti (in esito al perfezionamento di accordi di compravendita) di quote del capitale delle società target superiori alla soglia del 30 per cento rilevante, *ex* art. 106, comma 1, del Tuf, ai fini del sorgere dell'obbligo di offerta.

Il numero di offerte aventi ad oggetto azioni emesse da società quotate è rimasto sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente (sette nel 2014 e sei nel 2013), a fronte di una flessione del valore complessivo di circa il 56 per cento (0,7 contro 1,3 miliardi di euro; Fig. 90).

Fig. 90 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.

In quattro casi (Indesit, Cobra, Poltrona Frau e Acque Potabili) l'obiettivo dell'operazione è stato il *delisting*. Pertanto, ad esito dell'operazione è stato adottato da parte di Borsa Italiana il relativo provvedimento di revoca dalla quotazione.

Tra le offerte effettuate nel corso dell'anno, cinque sono state promosse da soggetti indicati nell'art. 39-*bis* del Regolamento Emittenti (rispettivamente, sulle azioni Indesit, Bonifiche Ferraresi, Aeroporto di Firenze, Poltrona Frau e Acque Potabili). Nell'ambito di tali operazioni è stato pertanto predisposto dagli amministratori indipendenti dell'emittente, ai sensi del citato articolo, un parere motivato contenente le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo.

Si rileva, infine, che in un caso (Opa promossa su quote del fondo 'Unicredito Immobiliare Uno' gestito da Torre Sgr), sebbene la società di gestione non avesse ritenuto sussistenti, con riferimento all'offerta, i presupposti applicativi di cui all'art. 39-*bis* comma 1, lett. b), del Regolamento Emittenti, essa - tenuto conto delle cointeressenze sussistenti con il gruppo di appartenenza dell'offerente Italy Investments - ha inteso comunque applicare su base volontaria, nell'interesse dei partecipanti al Fondo, il secondo comma della disposizione appena citata. Nel proprio parere l'amministratore indipendente ha espresso un giudizio di non congruità del corrispettivo. In tal senso si è espresso altresì il consiglio di amministrazione di Torre Sgr in sede di approvazione del comunicato dell'emittente.

Di particolare interesse è stata l'istruttoria svolta in merito alle offerte pubbliche di acquisto promosse contestualmente da Corporacion America Italia Srl sulle due società quotate che gestiscono gli scali aeroportuali di Pisa e Firenze, Aeroporto di Firenze Spa (Opa obbligatoria) e Società Aeroporto Toscano (Sat) Galileo Galilei Spa (Opa volontaria totalitaria; Riquadro 8).

Riquadro 8

Profili di criticità nelle offerte pubbliche di acquisto promosse da Corporacion America Italia Srl

Le criticità emerse rispetto alle offerte pubbliche di acquisto promosse contestualmente da Corporacion America Italia Srl sulle due società quotate che gestiscono gli scali aeroportuali di Pisa e Firenze sono derivate dall'obbligo per le società aeroportuali di mantenere nell'azionariato una quota, non inferiore al 20 per cento del capitale, detenuta da 'soci pubblici' obbligo previsto dal d.m. 521 del 1997 e recepito dagli statuti di entrambe le società quotate. Tale normativa presenta alcune interferenze rispetto alla disciplina vigente in materia di offerte pubbliche di acquisto e, in particolare, rispetto all'applicabilità degli artt. 108 e 111 del Tuf, i cui presupposti formali si verificano, come noto, al raggiungimento da parte dell'offerente delle soglie del 90 e 95 per cento del capitale. L'offerente non sarebbe potuto arrivare a detenere tali quote, qualora i 'soci pubblici' avessero deciso di non aderire ovvero di aderire, rispettando i vincoli derivanti dal citato decreto e dagli statuti. Si evidenzia, peraltro, che detti soggetti assumevano maggiore rilevanza in relazione all'offerta obbligatoria promossa su ADF, in quanto l'offerta SAT, essendo volontaria, era stata appositamente condizionata dall'offerente al mantenimento da parte dei soci pubblici di una percentuale complessivamente pari o superiore al 20 per cento del capitale.

Al fine di chiarire tali aspetti ancor prima della promozione delle offerte, è stato chiesto: i) ai soci pubblici di entrambe le società target di rendere noto alla Consob e al mercato, ai sensi degli artt. 115 e 114 del Tuf, le valutazioni svolte in relazione alla decisione di aderire o meno e ii) dopo aver sospeso i termini ai sensi dell'art. 102, comma 4, del Tuf al fine di ottenere ulteriori informazioni in merito, è stato chiesto all'offerente di dar conto in un'apposita avvertenza del documento di offerta delle norme di settore applicabili alle offerte in questione, delle interferenze che esse presentano con la normativa Opa e delle eventuali conseguenze che sarebbero potute derivare a fronte della violazione delle suddette norme.

Nel corso dell'anno la Commissione ha risposto a una serie di quesiti aventi ad oggetto l'applicabilità della normativa in materia di offerta pubblica di acquisto nonché la disciplina relativa alla esenzione dall'obbligo di Opa. I principali sono di seguito sinteticamente richiamati (Tav. 43).

Tav. 43 Quesiti in tema di offerta pubblica di acquisto

oggetto e riferimenti normativi	orientamento della Consob
Comunicazione n. 0047353 del 6/6/2014. Ingresso di Banco di Desio e della Brianza Spa nel capitale della Banca Popolare di Spoleto Spa in Amministrazione Straordinaria ('BPS') - Applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto ai sensi dell'art. 49, comma 1, lettera b), (iii), del Regolamento Emittenti	La Consob ha escluso l'esistenza di un obbligo di Opa in capo a Banco Desio. Dall'analisi della documentazione acquisita, la Commissione ha rilevato l'esistenza di tutti i presupposti richiesti dall'art. 49, comma 1, lettera b), (iii), del RE.
Comunicazione n. 0049117 dell'11/6/2014. Applicabilità rispetto a un'Opa volontaria preventiva - promossa ai sensi degli artt. 102 e 106 comma 4, del Tuf - delle disposizioni di cui all'art. 123, comma 3, Tuf	L'applicazione del disposto dell'art. 123, comma 3, del Tuf non rientra nella competenza della Consob, a differenza della violazione dell'obbligo di Opa che determina l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie e l'adozione di provvedimenti autoritativi da parte della Consob. Ogni pretesa relativa alla corretta applicazione del contenuto degli accordi contrattuali e ogni istanza relativa alla possibilità dei singoli soci di recedere dagli stessi deve essere avanzata esclusivamente davanti all'Autorità Giudiziaria competente.
Comunicazione n. 0064164 del 3/7/2014. Operazione di riassetto del gruppo Marzotto con conseguente cambio di controllo del veicolo (Wizard Srl) detentore indiretto di partecipazioni rilevanti nella quotata Ratti Spa e applicabilità della disciplina sull'Opa obbligatoria in capo alla 'parte acquirente' (Trenora Srl) sulle azioni emesse della medesima Ratti Spa - Esclusione dell'operazione dall'ambito di applicazione dell'art. 106, comma 3, lett. a) e b) del Tuf e agli artt. 45 e 46 del Regolamento Emittenti	Le valutazioni della Commissione si sono incentrate sulla nozione di 'partecipazione indiretta', integrata subordinatamente al ricorrere di indici di prevalenza articolati, da una parte, sotto un profilo oggettivo, in termini di incidenza della partecipazione della quotata sul piano contabile (condizione di prevalenza 'oggettiva') e, dall'altra, in termini di valorizzazione dei titoli della quotata nell'ambito della determinazione del prezzo relativo all'operazione di acquisto della società partecipante nella quotata (condizione di prevalenza 'valutativa').
Comunicazione n.0074531 del 18/9/2014. Inapplicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria in relazione a un'operazione di acquisto di una partecipazione di minoranza nel capitale sociale di un emittente quotato da parte di un investitore istituzionale contestuale alla sottoscrizione di un patto parasociale tra il predetto investitore e il socio di riferimento dell'emittente. Artt. 106, comma 1 e 109 del Tuf	La Consob ha ritenuto che l'entrata dell'investitore istituzionale nel capitale dell'emittente e la contestuale stipula del patto parasociale – a condizione che le circostanze di fatto indicate nel quesito fossero state effettivamente confermate nel futuro svolgimento degli eventi societari – non avrebbero avuto un impatto significativo sulla *governance* dell'emittente e non avrebbero comportato un mutamento dei suoi assetti di controllo idoneo a determinare l'insorgenza di un obbligo di offerta solidale sulle sue azioni, ai sensi del combinato disposto degli articoli 106, comma 1 e 109 del Tuf.
Comunicazione n. 0098110 del 22/12/2014. Operazione di risanamento di Aedes Spa - Quesito in merito all'applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, di cui al combinato disposto dell'art. 106, comma 1, lettera a) del Tuf e dell'art. 49, comma 1, lett. b), del Regolamento Emittenti - Adozione di un provvedimento motivato di esenzione ai sensi dell'art. 106, comma 6, del d.lgs. n. 59/98	L'operazione è stata ritenuta riconducibile alle 'operazioni dirette al salvataggio di società in crisi' di cui all'art. 106, comma 5, lettera a) del Tuf, nonché in linea con la *ratio* sottesa all'art. 49, comma 1, lettera b) n. 2, del Regolamento Emittenti ed è stato, pertanto, adottato un provvedimento *ex* art. 106, comma 6, del Tuf con il quale è stato deliberato che l'eventuale superamento della soglia del 30 per cento di cui all'art. 106, comma 1, del Tuf nel capitale di Aedes non avrebbe comportato il sorgere di un obbligo di opa in capo ai soggetti che, per effetto della sottoscrizione degli aumenti di capitale previsti nel piano di risanamento e deliberati in funzione del salvataggio di Aedes, avrebbero superato, individualmente o congiuntamente, in virtù del contratto di investimento sottoscritto, la soglia di cui all'art. 106, comma 1, del Tuf.

Fonte: Consob.

5 L'informativa societaria

L'attività di vigilanza della Consob sull'informativa societaria ha dato origine, come di consueto, a numerose richieste di informazioni e di pubblicazioni di dati e notizie (Tav. 44).

In particolare, la Commissione ha formulato 633 richieste di informazioni *ex* art. 115 del Tuf e 106 richieste di pubblicazione di dati e notizie, ai sensi dell'art. 114 del Tuf. In 24 casi l'istituto ha sollecitato l'integrazione delle informazioni contenute nella documentazione contabile, mentre in 55 casi l'informativa al mercato è stata integrata attraverso comunicati stampa.

Tav. 44 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
richieste di informazioni *ex* art. 115 Tuf						
assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate	155	198	178	141	258	201
richieste di dati e informazioni[1]	422	244	404	404	472	395
richieste di conferma di partecipazioni rilevanti	214	33	20	18	12	20
richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione	--	--	--	--	2	10
richieste di informazioni sull'azionariato	20	31	9	7	4	7
totale	*811*	*506*	*611*	*570*	*748*	*633*
richieste di pubblicazione di dati e notizie *ex* art. 114 Tuf						
integrazioni di notizie da fornire in assemblea	38	24	18	30	16	16
integrazioni a documenti contabili periodici	59	7	15	20	15	24
informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)	112	109	76	55	104	55
informazioni periodiche mensili	3	9	10	12	6	--
informazioni periodiche trimestrali	20	6	--	--	8	3
integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie[2]	25	1	6	4	15	4
integrazioni dei comunicati approvati ai sensi dell'art. 103 del Tuf dai Cda degli emittenti in relazione a Opa/Ops	10	8	4	2	--	4
integrazioni a prospetti di sollecitazioni deleghe	--	--	--	5	--	--
totale	*267*	*164*	*129*	*128*	*164*	*106*
esoneri dalla comunicazione di dati e notizie *ex* art. 114, comma 6, Tuf	4	2	9	1	18	5
ritardi nella comunicazione di dati e notizie *ex* art. 114, comma 3, Tuf	1	2	4	6	13	--
richieste di pubblicazione immediata di raccomandazioni in presenza di *rumours ex* art. 69-*novies* Regolamento Emittenti	4	4	2	--	9	29
segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	10	6	3	8	13	18
lettere di richiamo	--	2	--	--	2	10
impugnative di bilancio	1	1	--	1	1	1
procedimenti di non conformità *ex* art. 154-*ter*, comma 7, Tuf	1	3	--	10	5	5

Fonte: Consob. [1] Il dato relativo al 2014 include le richieste effettuate nell'ambito di istruttorie finalizzate all'approvazione di documenti di Opa/Ops. [2] Il dato del 2012 comprende anche una richiesta di integrazione di documenti informativi relativi a operazioni con parti correlate.

Nel corso dell'anno, inoltre, l'Istituto è intervenuto in cinque casi autorizzando la sospensione temporanea degli obblighi di comunicazione, ai sensi dell'art. 114, comma 6, del Tuf, e in 29 casi disponendo, ai sensi dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti, la pubblicazione di raccomandazioni di investimento, diffuse da emittenti e soggetti abilitati italiani ed esteri con succursale in Italia, a fronte di sensibili variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari oggetto della ricerca e di notizie sui contenuti della stessa, allo scopo di ripristinare la parità informativa sul mercato.

Nell'ambito della vigilanza sull'informativa contabile, sono stati avviati cinque procedimenti *ex* art. 154-*ter* del Tuf. Sulla base degli elementi acquisiti, tre casi si sono conclusi con la dichiarazione di non conformità dei bilanci ai principi contabili di riferimento. In un caso, inoltre, è stata avviata l'azione di impugnativa prevista dall'art. 157 comma 2 del Tuf (per ulteriori dettagli si veda il paragrafo successivo).

6 L'informativa contabile

Nel corso del 2014 la Consob ha rafforzato l'attività di vigilanza sull'informativa finanziaria e contabile degli emittenti a maggior rischio sistemico, coerentemente con i criteri previsti per la determinazione del campione di vigilanza *ex* art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti e con gli obiettivi individuati nel piano strategico 2013-2015.

In dettaglio, nel campione di vigilanza sono state inserite le società industriali che hanno mostrato fattori di rischio rilevanti in quanto caratterizzate da un elevato indebitamento e da una redditività operativa in calo. In presenza di tensioni economico-finanziarie, infatti, la qualità delle informazioni rese al pubblico può subire un deterioramento, in particolare per talune poste di bilancio (principalmente le attività immateriali) la cui valutazione o recuperabilità si basa su valutazioni prospettiche.

L'attività di monitoraggio sulle società operanti nei settori individuati nell'ambito del processo di definizione del campione di vigilanza *ex* art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti si è focalizzata sulle aree di bilancio segnate da maggiori criticità, tenuto anche conto delle peculiarità dei settori analizzati.

Particolare attenzione è stata dedicata all'analisi della recuperabilità degli *asset* immateriali ovvero della capacità delle società di far fronte all'indebitamento in essere nonché alle informazioni relative ai crediti commerciali di emittenti interessati dalla presenza di portafogli molto frammentati e operanti in settori regolamentati.

Inoltre, l'introduzione dei nuovi principi contabili in materia di controllo (IFRS 10 'Bilancio consolidato', IFRS 11 'Accordi a controllo congiunto' e IFRS 12 'Informativa sulle partecipazioni in altre entità') ha richiesto approfondimenti in ordine al trattamento contabile di alcune specifiche operazioni di cessione,

conferimento o aggregazione nonché di taluni accordi a controllo congiunto e l'esame di specifiche situazioni riconducibili alla nuova definizione di controllo prevista dall'IFRS 10.

Il monitoraggio è stato altresì molto intenso su numerosi emittenti di grandi dimensioni, in ragione di particolari criticità o in occasione di vicende aziendali complesse.

Tra questi si segnalano Enel e Telecom, per i quali i maggiori profili di attenzione sono riconducibili al rilevante indebitamento finanziario. Con specifico riferimento a Telecom l'attività di vigilanza ha riguardato anche l'analisi delle operazioni di natura straordinaria ideate dal management per la realizzazione degli obiettivi strategici del gruppo.

Inoltre, sono state oggetto di approfondimenti le informazioni rese dalle società Eni e Snam, con particolare riguardo agli impatti derivanti dalle vicende giudiziarie che le hanno interessate.

Sono stati altresì condotti interventi di vigilanza nei confronti di Saipem, sia attraverso la verifica del corretto recepimento nel bilancio 2013 dei rilievi mossi dalla Consob, in esito all'attività di *enforcement* svolta nel 2013 sul portafoglio commesse del gruppo, sia attraverso incontri con l'emittente volti a monitorare in via preventiva l'informativa finanziaria resa nel 2014 in ordine all'andamento gestionale del gruppo.

Oggetto di attenzione è stato anche l'aggiornamento delle informazioni fornite da Finmeccanica sul processo di riorganizzazione in atto, con particolare riguardo alle verifiche sul sistema di controllo interno e sul processo di dismissione di *asset* non strategici. È inoltre proseguito il monitoraggio dell'informativa resa dall'emittente sull'evoluzione dei procedimenti legali che hanno coinvolto il gruppo.

La Consob ha inoltre posto in essere diversi interventi di vigilanza nei confronti di emittenti assicurativi quotati, in considerazione dei significativi cambiamenti che deriveranno dall'introduzione del nuovo regime di vigilanza prudenziale previsto dalla direttiva 138/2009, cosiddetta Solvency2, in vigore dal 1° gennaio 2016.

Finalità principale degli interventi è stata quella di acquisire informazioni circa gli esiti dell'esercizio di *stress test* disposto dall'EIOPA nell'ambito della fase preparatoria all'applicazione del nuovo regime Solvency2, in collaborazione con il Comitato Europeo per il rischio sistemico (ESRB) e in raccordo con le Autorità di vigilanza nazionali (NCAs). Tra gli interventi di vigilanza si segnalano, in particolare, le richieste di diffusione di informazioni al pubblico ai sensi dell'art. 114 del Tuf, volte a integrare le relazioni finanziarie annuali al 31 dicembre 2014 degli emittenti assicurativi quotati con informazioni in ordine allo stato di avanzamento delle iniziative avviate o programmate nella fase preparatoria all'introduzione di Solvency2, con evidenza delle azioni attuate o da realizzare a seguito degli esiti dell'esercizio di stress test.

Particolarmente intensa è stata l'attività di vigilanza informativa (si veda il precedente paragrafo). In particolare, nel corso del 2014, sono state effettuate 231 richieste di dati e informazioni e svolte 87 audizioni di organi societari ai sensi dell'art. 115 del Tuf. L'attività istruttoria svolta ha portato a richiedere in 36 casi l'integrazione delle informazioni contenute nei documenti contabili periodici e di quelle predisposte per le assemblee ai sensi dell'art. 114 del Tuf.

L'Istituto è inoltre intervenuto presso emittenti, anche di primario standing, interessati da operazioni straordinarie o per i quali sono stati condotti approfondimenti di natura contabile in relazione a poste rilevanti dei bilanci, richiedendo l'integrazione delle informazioni contenute nella documentazione contabile o redatte ai fini dell'esame da parte delle competenti assemblee dei soci, oppure la diffusione di informazioni al mercato.

Un ulteriore strumento di vigilanza è stato 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 assoggettati a revisione due volte l'anno, al fine di tener conto dei possibili mutamenti della situazione in cui versano le società, in occasione della pubblicazione delle documentazioni contabili degli emittenti (bilancio e semestrale). Ad esito della revisione, si procede a confermare gli obblighi, ovvero a cambiarne la cadenza (da mensili a trimestrali) o a revocarli, laddove emerga uno stabile superamento delle condizioni di crisi aziendale che ne avevano comportato l'imposizione.

Al 31 dicembre 2014 la Consob richiede la diffusione di informazioni mensili a 24 società quotate (34 a fine 2013), mentre 16 società sono tenute a fornire l'informativa trimestrale (14 a fine 2013).

Come anticipato nel precedente paragrafo, nel 2014 la Commissione ha dichiarato la difformità dai principi di redazione dei bilanci di tre società (Sintesi Società di Investimenti e Partecipazioni, Investimenti e Sviluppo e Moviemax).

Nel caso di Moviemax le censure hanno riguardato principalmente le valutazioni della '*library*' costituita dalle opere filmiche acquistate e prodotte nel tempo dall'emittente, iscritta tra le attività immateriali, di alcune partecipazioni di controllo nonché degli avviamenti, valutazioni ritenute non conformi ai principi contabili internazionali di riferimento (IAS 38 'Attività immateriali' e IAS 36 'Riduzione di valore delle attività'). Sono state, inoltre, oggetto di censura le valutazioni dei crediti e dei fondi rischi e oneri, non conformi, rispettivamente, allo IAS 39 'Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione' e allo IAS 37 'Accantonamenti, passività e attività potenziali'. Ad esito dell'esercizio dei poteri di cui all'art. 154-*ter* del Tuf, gli emittenti interessati hanno recepito i rilievi mossi, adeguando, tra l'altro, le vite utili residue dei film e registrando significative svalutazioni.

La Commissione nel corso del 2014 ha deliberato, inoltre, l'attivazione dei poteri previsti dall'art. 157, comma 2, del Tuf relativamente

ai bilanci al 31 dicembre 2013 di Banca Carige Spa, che già nel 2013 era stata oggetto di interventi *ex* art. 154-*ter* del Tuf.

L'attività istruttoria svolta su Banca Carige si è concentrata sulla verifica della correttezza delle modalità con le quali la banca, nei bilanci al 31 dicembre 2013 e nella relazione semestrale al 30 giugno 2014, aveva inteso tener conto dei rilievi precedentemente formulati dalla Consob, ai sensi dell'art. 154-*ter* del Tuf, con riguardo ai bilanci annuali al 31 dicembre 2012 e alla relazione semestrale al 30 giugno 2013. Dagli approfondimenti svolti è emerso che la Banca, nei bilanci al 31 dicembre 2013, non aveva integralmente recepito le censure relative ai bilanci 2012, mosse dalla Consob con delibera del 10 gennaio 2014. In particolare, Carige non aveva ritenuto di apportare alcuna rettifica ai valori degli avviamenti relativi alle banche controllate, iscritti nel bilancio consolidato 2012, e delle partecipazioni nelle controllate bancarie e assicurative, iscritte nel bilancio d'esercizio 2012. L'attività istruttoria svolta ha tuttavia confermato quanto già evidenziato nell'istruttoria relativa alla delibera *ex* art. 154-*ter* del Tuf, ovvero che i valori degli avviamenti e delle partecipazioni per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012, esposti tra i saldi comparativi dei bilanci 2013, non erano stati determinati in conformità a quanto prescritto dai principi contabili di riferimento. La Commissione ha pertanto ritenuto di attivare i poteri di cui all'art. 157, comma 2, del Tuf, al fine di impugnare la deliberazione dell'assemblea che ha approvato il bilancio d'esercizio della Banca al 31 dicembre 2013, richiedendo altresì al Tribunale di accertare la conformità alle norme che ne disciplinano la redazione del bilancio consolidato alla medesima data.

Gli approfondimenti svolti sugli emittenti inclusi nel campione di vigilanza hanno riguardato anche i bilanci 2014, in relazione ai quali si sono svolti incontri con le società volti a individuare, in modo proattivo, possibili aree di miglioramento dell'informativa resa nelle rendicontazioni contabili di prossima approvazione nel rispetto delle norme e dei principi contabili di riferimento. La vigilanza dell'Istituto ha altresì tenuto conto dell'evoluzione degli orientamenti internazionali volti a garantire la convergenza delle prassi di vigilanza. Si inscrive in quest'ultimo ambito il Public Statement dell'ESMA '*European common enforcement priorities for 2013 financial statements*', che identifica i temi prioritari nell'attività di vigilanza sull'informazione contabile. Tali priorità sono illustrate nella comunicazione Consob 3907 del 19 gennaio 2015 e formeranno oggetto della vigilanza sulle rendicontazioni che saranno pubblicate nel 2015.

6.1 La vigilanza sul settore bancario

Il perdurare della crisi finanziaria e la persistente congiuntura economica sfavorevole hanno continuato ad avere riflessi negativi sulla redditività degli emittenti bancari, interessati da un progressivo deterioramento della qualità degli attivi e da una significativa contrazione dei margini di intermediazione. In tale contesto la Commissione, coerentemente con l'approccio *risk based*, ha intensificato l'attività di monitoraggio

sull'informativa finanziaria dei principali emittenti quotati del settore in parola.

I controlli dell'Istituto si sono concentrati, in particolare, sugli emittenti bancari quotati e con azioni diffuse coinvolti nel *comprehensive assessment* (CA) coordinato dalla BCE (Riquadro 9).

Riquadro 9

Gli esiti del *comprehensive assessment*

In via propedeutica all'avvio del Meccanismo unico di vigilanza (Single Supervisory Mechanism – SSM) la BCE, in collaborazione con la European Banking Authority (EBA) e le autorità di vigilanza nazionali, ha condotto un complesso e articolato esercizio di valutazione approfondita (*comprehensive assessment*) sui bilanci delle maggiori banche dell'Area euro, tra cui 15 gruppi italiani.

L'analisi si è basata sulla revisione della qualità degli attivi più rischiosi iscritti nei bilanci al 31 dicembre 2013 (*asset quality review* – AQR) e su prove di resistenza (*stress test*) a scenari macroeconomici avversi rispetto a predeterminate soglie minime di capitale di vigilanza. L'esercizio ha consentito di valutare lo stato di salute degli intermediari creditizi sulla base di criteri comuni, quantificare le misure di rafforzamento patrimoniale eventualmente necessarie e diffondere informazioni confrontabili. I risultati del *comprehensive assessment* sono stati pubblicati il 26 ottobre 2014.

La valutazione ha riguardato le seguenti banche italiane: Banco Popolare, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Sondrio, Banca Popolare di Vicenza, Carige, Credito Emiliano, Credito Valtellinese, Iccrea, Intesa Sanpaolo, Mediobanca, Monte dei Paschi di Siena, Unione di Banche Italiane, UniCredit, Veneto Banca.

Dai risultati pubblicati dalla BCE, è emerso che a fine 2013 nove delle predette banche presentavano potenziali carenze di capitale, per complessivi 9,7 miliardi. Tenuto conto degli aumenti di capitale già perfezionati tra gennaio e settembre 2014, nessuna delle predette banche registra una carenza con riferimento all'AQR o allo scenario di base della prova di stress, mentre quattro banche figurano al di sotto del limite previsto per lo scenario avverso dello *stress test*. Considerando anche le ulteriori misure di rafforzamento patrimoniale già intraprese nel corso del 2014, il numero di banche con residue carenze di capitale si riduce a due (Banca Monte dei Paschi di Siena e Banca Carige). La carenza di capitale finale necessaria per fronteggiare gli eventi sfavorevoli ipotizzati nello scenario avverso della prova di stress ammonta, per Banca Monte dei Paschi di Siena, a 2.111 milioni e, per Banca Carige, a 814 milioni.

Il CA ha avuto impatti significativi sugli istituti coinvolti, sia per i profili organizzativi sia per effetto delle misure di rafforzamento patrimoniale e delle rettifiche ai valori degli attivi di bilancio richieste dalla BCE ad esito della valutazione.

La Consob ha pertanto svolto verifiche sulla trasparenza delle informazioni finanziarie e contabili rese dalle banche al mercato durante lo svolgimento dell'esame, in occasione della pubblicazione dei risultati finali (nel mese di ottobre 2014) e successivamente alla diffusione degli stessi, quando è stato richiesto di integrare l'informativa delle rendicontazioni contabili trimestrali al 30 settembre 2014 e annuali al 31 dicembre 2014 con un'adeguata *disclosure* degli impatti degli esiti dell'esame sui bilanci dell'esercizio e sulle prassi e procedure contabili applicate.

I risultati dell'AQR hanno evidenziato carenze di capitali per due banche italiane, il Monte Paschi di Siena e Carige. In considerazione dei rilevanti impatti attesi dal recepimento dei rilievi emersi dell'AQR, la Consob è intervenuta anche successivamente alla diffusione dei risultati, richiedendo alle banche coinvolte di integrare l'informativa delle rendicontazioni contabili trimestrali al 30 settembre 2014 e annuali al 31 dicembre 2014, al fine di fornire adeguata *disclosure* degli impatti emersi dall'AQR sui bilanci dell'esercizio e sulle prassi e procedure contabili applicate dalle banche.

Per quanto concerne la solidità patrimoniale, nel corso del mese di febbraio scorso,le banche italiane sottoposte alla vigilanza diretta della BCE hanno comunicato al mercato i requisiti patrimoniali aggiuntivi indicati dalla BCE ad esito delle valutazioni prudenziali concluse dall'Autorità nel corso delle ultime settimane (meglio note come '*Supervisory Review and Evaluation Process*' o 'SREP'), sulla base dei rischi rilevati nel corso del processo di CA e del recepimento nei bilanci 2014 degli aggiustamenti rilevati nel corso dell'AQR.

Nel 2014 è inoltre proseguita l'attività di verifica dell'informativa resa dalle banche in merito alle aree contabili di maggiore interesse per il settore e per gli investitori.

In particolare, sono state svolte verifiche in ordine alla conformità dell'informativa finanziaria ai principi contabili IAS 36, in tema di *impairment test*, IAS 39, IAS 32, IFRS 7 e IFRS 13, in materia di strumenti e rischi finanziari, al fine di monitorare e indirizzare la 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 attività della Commissione sono state condotte in coerenza con i lavori avviati dalle altre autorità europee e internazionali (ESMA, EBA, FSB, ESRB), con lo scopo di migliorare la *disclosure* e la comparabilità dei bilanci delle istituzioni finanziarie, contribuendo con ciò ad accrescere la fiducia del mercato sull'informativa finanziaria di tali emittenti.

6.2 I quesiti in tema di informativa contabile

Con particolare riferimento alla procedura di *impairment test* adottabile in caso di esecuzione infrannuale del test, la Consob è intervenuta in risposta ai quesiti ricevuti dai soggetti vigilati.

In particolare, una società ha richiesto se, nel caso di eventuale svolgimento infrannuale dell'*impairment test* in scadenza trimestrale (marzo settembre), debba rinviarsi tale test al trimestre successivo per consentire una applicazione pedissequa della procedura annuale raccomandata dal documento Consob/ISVAP/Banca d'Italia del 3 marzo 2010, ovvero se si debba procedere a un *impairment test* immediato, effettuando quegli interventi interpretativi della procedura annuale necessari a renderla applicabile al contesto di un *impairment test* infrannuale, sempre nel rispetto degli stessi criteri e metodologie contenuti nella procedura annuale.

La Commissione ha evidenziato che lo IAS 36, in tema di *impairment test*, trova applicazione, oltreché in sede di redazione del bilancio annuale, anche all'atto di predisposizione del bilancio semestrale, in virtù del richiamo contenuto nel principio IAS 34.

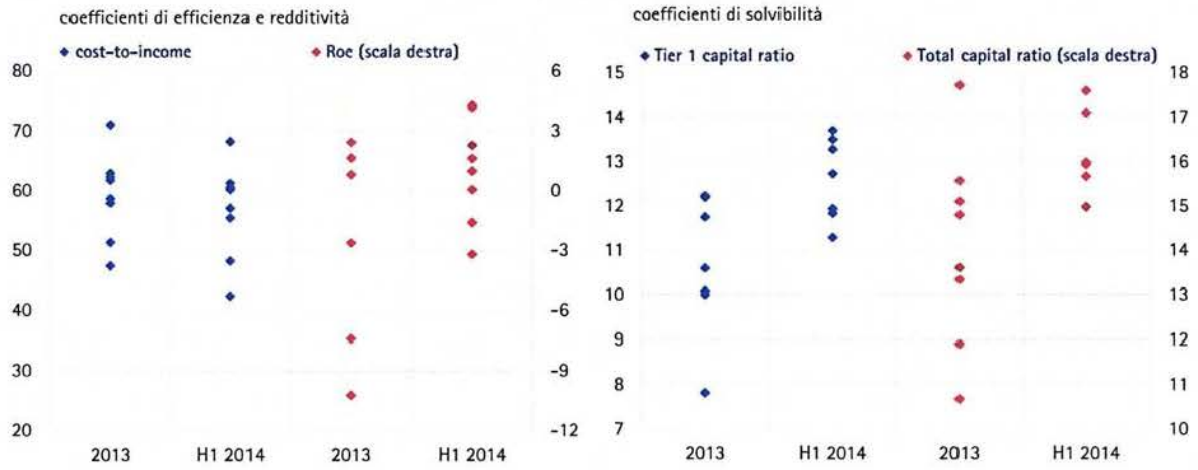
Nel caso dei resoconti intermedi di gestione (trimestrali), la società istante ha dichiarato di non applicare il principio contabile IAS 34, ma di predisporre le relative informazioni economico-finanziarie utilizzando criteri contabili '*omogenei a quelli utilizzati in sede di bilancio consolidato annuale*', ai quali viene fatto specifico rinvio. In ragione del suddetto richiamo, la Commissione ha ritenuto che nella redazione di detti resoconti risultano applicabili quindi le disposizioni del principio IAS 36, che richiede di eseguire l'*impairment test* in presenza di *trigger event*. Rientra tuttavia nella sfera di responsabilità degli amministratori ogni valutazione in ordine all'idoneità della procedura adottata dalla società a garantire il rispetto delle prescrizioni dettate dai principi contabili internazionali.

La vigilanza sugli intermediari IV

1 Le banche italiane

Nei primi mesi del 2014 le principali banche italiane hanno mostrato un incremento della redditività misurata rispetto al patrimonio netto. Questa dinamica è stata favorita dal miglioramento dell'efficienza operativa che ha portato a una riduzione del *cost-to-income ratio* (dato dal rapporto tra costi operativi e margine di intermediazione) per tutti gli istituti considerati. Anche l'adeguatezza patrimoniale è cresciuta con un incremento sia del coefficiente di solvibilità primario (*tier 1 ratio*) sia del coefficiente di solvibilità complessivo (*total capital ratio*; Fig. 91).

Fig. 91 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.

Il miglioramento della redditività nel primo semestre dell'anno è connesso sia all'incremento del margine di interesse e delle commissioni nette (cresciuti, rispettivamente, del due e del quattro per cento circa rispetto al primo semestre del 2013) sia alla riduzione dei costi operativi e delle rettifiche su crediti (in calo, rispettivamente, dell'1,6 e del 6,5 per cento). Anche la gestione operativa ha visto un notevole miglioramento (+12 per cento), mentre i proventi da operazioni finanziarie hanno continuato a registrare risultati negativi (-35 per cento circa). Complessivamente, l'utile netto aggregato delle maggiori banche italiane ha sperimentato un incremento superiore al 35 per cento. I dati al 30 settembre del 2014 confermano queste dinamiche (Tav. 45).

Tav. 45 Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani
(milioni di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

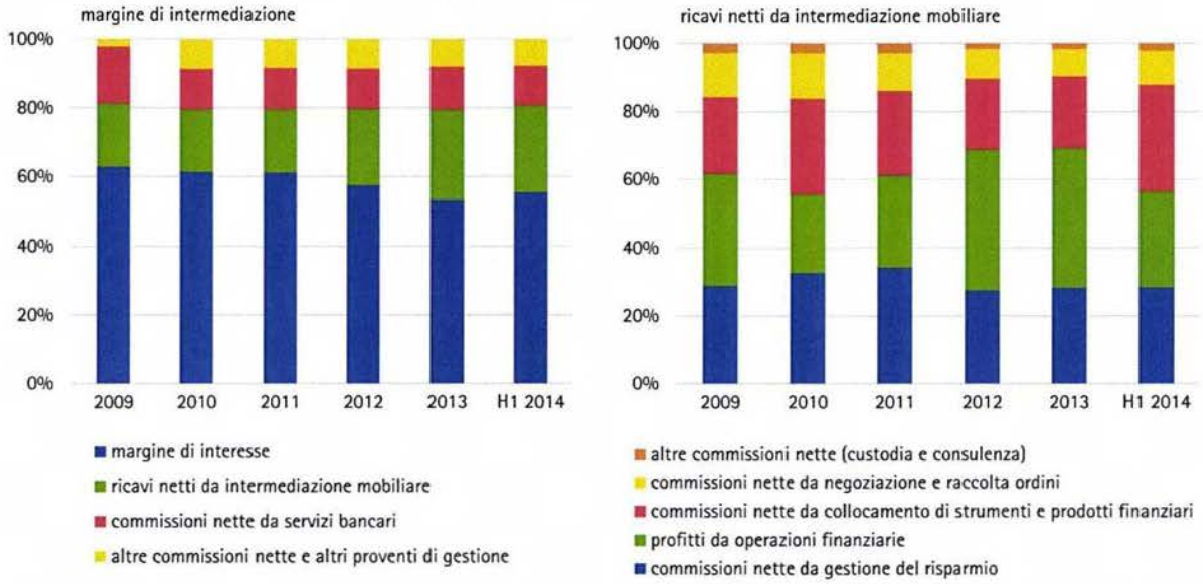
	2010	2011	2012	2013	30 giu. 2014	*var. %*[1]	30 set. 2014
margine di interesse (a)[2]	37.428	36.944	34.779	30.765	15.606	*1.9*	21.526
commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)	20.653	19.815	19.372	19.954	10.212	*4.2*	14.453
di cui: da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)	*8.603*	*8.164*	*7.947*	*8.909*	*5.115*	*11.0*	
negoziazione titoli e valute e raccolta ordini	1.499	1.257	1.172	1.205	711	*5.4*	
gestioni individuali	690	668	626	683	440	*1.9*	
gestioni collettive	2.838	3.063	3.017	3.498	1.510	*15.0*	
banca depositaria	118	104	83	86	52	*3.5*	
custodia titoli	106	73	53	59	29	*12.4*	
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	3.147	2.773	2.825	3.188	2.223	*13.1*	
consulenza	204	227	170	190	117	*5.0*	
da servizi bancari (b.2)[3]	*7.239*	*7.312*	*7.088*	*7.221*	*3.245*	*0.6*	
altre commissioni nette (b.3)[4]	*4.332*	*4.338*	*4.337*	*3.688*	*1.853*	*-5.8*	
profitti/perdite da operazioni finanziarie (c)[5]	2.562	2.994	5.545	5.155	1.972	*-35.5*	2.697
altri proventi netti di gestione (d)	958	691	825	925	333	*-37.5*	510
risultato della gestione assicurativa (e)	613	540	828	796	499	*12.1*	736
margine di intermediazione (f = a+b+c+d+e)	61.979	60.984	61.349	57.595	28.623	*-1.8*	39.922
costi operativi (g)[6]	37.130	36.522	35.557	33.838	16.263	*-1.6*	22.689
risultato di gestione (f-g)	24.849	24.462	25.792	23.757	12.359	*-2.1*	17.233
rettifiche nette su crediti	-13.965	-14.146	-20.930	-28.356	-7.375	*-6.5*	-10.577
rettifiche nette su altre operazioni finanziarie	-523	-1.882	-1.696	-940	-112	*-69.1*	-339
utile netto[7]	6.524	2.836	1.306	-7.303	2.416	*35.4*	2.817

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). [1] Variazione percentuale del primo semestre del 2014 rispetto al primo semestre del 2013. [2] 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. [3] 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. [4] Commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie. [5] 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. [6] Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. [7] Incluso l'utile di terzi.

Con riferimento alla composizione dei ricavi, l'incidenza del margine di interesse sul totale è lievemente cresciuta, pur mantenendosi inferiore al 60 per cento, ossia ai livelli registrati prima del 2012. Tra i ricavi netti derivanti dall'attività di intermediazione mobiliare, nei primi sei mesi del 2014 si è osservato un significativo incremento dell'incidenza delle commissioni da collocamento di strumenti e prodotti finanziari, mentre si è ridotto il peso dei profitti connessi all'attività di negoziazione (Fig. 92).

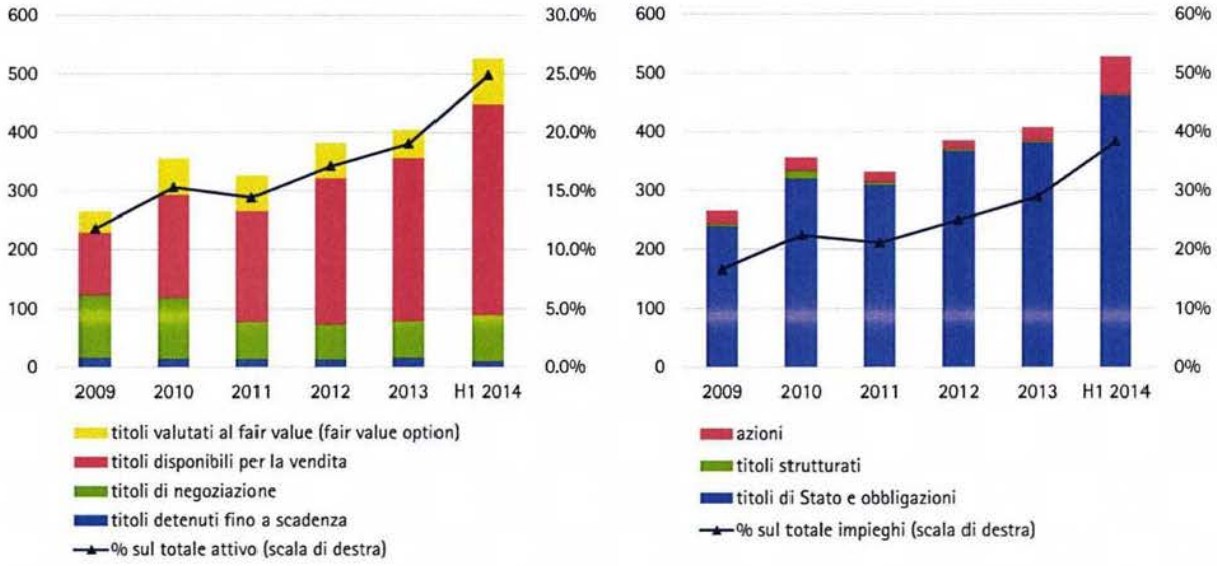
Il portafoglio titoli delle maggiori banche italiane è cresciuto in modo significativo nei primi sei mesi dell'anno, superando i 500 miliardi di euro (pari al 25 per cento circa del totale attivo). Questa dinamica, osservata in tutte le categorie di titoli, è risultata più marcata per le attività disponibili per la vendita (passate da 280 miliardi di euro a fine 2013 a 360 miliardi circa a giugno 2014; Fig. 93).

Fig. 92 Composizione dei ricavi dei principali gruppi bancari italiani



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche

Fig. 93 Composizione del portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

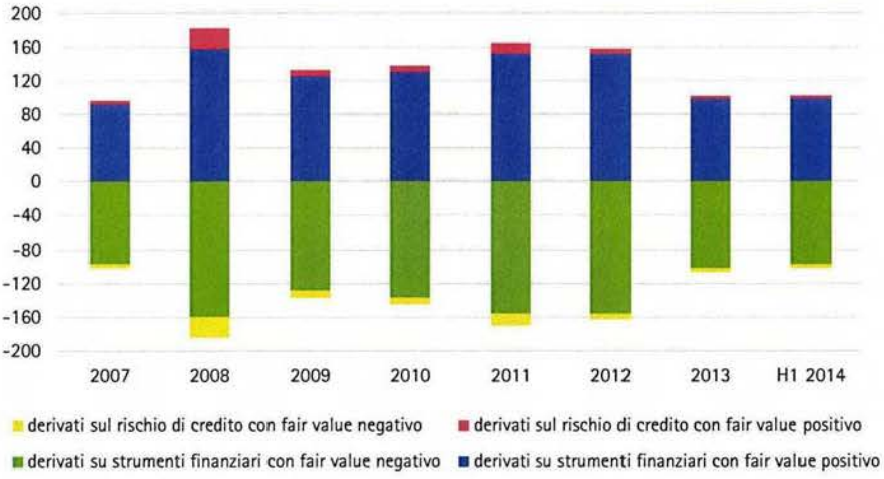


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti) e le attività cedute e non cancellate o deteriorate. Gli Oicr sono ricompresi fra i titoli di Stato e le obbligazioni.

La parte preponderante dei titoli detenuti dalle banche italiane è rappresentata da titoli di Stato e obbligazioni private (450 miliardi circa), sebbene la componente azionaria sia significativamente cresciuta nei primi sei mesi del 2014 (passando da 23 a 65 miliardi circa). L'incidenza dei titoli sul totale degli impieghi ha sperimentato un notevole incremento, passando da valori prossimi al 30 per cento a fine 2013 al 40 per cento circa a metà 2014.

A partire dal 2013 il valore di mercato dei derivati di negoziazione nel portafoglio delle principali banche italiane si è significativamente ridotto. A fine giugno 2014 il *fair value* lordo (inteso come somma in valore assoluto del *fair value* dei derivati attivi e passivi) è risultato pari a 200 miliardi di euro circa; si tratta di un valore analogo a quello osservato a fine 2013 (208 miliardi) ma significativamente inferiore ai 320 miliardi registrati a fine 2012. (Fig. 94). Il *fair value* netto è risultato positivo di circa 500 milioni di euro nel primo semestre del 2014, a fronte di un valore negativo per circa 5 miliardi rilevato a fine 2013.

Fig. 94 Valore di mercato (*fair value*) dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani (dati di fine periodo; miliardi di euro)

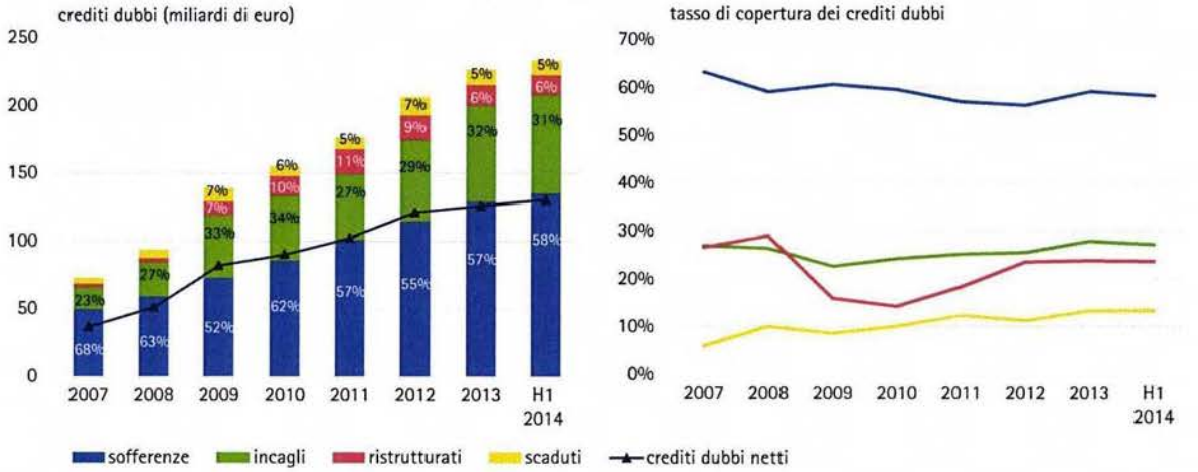


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche.

Con riferimento alla qualità del credito, l'ammontare complessivo dei crediti dubbi ha continuato ad aumentare, sebbene a un ritmo meno sostenuto rispetto agli anni precedenti. Lo *stock* di crediti problematici delle maggiori banche italiane è più che triplicato rispetto al 2007, raggiungendo a metà 2014 i 230 miliardi di euro. Il 60 per cento circa dell'ammontare lordo dei crediti dubbi è costituito da sofferenze e il 30 per cento da incagli. Il tasso di copertura di tutte le categorie di crediti problematici è rimasto stabile rispetto alla fine del 2013 (Fig. 95).

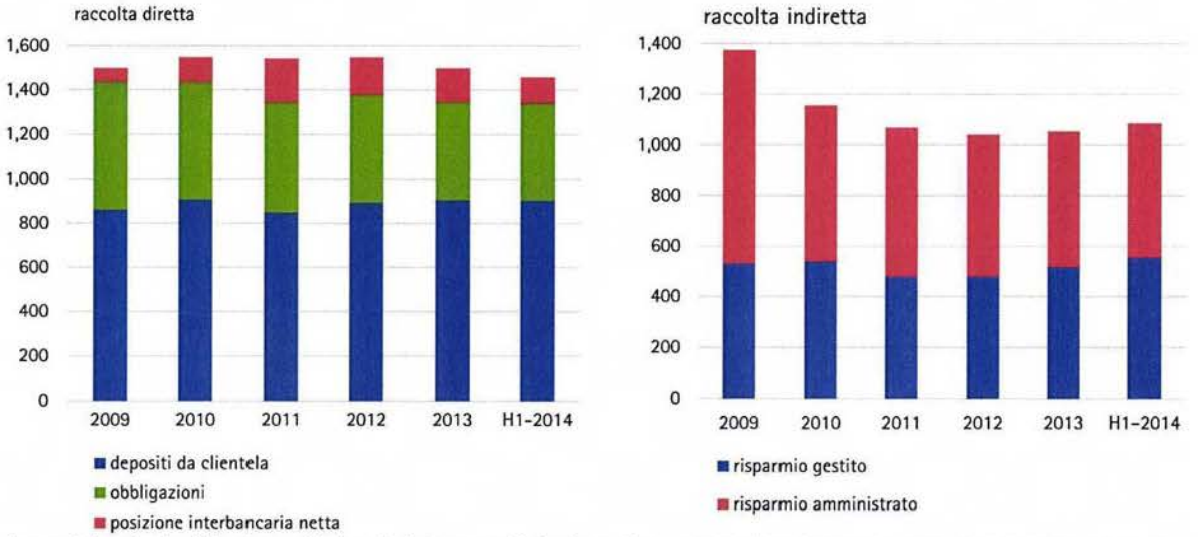
La raccolta diretta dei principali enti creditizi italiani ha continuato a ridursi per effetto del calo della raccolta interbancaria registrato a partire dal 2012, mentre i depositi della clientela e la raccolta obbligazionaria risultano sostanzialmente stabili. La raccolta indiretta, invece, ha mostrato una lieve crescita, riferibile in prevalenza al risparmio gestito (Fig. 96).

Fig. 95 L'evoluzione della qualità del credito dei principali gruppi bancari italiani



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche.

Fig. 96 Raccolta dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

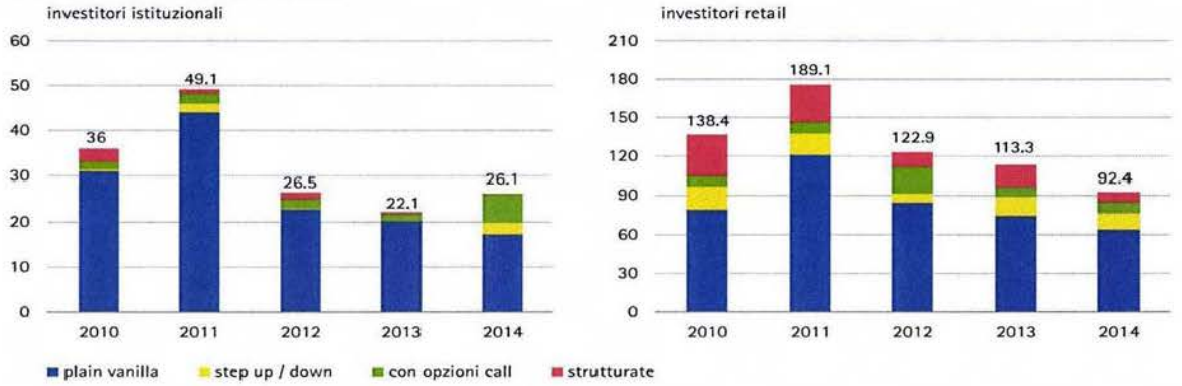


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche. Il risparmio gestito include le riserve tecniche a fronte di prodotti assicurativi e previdenziali di società del gruppo. Nella raccolta diretta sono escluse le passività subordinate e di negoziazione.

Nel 2014 sono aumentate le emissioni obbligazionarie delle banche italiane presso gli investitori istituzionali, mentre si stima un calo dell'ammontare collocato presso *retail* (da 113 miliardi di euro nel 2013 a 90 miliardi circa nel 2014; Fig. 97).

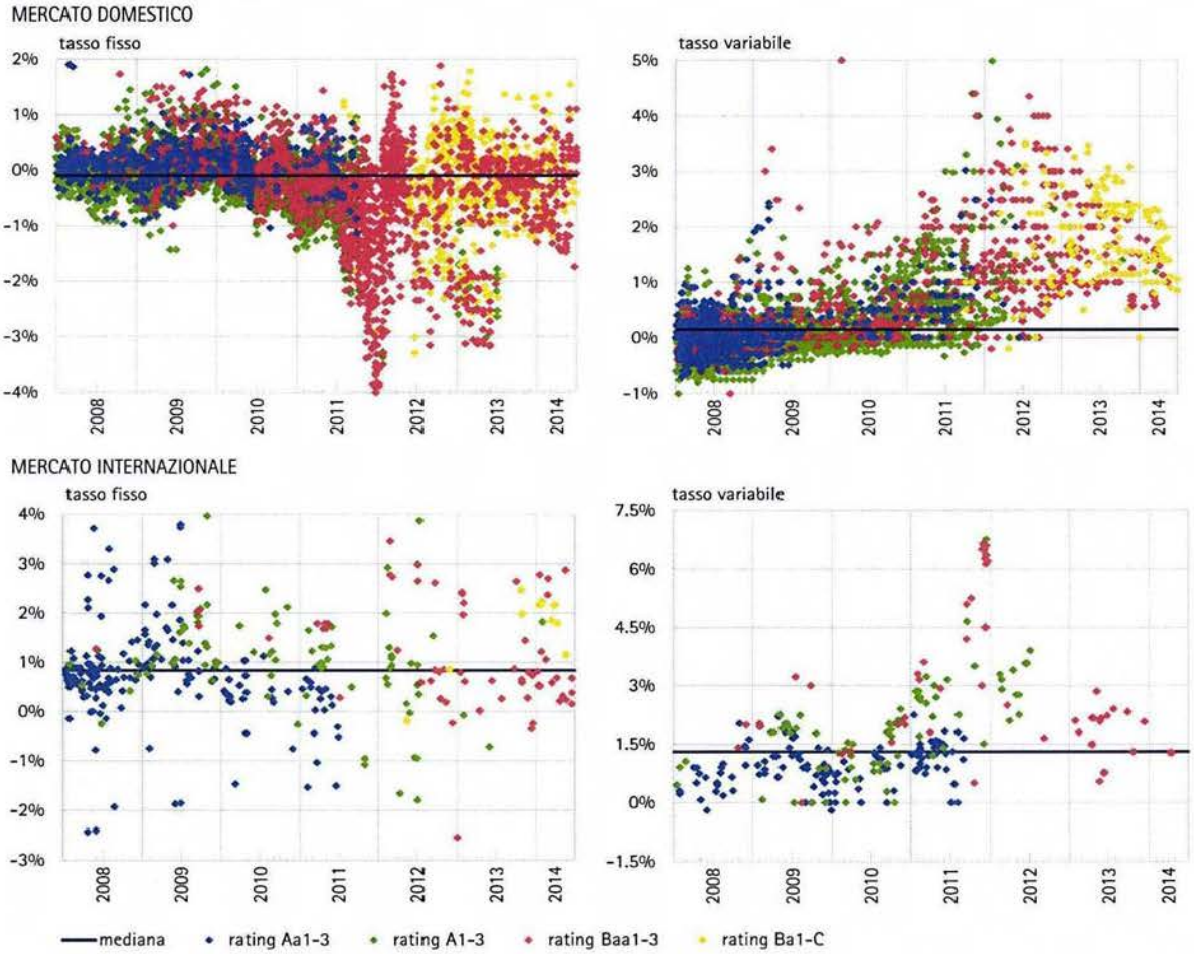
Con riferimento al costo della raccolta obbligazionaria, i rendimenti offerti dalle banche italiane agli investitori *retail* continuano a essere inferiori rispetto a quelli collocati presso investitori istituzionali (Fig. 98).

Fig. 97 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.

Fig. 98 *Spread* dei rendimenti delle emissioni bancarie domestiche destinate al *retail* e sull'euromercato destinate agli investitori istituzionali per classe di rating
(differenza fra i rendimenti a scadenza delle obbligazioni a tasso fisso rispetto ai titoli di Stato e delle obbligazioni a tasso variabile rispetto all'Euribor; valori percentuali.)

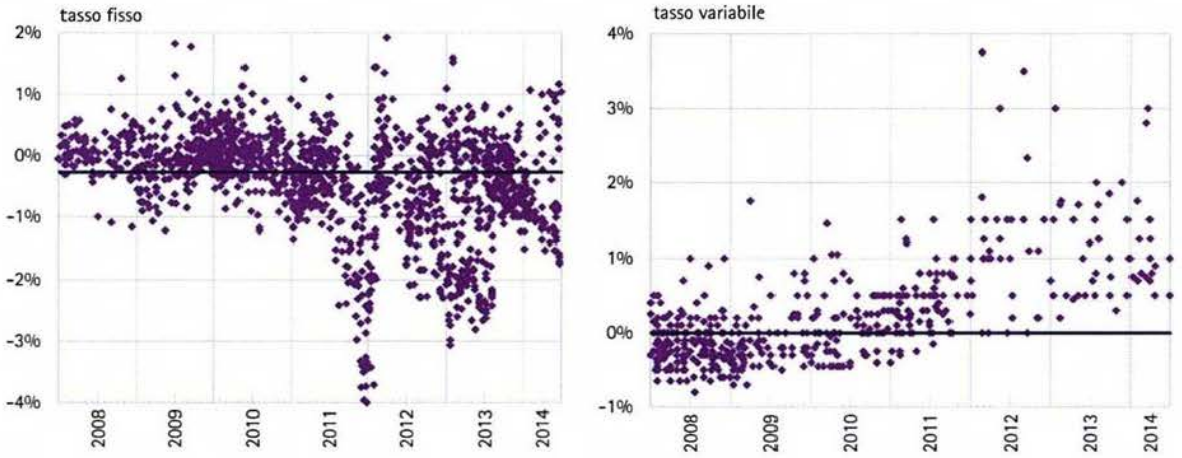


Fonte: elaborazioni su prospetti, condizioni definitive e Interactive Data per le offerte agli investitori *retail* e Dealogic per le offerte agli investitori istituzionali. Le obbligazioni a tasso fisso includono i titoli *step up/down*. Sono escluse le obbligazioni garantite dallo Stato.

In particolare, per i titoli a tasso fisso, lo *spread* dei rendimenti obbligazionari rispetto al *benchmark* governativo ha raggiunto, nel corso del 2014, 200 punti base per quelli collocati presso investitori *retail* e 300 punti per quelli venduti a istituzionali. Dal 2011, il numero di titoli con elevato merito di credito si è progressivamente ridotto fino ad azzerarsi nel 2014.

Risultano invece numerose le obbligazioni delle banche italiane non assistite da rating sul merito di credito, che mostrano le medesime dinamiche nella distribuzione degli *spread* delle obbligazioni con rating (Fig. 99).

Fig. 99 *Spread* dei rendimenti delle emissioni bancarie domestiche destinate al *retail* senza rating
(differenza fra i rendimenti a scadenza delle obbligazioni a tasso fisso rispetto ai titoli di Stato e delle obbligazioni a tasso variabile rispetto all'Euribor; valori percentuali.)



Fonte: elaborazioni su prospetti, condizioni definitive e Interactive Data per le offerte agli investitori *retail*. Le obbligazioni a tasso fisso includono i titoli *step up/down*. Sono escluse le obbligazioni garantite dallo Stato.

2 I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento

Nel 2014 il numero di intermediari bancari e Sim autorizzati alla prestazione di servizi di investimento si è ulteriormente ridotto rispetto al 2013 passando da 723 a 692 (Tav. 46).

Il calo del numero dei soggetti autorizzati ha riguardato sia le banche (passate da 629 nel 2013 a 605 a fine 2014) sia le Sim (da 94 a 87).

La riduzione del numero di banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento prosegue dal 2007, secondo una dinamica decrescente che ha portato il numero di banche abilitate da 742 a 605 in sette anni (-18 per cento).

Permane l'elevata concentrazione nel mercato dell'intermediazione mobiliare bancaria, con il 28 per cento della clientela complessiva riferibile alle prime tre banche (49 per cento riferibile alle prime dieci banche). Considerando invece i gruppi bancari, i due terzi dei clienti serviti da intermediari bancari sono riferibili a dieci gruppi.

Tav. 46 Intermediari per servizi di investimento autorizzati

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Sim						
numero soggetti autorizzati	*115*	*110*	*102*	*101*	*94*	*87*
consulenza	110	103	94	92	84	77
negoziazione per conto proprio	17	15	14	14	15	16
negoziazione per conto terzi	25	23	20	20	22	23
collocamento con preventiva sottoscrizione[1]	8	6	5	5	5	5
collocamento senza preventiva sottoscrizione[1]	61	53	47	46	44	45
gestione su base individuale	49	47	46	44	43	39
ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	54	52	49	50	48	46
gestione di MTF	2	3	3	3	3	3
numero medio di servizi per soggetto	*2,77*	*2,69*	*2,68*	*2,67*	*2,81*	*2,92*
Banche						
numero soggetti autorizzati	*725*	*701*	*676*	*643*	*629*	*605*
consulenza	692	673	651	617	602	583
negoziazione per conto proprio	535	516	500	467	461	445
negoziazione per conto terzi	536	515	499	466	461	447
collocamento con preventiva sottoscrizione[1]	261	242	225	208	201	195
collocamento senza preventiva sottoscrizione[1]	699	674	651	616	603	587
gestione su base individuale	208	195	181	170	169	166
ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	705	683	660	624	614	593
gestione di MTF	1	1	1	1	1	1
numero medio di servizi per soggetto	*4,66*	*4,65*	*4,65*	*4,60*	*4,63*	*4,99*

Fonte: Consob e Banca d'Italia. [1] Include il collocamento con acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

Tra le banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento si annoverano 39 succursali di banche estere, di cui 34 di origine comunitaria e cinque di matrice extracomunitaria.

Con riferimento all'Albo delle Sim, nel corso del 2014 si sono registrate otto cancellazioni (in prevalenza conseguenti a uscite volontarie dal mercato) e una nuova iscrizione (Fig. 100).

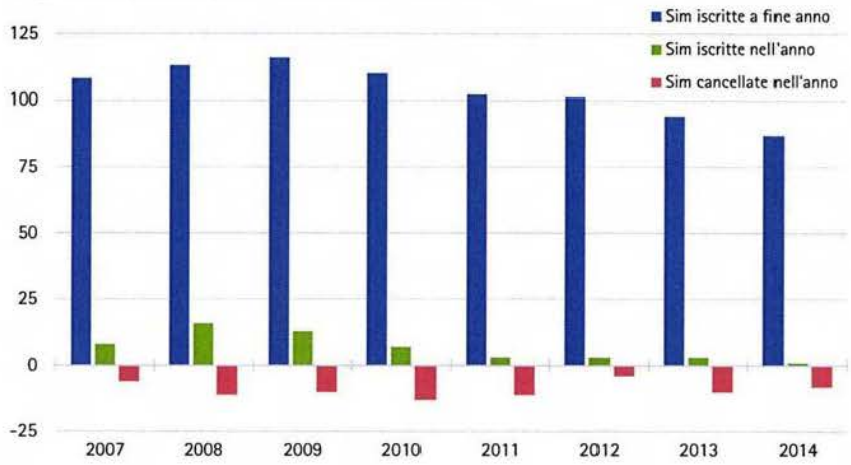
Il numero di società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'Albo è pari a quattro e risulta invariato rispetto al 2013.

A fine 2014, le imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale, incluse nel relativo elenco, risultavano 57 (58 a fine 2013). Nel corso dell'anno sono intervenute sette iscrizioni all'elenco e otto cancellazioni.

Nel dettaglio, 12 imprese comunitarie sono autorizzate alla negoziazione per conto proprio, 33 all'esecuzione di ordini per conto dei clienti, 11 alla sottoscrizione e/o al collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, 23 al collocamento senza assunzione a fermo

né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, 25 alla gestione di portafogli, 52 alla ricezione e trasmissione di ordini, 41 alla consulenza in materia di investimenti e una alla gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Fig. 100 Albo delle Sim e delle società fiduciarie



Fonte: Consob.

Nel corso del 2014 una Sgr ha manifestato una situazione di insolvenza. Il numero di interventi del Fondo Nazionale di Garanzia è pertanto salito a 37 (Tav. 47).

Tav. 47 Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2014; valori monetari in migliaia di euro)

	insolvenze[1]				
	Sim	agenti di cambio	Sgr	banche	*totale*
1997-2009	16	9	1	--	26
2010	2	--	1	--	3
2011	--	--	1	1	2
2012	--	1	--	1	2
2013	2	--	1	--	3
2014	--	--	1	--	1
totale insolvenze	*20*	*10*	*5*	*2*	*37*
di cui con avvenuto deposito dello stato passivo	*18*	*10*	*4*	*2*	*36*
numero creditori ammessi	2.616	1.008	*1*	--	*3.625*
importo crediti ammessi[2]	27.587	42.204	*3.751*	--	*73.812*
interventi del fondo[3]	9.131	11.421	--	--	*20.552*

Fonte: elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. [1] Insolvenze il cui stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. [2] Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. [3] Indennizzi deliberati, pagati o impegnati a fronte delle istanze pervenute.

Con riferimento al Registro dei gestori di portali di *equity crowdfunding* istituito nel 2013, a fine 2014 risultavano iscritti 11 portali nella sezione ordinaria destinata ai soggetti autorizzati diversi da banche e imprese di investimento (uno a fine 2013). Nella sezione speciale, destinata ad accogliere banche e imprese di investimento che hanno comunicato l'intenzione di svolgere attività di gestione dei portali, risultava iscritto un solo soggetto.

3 La vigilanza su banche e Sim

L'attività di vigilanza sulla prestazione di servizi di investimento da parte di banche e Sim si è avvalsa di diversi strumenti di indagine tra i quali la convocazione di esponenti aziendali, la richiesta formale di dati e notizie, l'accertamento ispettivo e l'analisi degli esposti (per dettagli su ispezioni ed esposti si vedano, rispettivamente, il Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori' e il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore').

Con riferimento alle banche, nel 2014 si sono tenuti 47 incontri con esponenti aziendali, nel corso dei quali sono state affrontate tematiche relative a specifiche situazioni aziendali, sono stati forniti chiarimenti e orientamenti ed è stata richiamata l'attenzione degli operatori su possibili profili di criticità.

La Consob, inoltre, ha inviato 79 richieste di dati e notizie, relative in parte alle modalità di concreta distribuzione alla clientela di azioni proprie, alla luce delle frequenti operazioni sul capitale poste in essere nel 2014 dalle banche in vista dell'*Asset Quality Review* (AQR) condotta dalla BCE.

Con riferimento alle Sim, nel corso del 2014 è proseguita la verifica della correttezza e trasparenza dei comportamenti tenuti nella prestazione dei servizi di investimento nei confronti della propria clientela.

In particolare, sono state effettuate due convocazioni di esponenti aziendali di Sim ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. *a)* del Tuf, 25 richieste di dati e notizie ai sensi dell'art. 8, comma 1, del Tuf (di cui 19 nei confronti di Sim e sei nei confronti di imprese di investimento comunitarie). Su istanza dei soggetti vigilati si sono tenute inoltre 16 riunioni con Sim e 20 incontri con soggetti che hanno chiesto chiarimenti per intraprendere iniziative di gestione di portali di *equity crowdfunding*.

A fronte dell'avvenuto accertamento di ipotesi di violazione della normativa di settore, sono state trasmesse 12 lettere di contestazioni nei confronti degli esponenti aziendali di una Sim.

Nel corso dell'anno, come di consueto, la Consob ha collaborato con Banca d'Italia e IVASS.

In particolare, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf, l'Istituto ha richiesto alla Banca d'Italia estensione di una verifica ispettiva in corso per una Sim. La

Commissione ha inoltre rilasciato un parere alla Banca d'Italia in relazione alla richiesta, da parte di una Sim, di autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento senza stabilimento di succursali in stati extracomunitari.

Nel corso del 2014 è altresì proseguito il coordinamento con la Banca d'Italia e l'IVASS finalizzato alla verifica relativa alle Sim della sussistenza di cariche incrociate in violazione del divieto di *interlocking*.

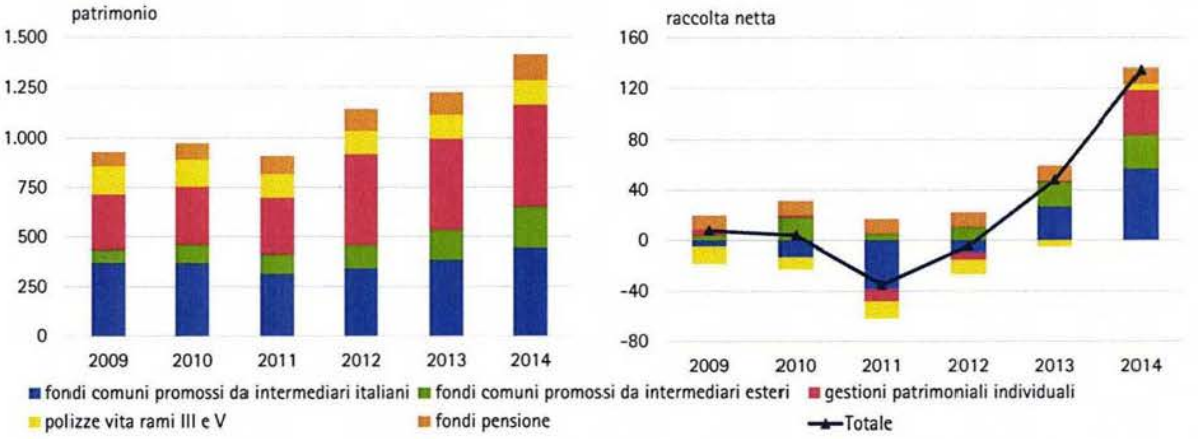
A fine 2014 la Commissione ha pubblicato una Comunicazione volta a chiarire quali cautele devono essere osservate dagli intermediari in occasione della distribuzione di prodotti finanziari complessi alla clientela al dettaglio (Riquadro 1).

4 Il risparmio gestito in Italia

Nel 2014 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia ha continuato ad aumentare, passando da 1.225 miliardi di euro, a fine 2013, a 1.410 miliardi (Fig. 101), registrando un incremento di circa il 15 per cento. La raccolta netta è risultata positiva per oltre 130 miliardi di euro, in forte crescita rispetto all'esercizio precedente.

In termini di raccolta i prodotti che hanno riscosso maggior successo sono stati i fondi comuni promossi da intermediari italiani (con volumi raddoppiati nel 2014 rispetto all'anno precedente) e i fondi comuni promossi da intermediari esteri (+40 per cento).

Fig. 101 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. Il valore di raccolta delle gestioni patrimoniali nel 2014 è stimato in base ai dati del primo semestre dell'anno. 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).

Riquadro 10

La Comunicazione in materia di prodotti complessi

La comunicazione Consob 0097996 del 22 dicembre 2014 si pone l'obiettivo di fornire chiarimenti circa il comportamento che gli intermediari devono tenere al fine di assicurare la cura degli interessi della clientela, sin dalle fasi antecedenti a quelle di immissione sul mercato dei prodotti finanziari.

La Comunicazione recepisce le indicazioni contenute nelle *Opinion* dell'ESMA in materia di prodotti complessi e strutturati. Tali *Opinion* richiamano l'attenzione sulle misure che gli intermediari devono adottare per la tenuta di un corretto comportamento nei confronti degli investitori a partire dal *design*/sviluppo o selezione dei prodotti finanziari connotati da profili di complessità da destinare al pubblico, sottolineando la necessità di tenerne debitamente conto nelle *policy* aziendali.

La Comunicazione Consob ha rimarcato il dovere degli intermediari di condurre autonome valutazioni volte a definire il perimetro dell'offerta in linea con il profilo del proprio target di clientela, anche individuando *ex ante* i prodotti che, per caratteristiche intrinseche ovvero per insufficienza delle informazioni a disposizione, non si prestano al soddisfacimento delle esigenze di investimento dei clienti.

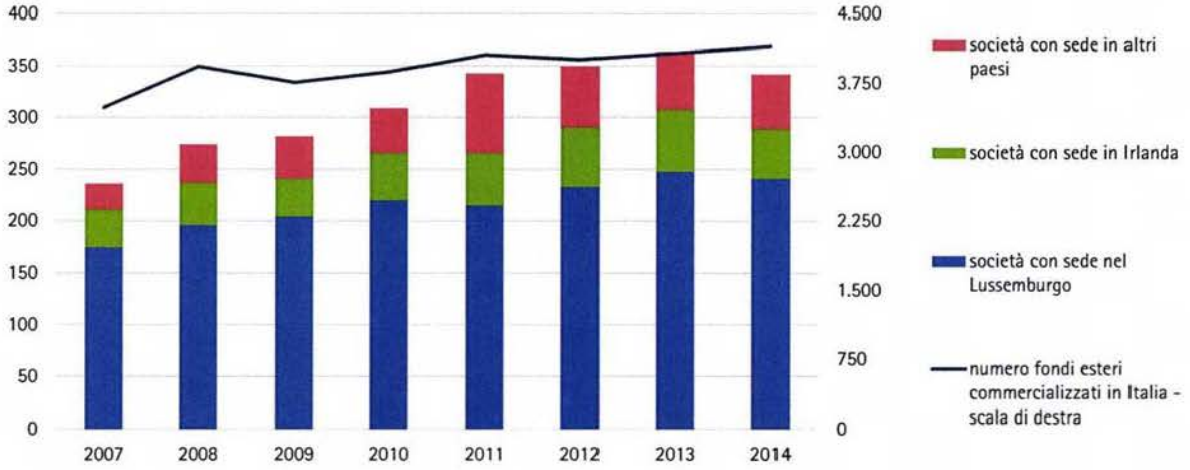
A precisazione e completamento delle cautele previste nelle menzionate *Opinion* dell'ESMA, la Consob ha poi raccomandato specifiche misure di attenzione per gli intermediari, proporzionate al crescere dei livelli di complessità dei prodotti oggetto di possibile commercializzazione.

In particolare, è stato individuato un elenco di categorie di prodotti a complessità elevata, le cui peculiarità possono determinare particolari rischi di non conformità, in relazione ai quali è stata raccomandata l'adozione di presidi rafforzati con riguardo a valutazione di adeguatezza degli investimenti, misure di gestione dei conflitti di interesse e informativa alla clientela. L'elenco ha carattere esemplificativo e non esaustivo, restando nell'autonomia e nella conseguente responsabilità degli intermediari l'individuazione di nuovi e diversi strumenti finanziari caratterizzati da livelli di complessità tali da richiedere l'adozione di più stringenti cautele, avuto anche riguardo ai continui sviluppi dei processi di innovazione finanziaria. Sulla scorta delle posizioni recentemente espresse in sede comunitaria (*Statement* dell'ESMA del 31 luglio 2014 recante '*Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible*'), è stata poi messa in evidenza la sostanziale inidoneità per la clientela *retail* di talune tipologie di prodotti incluse nel sopra richiamato elenco, in ragione della complessità della struttura finanziaria e della peculiare 'opacità' del rischio sottostante. Nell'ipotesi in cui gli intermediari intendessero comunque offrire tali prodotti a clienti *retail*, la Comunicazione precisa la necessità che tale decisione sia assunta, su base motivata, dallo stesso vertice aziendale. L'intermediario dovrà quindi adottare presidi in grado di contenere in maniera sostanziale l'innalzato rischio di non conformità delle condotte, informando il cliente circa il fatto che la Consob ritiene quel prodotto inadatto alla clientela al dettaglio.

Le decisioni e gli indirizzi assunti che i soggetti vigilati intenderanno assumere contribuiranno a orientare, in una logica *risk-based*, l'attività di supervisione dell'Istituto.

Nel corso del 2014 il numero di fondi esteri commercializzati in Italia ha continuato a crescere, portandosi a 4.151 dai 4.074 a fine 2013 (Fig. 102). Per contro è calato a 342 il numero di società estere autorizzate a commercializzare i propri prodotti in Italia (364 alla fine del 2013).

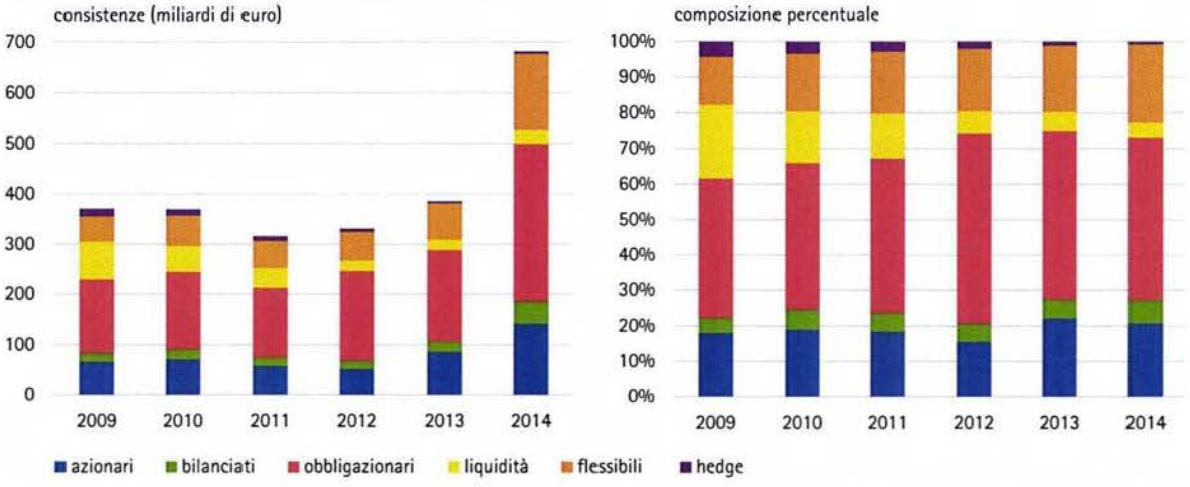
Fig. 102 Numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia e numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi per sede legale



Fonte: prospetti informativi.

Il patrimonio dei fondi comuni distribuiti in Italia ha mostrato un significativo incremento, raggiungendo nel 2014 valori prossimi a 700 miliardi di euro (+75 per cento rispetto all'anno precedente; Fig. 103). La crescita maggiore è stata registrata dal patrimonio gestito in fondi obbligazionari e in fondi flessibili (rispettivamente, +70 e +105 per cento).

Fig. 103 Patrimonio netto dei fondi comuni collocati in Italia

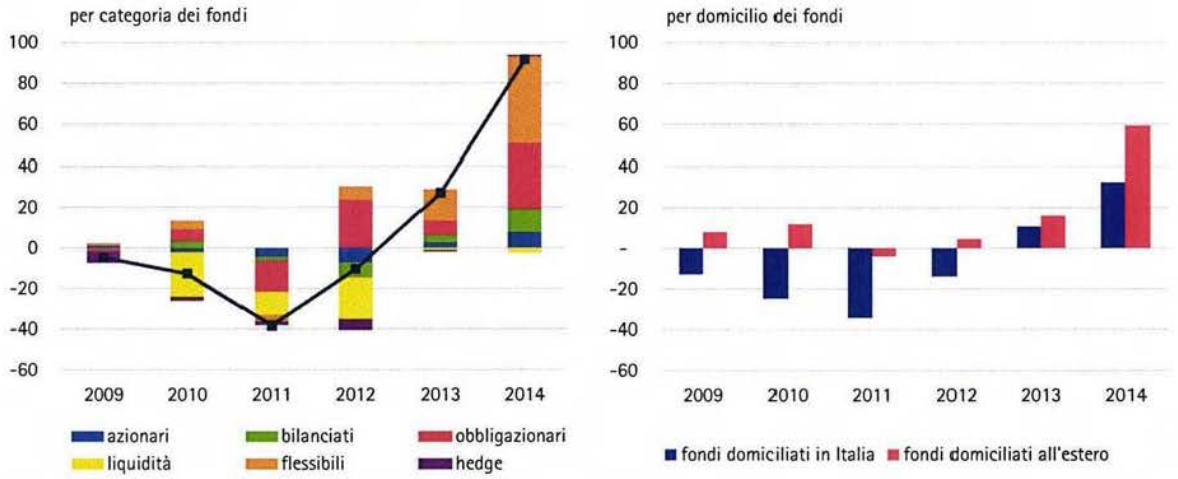


Fonte: Assogestioni. I dati si riferiscono ai fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati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

La composizione percentuale del patrimonio netto per tipologia di fondi è rimasta, tuttavia, sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente, evidenziando soltanto un marginale incremento della quota allocata in fondi flessibili.

La raccolta netta del 2014 è triplicata rispetto all'anno precedente, attestandosi a poco meno di 91 miliardi di euro (Fig. 104). Coerentemente al dato relativo al patrimonio netto, la crescita maggiore è stata registrata nei comparti dei fondi flessibili e dei fondi obbligazionari. In linea con la tendenza registrata negli anni precedenti, la raccolta netta riferibile ai veicoli domiciliati all'estero è maggiore di quella relativa ai fondi domiciliati in Italia (rispettivamente, 65 e 35 per cento).

Fig. 104 Raccolta netta dei fondi comuni collocati in Italia
(miliardi di euro)

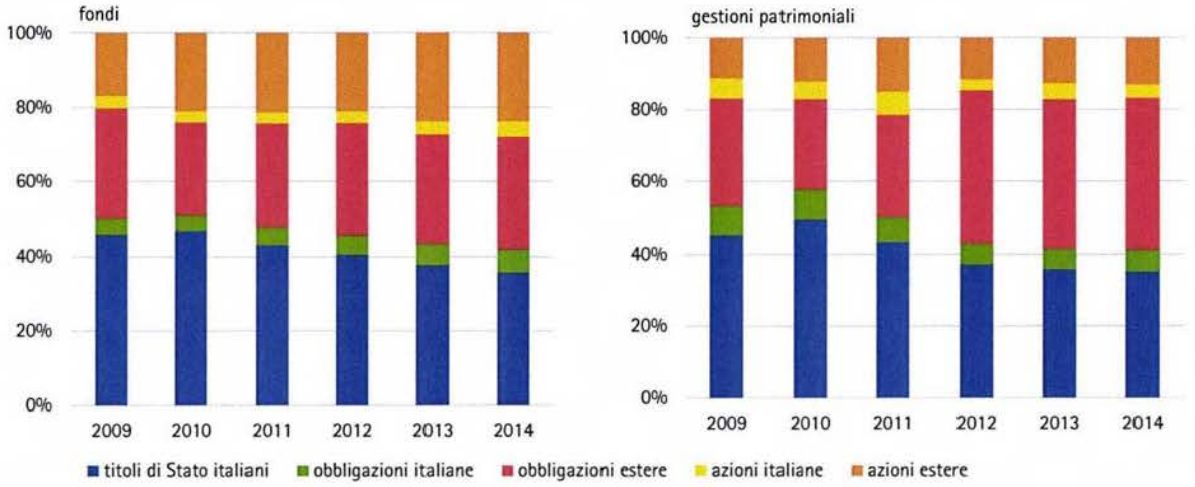


Fonte: Assogestioni. I dati si riferiscono ai fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati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

Con riferimento alla composizione del patrimonio dei fondi comuni aperti di diritto italiano, nel corso del 2014 si è leggermente ridotta l'incidenza dei titoli del debito sovrano italiano, in linea con una tendenza iniziata nel 2011, mentre è cresciuto il peso dei titoli obbligazionari emessi da soggetti italiani e dei titoli azionari, soprattutto esteri (Fig. 105).

Dal 2009, i fondi comuni di investimento aperti italiani hanno progressivamente aumentato l'esposizione alle azioni emesse da società estere. Questo fenomeno, tuttavia, non sembra riflettersi nell'*asset allocation* delle gestioni patrimoniali individuali, dove continua a risultare più elevata la quota allocata in obbligazioni estere.

Fig. 105 Composizione del portafoglio dei fondi comuni aperti di diritto italiano e delle gestioni patrimoniali individuali

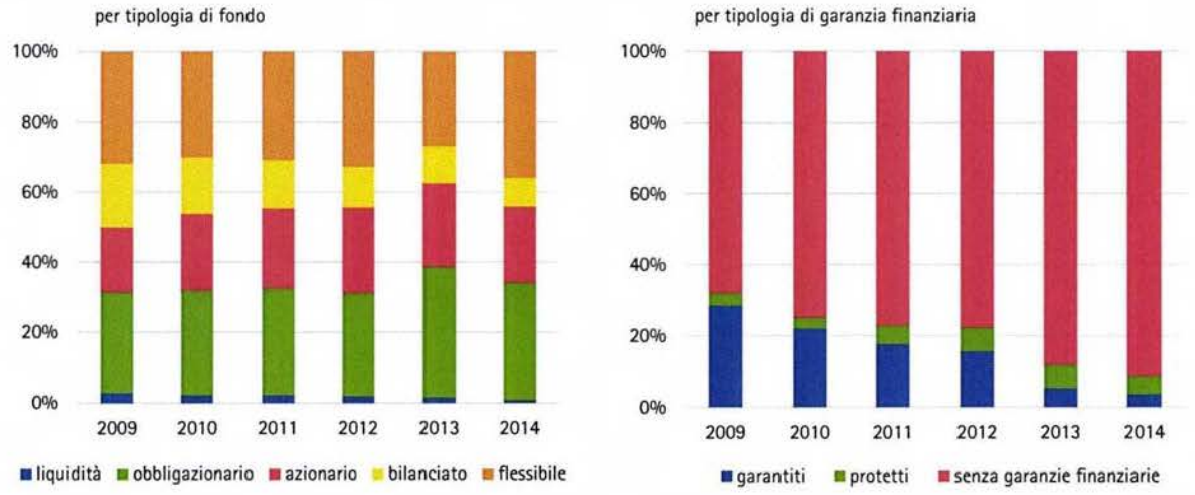


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. La quota investita in Oicr dalle gestioni individuali è stata allocata alle altre attività finanziarie sulla base della composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano nell'anno di riferimento. I dato delle obbligazioni estere includono i titoli pubblici esteri e i dati delle azioni includono quelli degli Oicr.

A differenza del 2013, quando si era registrato un significativo incremento dei fondi obbligazionari presenti nel patrimonio delle polizze *unit linked*, nel 2014 si è assistito a una contrazione dell'incidenza del comparto obbligazionario a favore dei fondi flessibili, il cui peso ha raggiunto il valore più elevato negli ultimi anni (Fig. 106).

A fine 2014, infatti, i fondi flessibili rappresentano circa il 36 per cento del patrimonio delle polizze *unit linked*, a fronte del 33 per cento riferibile ai fondi obbligazionari.

Fig. 106 Composizione del patrimonio gestito dei fondi collegati alle polizze *unit linked*



Fonte: elaborazioni su dati Ania.

Con riferimento alla composizione del patrimonio dei fondi collegati a polizze *unit linked* per tipologia di garanzia finanziaria, nel corso del 2014 si è consolidata una tendenza emersa negli ultimi anni che ha visto la progressiva diminuzione del peso dei fondi garantiti, scesi sotto la soglia del cinque per cento in termini di peso relativo. In linea con questa dinamica, si è registrata una lieve riduzione anche con riguardo ai fondi protetti.

5 La vigilanza sulle società di gestione del risparmio

Nel corso del 2014 l'attività di vigilanza sulle Sgr si è avvalsa, come di consueto, di incontri con esponenti aziendali e di richieste di dati e notizie. In particolare, si sono tenuti quattro incontri con esponenti aziendali (ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. *a)* del Tuf) e sono state inviate dieci richieste formali di dati e notizie (nove ai sensi dell'art. 8, comma 1 del Tuf e una ai sensi dell'art. 8, comma 2 del Tuf). È stato inoltre disposto un ordine di convocazione del Consiglio di amministrazione di una Sgr con fissazione dell'ordine del giorno (ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. *b)* del Tuf).

A seguito dell'accertamento di ipotesi di violazione della normativa in tema di corretta prestazione dei servizi di gestione collettiva del risparmio e di gestione di portafogli, sono state inviate 70 lettere di contestazione agli esponenti aziendali di sei Sgr. Al contempo, sono state richieste modifiche alle procedure interne preordinate all'adempimento degli obblighi di correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi.

La vigilanza sugli intermediari gestori di fondi comuni aperti si è focalizzata sull'analisi dei processi decisionali sottesi alla definizione della gamma di prodotti, al fine di verificarne l'effettivo orientamento al soddisfacimento dei bisogni della clientela *target* anziché alle esigenze delle reti di vendita, anche in termini di schemi di remunerazione.

Dalle verifiche svolte è emersa la necessità che le procedure interne in materia di pianificazione delle innovazioni di prodotto ovvero di ridefinizione della gamma di offerta esistente contengano specifiche disposizioni in tal senso.

Relativamente ai fondi a 'cedola', che prevedono il pagamento periodico all'investitore di una cedola connessa al *payoff* del portafoglio, è stata rilevata l'esigenza di un più accurato presidio dell'attività di definizione sia delle strategie di investimento nel corso del 'ciclo di vita' del fondo sia del *quantum* delle cosiddette cedole.

Per altro verso, con riferimento ai contenuti dell'attività pubblicitaria, è stato riscontrato un sistema di controlli sul complesso delle attività non sempre efficace nella rilevazione di eventuali aspetti di criticità sotto il profilo della corretta rappresentazione del rischio del prodotto offerto prima della diffusione al pubblico. Inoltre, i controlli posti in essere dagli intermediari gestori non sempre sono risultati

modulati secondo le peculiarità del canale utilizzato per la diffusione delle comunicazioni pubblicitarie.

Con riguardo al comparto dei fondi immobiliari chiusi, nel corso del 2014 l'attività di vigilanza è proseguita sul fronte della valutazione di correttezza dei comportamenti tenuti dai gestori di fondi offerti a un pubblico indistinto (cosiddetti *retail*) prossimi alla scadenza. In dettaglio, l'analisi si è concentrata sulla coerenza dell'attività di gestione con i piani previsionali di tali fondi, anche a seguito delle intervenute previsioni normative che hanno consentito di prorogare, a determinate condizioni, la scadenza dei fondi di ulteriori due anni. Relativamente ai fondi immobiliari riservati a investitori qualificati, l'attività di vigilanza si è focalizzata sull'analisi dei rapporti tra gestori ed esperti indipendenti.

Con riferimento alle Sgr di fondi immobiliari riservati, in talune circostanze sono state riscontrate prassi di condivisione informale delle valutazioni tra la Sgr e gli esperti indipendenti. Tale prassi, ben lontana dallo spirito di scambio dialettico che dovrebbe animare il rapporto Sgr-esperti indipendenti, ha di fatto compromesso l'efficacia della funzione riservata dall'ordinamento agli stessi esperti, chiamati a sopperire all'assenza di un mercato immobiliare efficiente nonché a presidiare talune situazioni di conflitto di interessi, ferma restando la responsabilità della società di gestione del risparmio in ordine alla correttezza del processo valutativo.

Con riguardo a una Sgr, a seguito dell'accertamento di gravi violazioni normative e di gravi irregolarità nell'amministrazione, è stata formulata al Ministero dell'Economia e delle Finanze la richiesta di scioglimento degli organi con funzioni di amministrazione e di controllo e di sottoposizione della Sgr alla procedura di amministrazione straordinaria, ai sensi dell'art. 56 del Tuf.

Come di consueto, nel 2014 l'Istituto ha collaborato con il Ministero dell'Economia e delle Finanze e con la Banca d'Italia nell'ambito dei procedimenti di natura straordinaria o cautelare. In particolare, sono state fornite osservazioni al Ministero con riferimento alla proposta di amministrazione straordinaria presentata dalla Banca d'Italia relativamente a due Sgr (ai sensi dell'art. 56 del Tuf), nonché alla proposta di liquidazione coatta amministrativa nei confronti di una Sgr (ai sensi dell'art. 57 del Tuf). Inoltre, sono stati forniti alla Banca d'Italia undici pareri, di cui quattro per cancellazioni di Sgr dall'Albo, una per estensione dell'operatività di una Sgr, sei per operazioni straordinarie (fusioni/scissioni/trasformazioni).

Nel corso del 2014, sotto il profilo della vigilanza di trasparenza, è proseguita l'analisi della documentazione di offerta degli Oicr aperti armonizzati. Seguendo un approccio *risk-based*, sono state esaminate le 'informazioni chiave' per gli investitori recate dai *Key Investor Information Document* (KIID) e la loro coerenza con quelle, maggiormente dettagliate, rappresentate nel prospetto informativo degli Oicr. Le risultanze di tale analisi sono confluite nelle linee di indirizzo per la redazione della documentazione

d'offerta di Oicr aperti di diritto italiano (Comunicazione 0045188 del 29 maggio 2014).

Attenzione è stata dedicata, inoltre, all'attività pubblicitaria effettuata dalle Sgr, principalmente al fine di verificarne l'idoneità a veicolare correttamente ai potenziali investitori, anche nella documentazione di *marketing*, gli elementi caratterizzanti il prodotto.

Ai sensi delle Direttive europee sui fondi di investimento sono state altresì controllate, ai fini della completezza documentale e della regolarità, numerose notifiche trasmesse da autorità estere per la commercializzazione in Italia di prodotti del risparmio gestito.

Nel 2014 sono state controllate 509 notifiche relative alla commercializzazione di quote o azioni di Oicvm europei (ai sensi dell'art. 93 della Direttiva 2009/65/CE). Sono state inoltre oggetto di verifica 140 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 (ai sensi dell'art. 32 della Direttiva 2011/61/UE) e sei notifiche per la commercializzazione in Italia di fondi europei di *venture capital* con denominazione EuVECA (ai sensi del Regolamento 345/2013/UE).

Il numero di Sgr attive nella gestione di fondi chiusi immobiliari si mantiene costante a 55 unità; ciò nonostante è aumentato considerevolmente il numero di fondi operativi, passando da 348 a 391 veicoli (Tav. 48). Il valore complessivo dell'attivo dei fondi immobiliari è cresciuto di oltre tre miliardi di euro, un incremento di circa il 6 per cento; a fronte di un aumento del patrimonio netto di 4,7 miliardi (+14 per cento), l'indebitamento medio si è ridotto di circa 5 punti percentuali.

Tav. 48 Fondi immobiliari chiusi di diritto italiano[1]
(valori monetari in miliardi di euro)

	numero di Sgr	numero fondi operativi	patrimonio netto (A)	totale attivo (B)	indebitamento	composizione percentuale attività			
					((B-A)/B) %	immobili e diritti reali immobiliari	strumenti finanziari	valori mobiliari e liquidità	altre attività
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
2014	55	391	37,6	58,3	35,6	86,6	5,3	4,5	3,6

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. [1] L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

L'esame della struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e dei requisiti di indipendenza degli amministratori è proseguito anche nel 2014. In particolare, è stata analizzata la composizione dei consigli di amministrazione delle maggiori 15 Sgr di matrice bancaria e assicurativa che gestiscono almeno un fondo destinato al pubblico indistinto, in base al patrimonio gestito (nel 2014, pari a circa 243 miliardi di euro, rappresentativo di circa il 92

per cento del patrimonio detenuto dai fondi aperti gestiti da società di diritto italiano), ponendola a confronto con gli omologhi dati del 2013 (Tav. 49).

Nel 2014 il numero complessivo dei consiglieri del campione di Sgr esaminato è diminuito di 19 unità, passando da 129 a 110.

Tav. 49 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	
2014	cariche ricoperte nella capogruppo	2	0	1	0	2	1	5	*11*
	cariche in altre società del gruppo	0	7	4	1	3	5	22	*42*
	senza cariche nelle società del gruppo	2	5	1	2	37	2	8	*57*
	totale	*4*	*12*	*6*	*3*	*42*	*8*	*35*	*110*
2013	cariche ricoperte nella capogruppo	4		1		3	4	12	*24*
	cariche in altre società del gruppo		7	5	1	5	2	18	*38*
	senza cariche nelle società del gruppo	1	5	1	2	38	3	17	*67*
	totale	*5*	*12*	*7*	*3*	*46*	*9*	*47*	*129*

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi a un campione costruito considerando le prime 15 Sgr di matrice bancaria o assicurativa per patrimonio gestito nel 2014. 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.

In particolare si è osservata una diminuzione del numero di consiglieri non qualificabili né come esecutivi né come indipendenti (passati da 56, nel 2013, a 43, nel 2014), mentre è leggermente aumentato il peso dei consiglieri esecutivi (22 su 110 in luogo dei precedenti 24 su 129). Infine, pur in presenza di una medesima incidenza percentuale rispetto all'anno precedente (circa il 48 per cento), si è osservata una diminuzione in valore assoluto degli incroci tra i consiglieri della Sgr e quelli della capogruppo e/o di altre società del gruppo: il numero di amministratori con incarichi anche in altre società del gruppo di appartenenza delle Sgr è risultato, infatti, pari a 53, a fronte di 62 nel 2013.

Il numero degli amministratori indipendenti è passato da 49 nel 2013 a 45 nel 2014, con una media di 4,1 consiglieri indipendenti ogni 10 (nell'anno precedente tale rapporto era di 3,8), mentre è diminuito il numero degli amministratori che, pur qualificati come indipendenti, ricoprono cariche in altre società del gruppo (si tratta di sei amministratori rispetto ai nove del 2014, di cui due siedono anche nel consiglio della capogruppo e i restanti quattro nei consigli di altre società del gruppo).

6 La vigilanza sui promotori finanziari

Come noto, dal 1° gennaio 2009 la tenuta e la gestione dell'Albo dei promotori finanziari sono affidate a un apposito Organismo controllato dalla Consob.

Nel corso del 2014 i promotori finanziari iscritti sono aumentati dai 51.314 di fine 2013 ai 54.089 di fine 2014, mentre nello stesso periodo il numero di promotori attivi è cresciuto da 30.351 a 34.017. Si è così riscontrata un'inversione di tendenza rispetto all'andamento di segno negativo registrato negli ultimi dieci anni.

L'Organismo ha svolto in modo regolare la propria funzione di tenuta e gestione dell'Albo. Infatti, nel corso dell'anno sono stati ricevuti soltanto tre reclami avverso i provvedimenti adottati dall'Organismo, ritenuti tutti manifestamente infondati a seguito delle verifiche condotte.

L'attività di vigilanza sui promotori finanziari ha preso impulso dalle segnalazioni degli intermediari, dagli esposti provenienti dagli investitori, dalle comunicazioni dell'Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari, dell'Autorità Giudiziaria e della Polizia Giudiziaria nonché dalle verifiche ispettive condotte presso gli intermediari.

Nello specifico, nel 2014 sono pervenute 351 segnalazioni (345 del 2013), sono state effettuate 246 richieste di dati e notizie agli intermediari (188 del 2013) e sono stati avviati 97 procedimenti sanzionatori (104 nel 2013). 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 tramite l'utilizzo 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.

Nel corso del 2014 la Consob ha adottato nei confronti dei promotori finanziari 39 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività e ha trasmesso 43 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte (si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

Particolare attenzione è stata inoltre rivolta all'attività di vigilanza nei confronti degli intermediari il cui *core business* è il collocamento mediante offerta fuori sede con reti di promotori finanziari, in particolare con riferimento al sistema di controlli predisposti dagli intermediari sui comportamenti posti in essere dai promotori finanziari, al fine di garantire la migliore tutela della clientela.

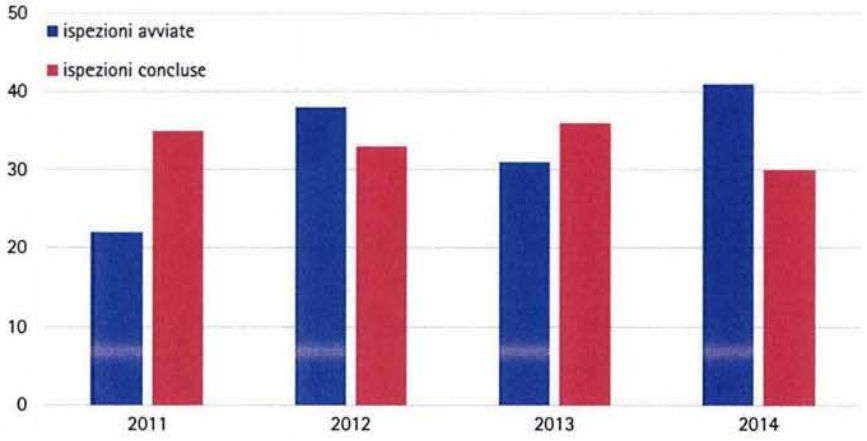
L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori V

1 Gli accertamenti ispettivi

Nel 2014 l'Istituto ha avviato 41 verifiche ispettive e ne ha concluse 30 (di cui sei avviate nel 2013); le ispezioni in corso alla fine dell'anno risultano pari a 17 (Fig. 107).

La Banca d'Italia ha chiesto l'esecuzione di sei ispezioni, in base ai vigenti protocolli di intesa. In 24 casi (pari al 58 per cento delle ispezioni avviate) nella fase di accesso ci si è avvalsi della collaborazione del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza.

Fig. 107 Accertamenti ispettivi avviati e conclusi



Fonte: Consob.

Le aree più frequentemente oggetto di accertamenti hanno riguardato gli abusi di mercato (39 per cento delle verifiche ispettive, pari a 16 casi) e le regole di comportamento e trasparenza degli intermediari (27 per cento, 11 accertamenti; Tav. 50). Seguono i presidi antiriciclaggio (15 per cento, 6 verifiche, di cui 3 svolte per conto della Banca d'Italia) e la gestione di fondi immobiliari destinati alla clientela *retail* (7 per cento, 3 indagini).

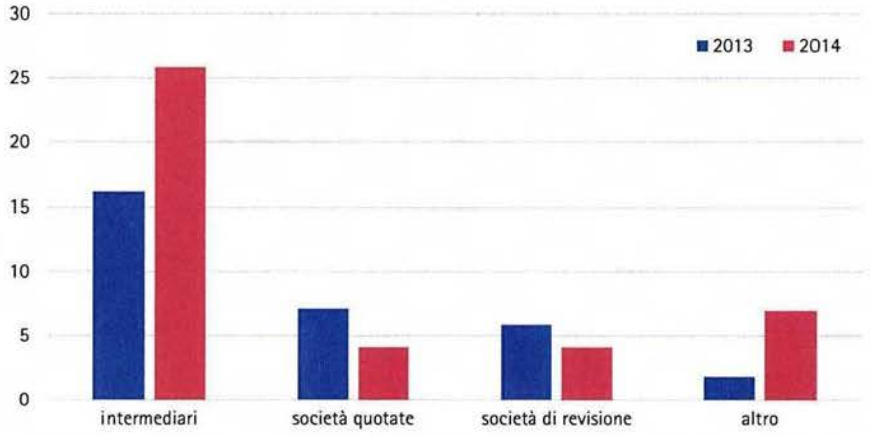
Dal punto di vista della tipologia dei soggetti sottoposti a verifica, si è trattato di intermediari e società emittenti quotate ovvero partecipanti al capitale delle stesse rispettivamente in 26 e 4 casi. Le rimanenti 11 verifiche hanno riguardato in 4 casi società di revisione e in 7 casi soggetti non ordinariamente sottoposti alla vigilanza della Consob (Fig. 108).

Tav. 50 Aree di indagine dell'attività ispettiva
(percentuale sul totale verifiche ispettive)

	intermediari e prodotti		emittenti e società di revisione			mercati	altro	
	servizi investimento	fondi immobiliari clientela *retail*	informazione societaria	assetti proprietari/ Opa	incarichi di revisione/ controllo di qualità	abusi di mercato	riciclaggio	altre aree[1]
2013	16	4	6	29	13	13	13	6
2014	27	7	2	--	3	39	15	7

Fonte: Consob. [1] Il dato si riferisce ad aree di interesse di Banca d'Italia diverse dall'antiriciclaggio.

Fig. 108 Soggetti sottoposti ad accertamenti ispettivi



Fonte: Consob.

Nell'attività di prevenzione del riciclaggio, oltre alla vigilanza ispettiva si è fatto ricorso anche agli strumenti della vigilanza regolamentare e informativa.

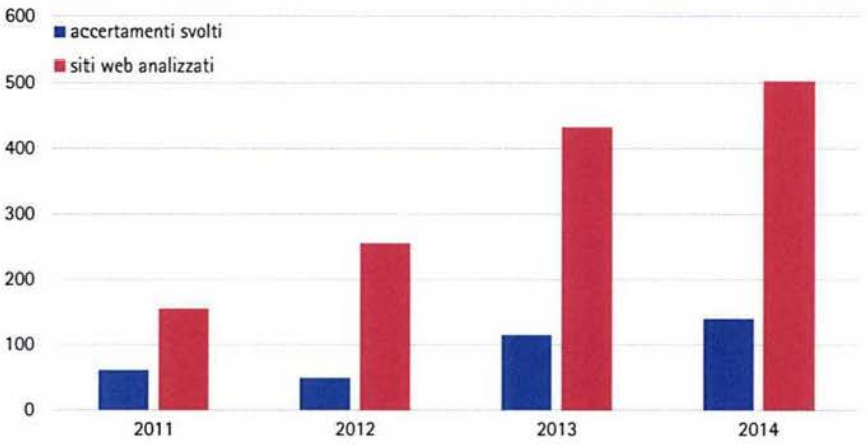
Quanto all'attività di vigilanza regolamentare, nel corso del 2014 sono entrate in vigore, dal 1° gennaio, le disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela da parte di promotori (delibera Consob 18731) e, dal 1° giugno, di adeguata verifica della clientela da parte delle società di revisione con incarichi su enti di interesse pubblico (cosiddetti EIP, delibera Consob 18802).

Sotto il profilo della vigilanza informativa, sono state indirizzate 23 richieste di dati e notizie nei confronti di società di revisione con incarichi EIP; per due società sono stati anche effettuati incontri con esponenti aziendali apicali. Infine, sempre con riferimento alle suddette società di revisione, in 3 casi sono stati attivati i poteri ispettivi.

Da ultimo, l'attività istruttoria svolta con riferimento ai promotori finanziari ha condotto all'avvio di 5 procedimenti sanzionatori per violazioni delle norme che prevedono limitazioni all'uso del contante e dei titoli al portatore e delle disposizioni sull'adeguata verifica della clientela.

Con riferimento a fenomeni abusivi realizzati via internet e rientranti nelle competenze dell'Istituto, nel 2014 sono stati svolti 140 accertamenti che hanno comportato analisi e approfondimenti relativi a 503 siti web (Fig. 109).

Fig. 109 Attività ispettiva su siti internet



Fonte: Consob.

2 Gli accertamenti sulle ipotesi di abusivismo

Nel 2014 si è intensificata l'attività di vigilanza sulle ipotesi di abusivismo previste dalla disciplina degli intermediari e degli emittenti. Nel periodo in questione la Consob ha avviato 133 istruttorie e ha adottato 118 iniziative di contrasto (79 nel 2013; Tav. 51).

In linea con quanto registrato negli anni precedenti, la maggior parte delle ipotesi indagate (oltre due terzi) ha riguardato presunte violazioni della disciplina in materia di intermediari.

Tav. 51 Iniziative di *enforcement* per prestazione abusiva dei servizi di investimento e offerta/pubblicità abusiva relativa all'offerta di prodotti finanziari

	provvedimenti di sospensione cautelare	provvedimenti di divieto	comunicazioni a tutela dei risparmiatori	segnalazioni Autorità Giudiziaria
2009	6	4	--	....
2010	5	5	--	....
2011	3	6	1	....
2012	6	6	16	41
2013	2	2	25	50
2014	3[1]	2	47	66

Fonte: Consob. [1] Il dato include una iniziativa che ha successivamente generato un provvedimento di divieto nel corso del 2015.

In particolare, molti accertamenti hanno riguardato servizi e attività di investimento aventi ad oggetto opzioni binarie e *contract for difference* e prestati tramite piattaforme per il trading *on line*.

Nell'ambito delle istruttorie avviate e dei provvedimenti assunti per violazione delle disposizioni previste dalla disciplina degli emittenti, particolare attenzione è stata dedicata alle offerte (ovvero alla pubblicizzazione) di programmi di investimento ad alto rendimento (cosiddetti HYIP – *High Yield Investment Program*).

Sulla scia di quanto emerso nel secondo semestre del 2013, anche nel 2014 sono state segnalate alla Consob numerose piattaforme web che offrono all'investitore la possibilità di finanziare progetti imprenditoriali attraverso la sottoscrizione di strumenti finanziari. Tali piattaforme richiamano l'idea dell'*equity crowdfunding* senza, tuttavia, rispettare la disciplina prevista sul tema dal Regolamento Consob 18592 del 2013.

Gli elementi tipici dell'attività abusiva cui si fa riferimento sono costituiti dall'assenza di adeguati elementi informativi sul gestore della piattaforma stessa, sull'emittente gli strumenti finanziari proposti e sui beneficiari delle somme nonché dalla promessa di rendimenti elevati e dall'indeterminatezza della natura dello strumento finanziario offerto. In molti casi, ravvedendo la possibile rilevanza penale delle fattispecie oggetto di accertamento, la Consob ha trasmesso le opportune segnalazioni all'Autorità Giudiziaria.

Il web si conferma il canale maggiormente utilizzato per la realizzazione delle offerte abusive. Nel corso del 2014, tuttavia, si è registrato un aumento delle segnalazioni di risparmiatori contattati direttamente per telefono.

In questi casi, la tecnica messa in atto, nota come '*cold calling*' (letteralmente 'telefonata a freddo'), mira a indurre il risparmiatore ad aderire all'iniziativa presentata cogliendolo di sorpresa e quindi potenzialmente impreparato a reggere la pressione psicologica cui viene sottoposto.

3 I provvedimenti sanzionatori

Nel 2014 sono stati portati a compimento 160 procedimenti sanzionatori (142 nel 2013), dei quali 140 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni (135 nel 2013). L'importo complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a circa 20,6 milioni di euro, rispetto ai 32,5 milioni del 2013 (Fig. 110). Nel corso dell'anno sono state, inoltre, comminate sanzioni accessorie interdittive per complessivi 156 mesi (231 mesi nel 2013) e, ad esito di procedimenti per violazioni in materia di abusi di mercato, sono stati confiscati beni per un valore corrispondente a circa 396 mila euro (1,8 milioni di euro nel 2013).

Fig. 110 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob[1]
(milioni di euro)

Fonte: Consob. [1] I dati includono i pagamenti in misura ridotta e i provvedimenti cautelari nei confronti dei promotori finanziari.

3.1 I provvedimenti in materia di abusi di mercato

I provvedimenti sanzionatori assunti dalla Commissione per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato sono stati in totale nove (14 nel 2013), di cui due hanno riguardato fattispecie di abuso di informazioni privilegiate (art. 187-*bis* del Tuf) e sette hanno integrato casi di accertata manipolazione del mercato (art. 187-*ter* del Tuf).

A fronte di ciò, sono state applicate sanzioni pecuniarie pari a circa 11,8 milioni di euro (21,6 milioni nel 2013) nei confronti di 24 soggetti, di cui 13 persone fisiche e 11 persone giuridiche (Tav. 52). Queste ultime in otto casi sono state sanzionate per violazione dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (Responsabilità dell'ente) per complessivi 6,8 milioni di euro.

Nei confronti delle persone fisiche responsabili delle suddette violazioni, 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 156 mesi, per un periodo minimo di 6 mesi e fino a un massimo di 28 mesi pro-capite. Nei confronti dei medesimi soggetti, ove sussistenti i relativi presupposti normativi, è stata inoltre disposta la confisca di beni ai sensi dell'art. 187-*sexies* del Tuf, per un valore complessivo pari a circa 396 mila euro.

Nel 2014 è stata altresì 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 50 mila euro.

Tra i procedimenti di maggiore rilevanza, si segnala la sanzione per complessivi 1,3 milioni di euro applicata nei confronti di esponenti aziendali di Fondiaria-Sai (all'epoca dei fatti quotata sul MTA), per violazione dell'art. 187-*ter*,

comma 1, del Tuf, in relazione alla diffusione nei bilanci consolidati relativi al 2010 della stessa Fondiaria-Sai nonché della società controllata Milano Assicurazioni Spa, di informazioni false e suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in ordine alle azioni dell'emittente, per non essere stato rappresentato in modo corretto l'ammontare della riserva sinistri RCA della generazione 2009 e di quelle precedenti. Nei confronti degli esponenti aziendali è stata applicata anche la sanzione accessoria ai sensi dell'art. 187 – *quater* del Tuf per complessivi 14 mesi.

Tav. 52 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato[1]
(valori monetari in migliaia di euro)

			numero casi	numero soggetti interessati	importo sanzioni	importo confische	numero soggetti interessati da pene accessorie	pene accessorie (mesi)
2009	insider trading		11	16	7.490	20.893	14	130
	manipolazione		6	7	1.729	14,6	6	22
		totale	*17*	*23*	*9.219*	*20.908*	*20*	*152*
2010	insider trading		11	13	2.404	2.025	12	55
	manipolazione		4	7	1.810	--	7	28
		totale	*15*	*20*	*4.214*	*2.025*	*19*	*83*
2011	insider trading		2	4	1.720	1.139	4	16
	manipolazione		5	5	700	101	4	20
		totale	*7*	*9*	*2.420*	*1.240*	8	36
2012	insider trading		6	8	1.975	5.958	7	48
	manipolazione		6	11	1.900	6	9	78
		totale	*12*	*19*	*3.875*	*5.964*	*16*	*126*
2013	insider trading		5	7	1.120	1.844	7	54
	manipolazione		9	19	20.450	3	13	177
		totale	*14*	*26[2]*	*21.570*	*1.847*	*20*	*231*
2014	insider trading		2	2	350	343	2	22
	manipolazione		7	19	11.500	53	11	134
		totale	*9*	*21[2]*	*11.850*	*396*	*13*	*156*

Fonte: Consob. [1] L'*insider trading* è sanzionato ai sensi degli art. 187-*bis, quater, quinquies* e *sexies* Tuf; la manipolazione è sanzionata ai sensi degli art. 187-*ter, quater, quinquies* e *sexies* Tuf. [2] Il dato comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-*bis*, 187-*ter* e 187-*quinquies*; non sono inclusi tre soggetti giuridici nei confronti dei quali la sanzione è stata applicata in qualità di responsabile in solido con gli autori delle violazioni.

3.2 I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

I provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti di intermediari finanziari, per violazione delle regole generali di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi e delle attività d'investimento e nella gestione dei conflitti d'interessi, sono stati in totale 16 (14 nel 2013) e hanno riguardato quattro banche, quattro Sgr, tre Sim e cinque imprese di investimento comunitarie (di cui tre senza succursale in Italia). Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 3,7 milioni di euro, sono state comminate nei confronti di 101 esponenti aziendali (102 nel 2013; Tav. 53).

Tav. 53 Sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari
(valori monetari in migliaia di euro)

	numero intermediari coinvolti					numero esponenti sanzionati					importo delle sanzioni[1]				
	banche	Sim	agenti di cambio	Sgr	*totale*	banche	Sim	agenti di cambio	Sgr	*totale*	banche	Sim	agenti di cambio	Sgr	*totale*
2009	1	4	2	2	*9*	16	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[2]	--	6	*14*	30	17	--	55	*102*	820	199	--	1.288	*2.307*
2014	4	8[3]	--	4	*16*	42	31	--	28	*101*	2.550	900	--	250	*3.700*

Fonte: Consob. [1] L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. [2] Il dato include una società d'investimento comunitaria senza succursale in Italia. [3] Il dato include cinque società di investimento comunitarie di cui tre senza succursale in Italia.

Tra i provvedimenti assunti si segnala, in particolare, la sanzione pecuniaria di complessivi 2,3 milioni di euro applicata nei confronti di esponenti aziendali di Banca MPS ad esito di una verifica ispettiva dalla quale sono emerse gravi carenze procedurali e comportamentali, riferibili al periodo 2010-2012, in relazione alla gestione e identificazione dei conflitti d'interessi nonché all'attività di valutazione di adeguatezza delle operazioni disposte dalla clientela.

Con riferimento ai promotori finanziari, nell'anno 2014 sono stati adottati complessivamente 68 provvedimenti sanzionatori (63 nel 2013), di cui 37 radiazioni dall'Albo, 22 sospensioni a tempo determinato (da minimo un mese a massimo quattro mesi) e 9 sanzioni pecuniarie per un importo complessivamente pari a circa 50 mila euro.

Sono state inoltre effettuate 67 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte (a fronte delle 27 del 2013; Tav. 54).

Tav. 54 Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari

	sanzioni						provvedimenti cautelari	segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
	richiamo	radiazione dall'Albo	sospensione dall'Albo a tempo determinato	sanzione amministrativa pecuniaria	*totale*	*percentuale sul numero di promotori iscritti all'albo*	sospensione dell'attività a tempo determinato	
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*	*0,33*	32	38
2013	--	44	18	1	*63*	*0,27*	20	27
2014	--	37	22	9	*68*	*0,11*	39	67

Fonte: Consob.

Oltre ai citati procedimenti, sono stati assunti 6 provvedimenti sanzionatori in relazione alla prestazione non autorizzata di servizi di investimento nonché all'abusiva offerta fuori sede degli stessi servizi. Tali provvedimenti hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per complessivi 99 mila euro e hanno riguardato sia soggetti italiani sia soggetti esteri.

Nel corso dell'anno è stato, infine, adottato un provvedimento sanzionatorio per violazioni della vigente disciplina in materia di *transaction reporting* (art. 65, comma 1, lett. *b)* del Tuf e art. 23 del Regolamento Consob 16190/2007) a fronte del quale è stata comminata una sanzione pari a 2.500 euro (24 mila nel 2013 in relazione a due casi).

3.3 I provvedimenti relativi agli emittenti

I provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina in materia di emittenti e di informativa al pubblico e alla Consob, assunti nel 2014, sono stati in tutto 40 (38 nel 2013). Le relative sanzioni pecuniarie sono state pari, nel complesso, a circa 4,9 milioni di euro (8,2 milioni di euro nel 2013; Tav. 55).

Tav. 55 Sanzioni amministrative irrogate per violazioni della disciplina in materia di emittenti e di informativa societaria
(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	*totale*	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	responsabilità collegio sindacale	*totale*
2009	3	1	17	17	--	--	*38*	11	8	17	18	--	--	*54*	1,3	2,7	0,3	5,8	--	--	*10,1*
2010	4	8	19	35	--	--	*66*	16	16	20	55	--	--	*107*	4,4	0,9	1,2	1,3	--	--	*7,8*
2011	11	3	13	33	3	--	*63*	15	1	6	12	3	--	*37*	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	*83*	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	*78*	1,8	0,6	1,1	0,6	..	4,1	*8,2*
2014	6	--	11	9[1]	5	8	*40*	53	--	11	9[1]	9	38	*122*	2,1	--	0,3	0,5[1]	1,0	1,1	*4,9*[2]

Fonte: Consob. [1] Il dato non include tre procedimenti sanzionatori estinti anticipatamente stante il ricorso dei tre soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta (*ex* art. 16 della legge 689/1981), per un controvalore complessivo corrisposto pari a 150 mila euro. [2] La mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

In materia di offerta al pubblico e connesse attività pubblicitarie, sono stati adottati sei provvedimenti sanzionatori (quattro per violazioni dell'art. 94, commi 1 e 2, del Tuf e due per violazioni art. 95, commi 1 e 2) che hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per un importo pari a

circa 2,1 milioni di euro, in un caso unitamente alla sanzione accessoria dell'interdizione temporanea per quattro mesi.

In particolare, sono state comminate sanzioni pecuniarie per complessivi 1,9 milioni di euro nei confronti di Banca MPS, a seguito di violazioni degli artt. 94 e 113 del Tuf in relazione ai prospetti d'offerta relativi agli aumenti di capitale operati nel 2008 e nel 2011 nonché alla documentazione d'offerta relativa a emissioni obbligazionarie e *certificates* effettuate nel periodo 2008-2012. Con riferimento ai prospetti d'offerta, è stata tra l'altro accertata l'omessa indicazione di informazioni rilevanti per gli investitori in ordine alla sottoscrizione, con una controparte estera, da parte della fondazione controllante l'emittente, di contratti derivati *total return swap* (cosiddetti TROR) aventi come sottostante il 49 per cento di strumenti finanziari convertibili in azioni ordinarie della banca nonché l'erronea indicazione della contabilizzazione di talune operazioni nei bilanci 2008, 2009 e 2010.

Per quanto concerne le violazioni di disposizioni in materia di informativa al mercato e alla Consob, sono stati adottati, in totale, 11 provvedimenti sanzionatori e applicate sanzioni pecuniarie pari a 284 mila euro nei confronti di 10 enti e una persona fisica.

Nove provvedimenti sanzionatori derivano da violazioni degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 450 mila euro.

In particolare, le sanzioni pecuniarie corrispondenti a violazioni degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti sono pari a 350 mila euro, mentre ulteriori 100 mila euro si riferiscono a due casi di inadempimento dei doveri informativi previsti dall'art. 122, comma 1, del Tuf in materia di patti parasociali.

Tre procedimenti sanzionatori, riferibili a violazioni degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, 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 150 mila euro.

Nel 2014 sono stati adottati anche 5 provvedimenti sanzionatori per violazioni della disciplina in materia di revisione contabile a fronte delle quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per poco più di un milione di euro.

Otto provvedimenti sono stati adottati per violazione dei doveri di vigilanza gravanti sui membri del collegio sindacale *ex* art. 149 del Tuf e hanno riguardato 30 sindaci nonché otto enti responsabili in solido, nei confronti dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 1,08 milioni di euro.

Nella maggior parte dei casi, le contestazioni avviate hanno riguardato l'omessa vigilanza dei sindaci sul rispetto da parte della società degli obblighi informativi e/o procedurali previsti dal Regolamento sulle operazioni con parti correlate, in relazione a operazioni di maggiore e minore rilevanza ovvero operazioni

erroneamente valutate come rientranti in casi di esclusione. In altri casi, il procedimento sanzionatorio instaurato per omessa vigilanza ha avuto ad oggetto la violazione di norme inerenti alla trasparenza delle remunerazioni e dei meccanismi di *governance* effettivamente applicati dalla società, ai compiti e alle responsabilità degli amministratori (artt. 2381, 2391 e 2392 c.c.).

In particolare, nel corso del 2014 si è concluso un procedimento sanzionatorio con irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie per violazione dell'art. 149, comma 1, del Tuf integrata da una condotta posta in essere dai sindaci di Investimenti e Sviluppo Spa. L'organo di controllo, infatti, in contrasto con l'art. 2402 c.c., ha aumentato in corso di mandato il proprio compenso senza alcuna deliberazione assembleare, emettendo fatture per asserite maggiori prestazioni che sono state iscritte in bilancio e il cui importo è stato rappresentato nella relazione sulla remunerazione.

L'attività regolamentare VI

1 Il recepimento delle direttive europee e l'attuazione della disciplina primaria

Il 2014 ha visto la Consob impegnata nei lavori di recepimento della Direttiva 2013/36/UE del Parlamento e Consiglio europeo, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento (cosiddetta CRD4). A tal fine – dopo un lungo *iter* legislativo nel corso del quale la Commissione ha fornito il proprio contributo tecnico – è stata approvata la legge 154 del 7 ottobre 2014, cosiddetta 'Legge di delegazione europea 2013-*bis*', volta, tra l'altro, al recepimento della CRD4.

Tale Direttiva, di imminente recepimento, modificherà il Tuf in maniera significativa, sia con riferimento alla disciplina delle sanzioni amministrative sia con riferimento alla disciplina della vigilanza sui intermediari.

Relativamente al profilo delle sanzioni amministrative, le principali novità derivanti dall'attuazione della CRD4 riguarderanno innanzitutto l'introduzione di un nuovo regime di ripartizione della responsabilità amministrativa tra persone fisiche e persone giuridiche.

L'obiettivo perseguito è quello di sanzionare in prima battuta la società o l'ente nei cui confronti sono accertate le violazioni e, solo in presenza di determinati presupposti, anche le persone fisiche interne alla società o all'ente che abbiano avuto un ruolo nel compimento delle violazioni accertate.

Inoltre, sono stati previsti nuovi importanti strumenti aventi finalità deflative del contenzioso. A tale riguardo, si segnala l'estensione dell'ambito applicativo dell'istituto del 'Pagamento in misura ridotta della sanzione amministrativa pecuniaria' (oblazione, consentita, prima della riforma in questione, solo relativamente alle violazioni degli obblighi informativi prescritti dall'art. 120, commi 2, 3 e 4, del Tuf) e l'introduzione di un nuovo strumento, 'Ordine di porre termine alle violazioni', come possibile alternativa all'irrogazione della sanzione amministrativa pecuniaria per le violazioni della disciplina degli intermediari aventi principalmente natura organizzativa-procedimentale.

È stata infine rivista, in linea con le nuove indicazioni europee, la disciplina dei criteri di quantificazione delle sanzioni e quella relativa alle modalità di pubblicazione delle stesse.

In materia di vigilanza sugli intermediari, il recepimento della CRD IV determinerà la revisione dei requisiti degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale degli intermediari in modo da rafforzare l'idoneità a garantire la sana e prudente gestione degli stessi.

Dall'attuazione della CRD4 conseguirà l'introduzione, per la prima volta, nel nostro Testo Unico, dell'istituto della 'segnalazione di violazioni' (*whistleblowing*), importante strumento finalizzato ad agevolare la Consob nella tempestiva conoscenza di condotte violative della disciplina derivante dall'attuazione del 'pacchetto CRD4' in modo da poter adeguatamente intervenire anche al fine di attenuarne o prevenirne gli esiti dannosi. Taluni specifici aspetti tecnico-applicativi dello strumento (quale, ad esempio, la parametrazione di eventuali diminuzioni delle sanzioni da irrogare ai segnalatori corresponsabili della violazione segnalata), costituiranno oggetto della regolamentazione secondaria attuativa della riforma che vedrà la Consob impegnata nel corso del 2015, anche con la Banca d'Italia.

La definizione delle concrete modalità attuative del *whistleblowing* costituirà un primo modello di regolamentazione di tale strumento che potrà essere adottato anche in relazione alla segnalazione di violazioni della disciplina relativa alla prestazione dei servizi di investimento e agli abusi di mercato.

Nel 2014 l'attività regolamentare dell'Istituto è stata orientata anche dalle modifiche al Tuf conseguenti al recepimento della Direttiva 2011/61/UE sui gestori dei fondi di investimento alternativi (AIFMD). Il decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44, reca le disposizioni di modifica al Tuf volte a consentire il recepimento nella normativa nazionale della AIFMD e l'inserimento delle disposizioni necessarie all'applicazione dei Regolamenti (UE) 345/2013 e 346/2013 che hanno disciplinato i gestori di fondi europei per il *venture capital* (EuVECA) e i gestori di fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF).

In attuazione delle deleghe regolamentari contenute in tale decreto e al fine di completare il processo di recepimento della Direttiva in questione e delle relative disposizioni di attuazione, nel corso del 2014, è stata avviata e conclusa, in collaborazione con la Banca d'Italia per i profili di competenza, la consultazione del mercato su un insieme di modifiche aventi ad oggetto i Regolamenti Consob 11971/1999 (Regolamento Emittenti) e 16190/2007 (Regolamento Intermediari), il Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio del 29 ottobre 2007 (Regolamento Congiunto) e il Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio.

Nel quadro dei lavori di recepimento, la Commissione ha, inoltre, fornito il proprio contributo al Ministero dell'Economia e delle Finanze per la definizione della disciplina di attuazione dell'art. 39 del Tuf (relativa alla determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Oicr italiani), in ordine alla quale ha poi rilasciato il prescritto parere di competenza.

La Commissione ha approvato, l'8 gennaio 2015, le modifiche ai Regolamenti Emittenti e Intermediari. Il 19 gennaio 2015, la Banca d'Italia e la Consob hanno approvato il provvedimento di modifica del Regolamento Congiunto e la Banca d'Italia ha approvato il nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Tali atti normativi sono divenuti efficaci in esito alla pubblicazione, il 20 marzo 2015, del Regolamento adottato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze in attuazione dell'art. 39 del Tuf.

La stesura finale dei testi regolamentari ha tenuto conto delle osservazioni formulate dai vari attori del mercato nel corso dei lavori di recepimento nonché nell'ambito della procedura di pubblica consultazione.

L'attività regolamentare posta in essere non ha tuttavia concluso il processo di recepimento della AIFMD nell'ordinamento nazionale; al momento, infatti, non è stato codificato il regime regolamentare concernente l'operatività di gestori di fondi di Paesi terzi in linea (Gefia non UE) con la disciplina transitoria contenuta nel d.lgs. 44/2014, in base alla quale l'entrata in vigore delle norme riguardanti tali soggetti decorrerà dalla data prevista dall'atto delegato che dovrà essere adottato dalla Commissione europea ai sensi dell'art. 67, par. 6, della AIFMD.

Per quanto riguarda il Regolamento Intermediari, sono stati apportati al Libro IV gli adattamenti idonei a consentire l'applicazione delle regole di condotta declinate per i gestori dei FIA dalla Direttiva AIFM e ulteriormente dettagliate dal Regolamento 231/2013UE (Regolamento delegato).

Considerato che la disciplina in tema di regole di condotta delineata dai due regimi normativi (UCITS e AIFMD) è risultata sostanzialmente sovrapponibile, fatte salve le debite differenze dovute alla tipologia di Oicr (che nel caso della AIFMD comprende anche gli Oicr in forma chiusa), nella redazione degli interventi di modifica è stato seguito l'approccio di individuare un *corpus* unico di norme applicabile ai due tipi di gestione UCITS e FIA. Tale approccio ha, in particolare, tenuto conto del fatto che le previsioni del Regolamento delegato, oltre che direttamente applicabili nell'ordinamento nazionale, sono risultate in molteplici casi ampiamente sovrapponibili alle vigenti disposizioni domestiche relative alla gestione collettiva del risparmio di derivazione UCITS e, in alcune fattispecie, considerato il loro maggior grado di dettaglio, hanno assunto una veste chiarificatrice delle disposizioni più generali contenute nella Direttiva UCITS. Ovviamente non sono state estese alla gestione UCITS le previsioni del Regolamento delegato con essa non compatibili mentre si è provveduto a salvaguardare le previgenti previsioni relative a

particolari profili del servizio di gestione collettiva contenute nella disciplina UCITS che non risultavano riprodotte nella normativa AIFMD.

Nel presupposto che le regole generali di condotta concernenti gli obblighi di correttezza da tenersi nel processo decisionale di investimento costituiscono i canoni comportamentali generali per qualunque gestore professionale, si è ritenuto di non prevedere deroghe normative nei confronti dei gestori "sotto-soglia" (soggetti per i quali il valore totale dei beni gestiti non supera i 100 milioni di euro ovvero i 500 milioni se gli Oicr da questi gestiti non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per cinque anni dopo l'investimento iniziale) di matrice nazionale, la cui regolamentazione rientra negli spazi di discrezionalità concessi dalla Direttiva ai legislatori nazionali.

Con riferimento al Regolamento Emittenti, le modifiche apportate hanno consentito un pieno allineamento alla AIFMD, mantenendo tuttavia inalterata nel Regolamento la precedente collocazione delle disposizioni relative agli Oicr, al fine di assicurare una continuità di lettura e di orientamento.

Ciò ha implicato, innanzitutto, una revisione dei titoli delle rubriche di ciascuna sezione interessata dalle modifiche, al fine di meglio circoscrivere l'ambito di applicazione alla luce delle disposizioni sovranazionali. Nell'esercizio delle deleghe regolamentari contenute nel Tuf, sono state redatte le procedure di notifica e/o autorizzazione in tema di commercializzazione nazionale e transfrontaliera di FIA destinati sia a investitori professionali sia a investitori *retail* e sono stati declinati gli obblighi informativi nei confronti degli investitori.

Al riguardo, con riferimento agli investitori professionali, sono state individuate le informazioni da rendere agli stessi prima della conclusione dell'investimento in attuazione dell'art. 23 dell'AIFMD.

Per quanto concerne l'informativa da rendere agli investitori *retail*, in ipotesi di sottoscrizione di FIA aperti, si è ritenuto di confermare la disciplina vigente - di derivazione UCITS - che prevede l'obbligo di redigere il KIID e il prospetto per gli Oicr non armonizzati disciplinati dalla Direttiva UCITS IV. Diversamente, nel caso di commercializzazione di quote o azioni di FIA chiusi nei confronti degli investitori al dettaglio, agli stessi si è ritenuta applicabile la disciplina sul prospetto d'offerta prevista dalla Direttiva 2003/71/CE.

Ulteriori modifiche al Regolamento Emittenti sono state apportate al fine di implementare la nuova disciplina contenuta nel Tuf relativa agli obblighi informativi dei gestori di FIA in caso di acquisizione di partecipazioni rilevanti e del controllo in società non quotate o in emittenti quotati.

Per quanto riguarda le modifiche al Regolamento Congiunto, in termini di tecnica redazionale è stato seguito l'approccio sopra descritto per il Regolamento Intermediari, attraverso l'individuazione di un *corpus* unico di norme, fatte salve le dovute differenze che connotano le due tipologie di gestione di derivazione UCITS e FIA. Quanto sopra ha richiesto una

complessiva revisione del Regolamento in esame al fine di adeguarne i contenuti alla luce delle novità recate dalla normativa sovranazionale, apportando i necessari adeguamenti di coordinamento e di razionalizzazione.

Con riferimento ai gestori sotto-soglia, nel Regolamento Congiunto, in virtù del principio di proporzionalità che ne governa l'applicazione e della natura organizzativo-procedurale degli istituti disciplinati, è stata effettuata una opportuna graduazione dei regimi giuridici applicabili in ragione della dimensione dell'intermediario e dell'ampiezza della sua operatività gestoria, esercitando la delega contenuta nell'art. 35-*undecies* del Tuf concernente la facoltà di definire un regime normativo semplificato per i gestori sotto-soglia. In particolare, a tali gestori è stato consentito di accentrare in un'unica funzione di controllo, permanente e indipendente, le funzioni di gestione del rischio, di controllo della conformità e di *audit* interno. Analoghe scelte sono state effettuate in tema di strategie di voto, la cui disciplina (contenuta nel Regolamento delegato) non si applica ai gestori sotto-soglia; ulteriori interventi di semplificazione hanno riguardato la disciplina sui conflitti di interesse, sulla esternalizzazione delle funzioni operative essenziali e sulla delega della gestione del rischio.

Le modifiche apportate al Regolamento Congiunto sono state finalizzate a recepire anche la disciplina sulle remunerazioni contenuta nella Direttiva 2011/61/UE, attraverso la previsione di norme strettamente aderenti alle regole e agli indirizzi applicativi stabiliti a livello europeo dalla Direttiva medesima e dalle Linee-guida ESMA 2013/232 del 3 luglio 2013 in materia di sane politiche di remunerazione dei gestori di fondi di investimento alternativi. Le nuove disposizioni sono applicabili esclusivamente ai gestori di fondi FIA.

Si segnala infine che, nell'ambito del documento posto alla consultazione del mercato, sono stati pubblicati anche i contributi relativi all'Analisi di Impatto della Regolamentazione (AIR) sulle modifiche apportate ai Regolamenti citati. La Relazione AIR è stata elaborata al fine di rappresentare le modifiche regolamentari nel più ampio contesto normativo definito dalla AIFMD.

Il documento reca, pertanto, una prima parte in cui sono stati preliminarmente rappresentati gli aspetti salienti della riforma europea: la definizione del problema, gli obiettivi perseguiti, gli strumenti normativi effettivamente utilizzati e la relativa analisi costi-benefici. A seguire, sono stati raccolti ed elaborati i dati relativi all'ambito di attività su cui incide la Direttiva, con riferimento al mercato italiano. Sulla base del contesto normativo e dell'analisi di mercato è stato rappresentato il percorso di attuazione in Italia della disciplina relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi e sono state evidenziate le scelte regolamentari effettuate. In conclusione, ai fini del meccanismo di riesame istituito dall'art. 69 dell'AIFMD, che dovrà essere avviato entro il 22 luglio 2017 dalla Commissione europea, la Relazione indica le aree prioritarie per la raccolta di dati utili alla costruzione di un sistema di indicatori per valutare l'efficacia dell'intervento normativo.

Nel corso del 2015 l'attività regolatoria dell'Istituto sarà orientata dal recepimento di numerose Direttive, che comporterà la realizzazione di quel processo di revisione integrata della disciplina degli intermediari e dei mercati cui si è fatto precedentemente riferimento.

In particolare, l'Istituto sarà impegnato nel completamento del recepimento della Direttiva 2013/11/UE, del 21 maggio 2013, sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori (Direttiva ADR per i consumatori) e della Direttiva 2013/34/UE, del 26 giugno 2013, relativa ai bilanci di esercizio e ai bilanci consolidati (Direttiva Contabile). Significativo rilievo assumerà l'attività finalizzata al recepimento della Direttiva 2013/50/UE, del 22 ottobre 2013, in materia di obblighi di trasparenza delle informazioni sugli emittenti quotati (nuova Direttiva *Transparency*); della Direttiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) e all'applicazione del correlato Regolamento 600/2014UE (MiFIR); della Direttiva 2014/57/UE, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (MAD II) e all'applicazione del correlato Regolamento 596/2014UE (MAR). La Commissione sarà inoltre impegnata nei lavori di recepimento della Direttiva 2014/91/UE, del 23 luglio 2014 (che modifica la Direttiva 2009/65/CE), in materia di OICVM (UCITS V); della Direttiva 2014/56/UE, del 16 aprile 2014, in materia di revisione contabile (Direttiva Audit) e di applicazione del relativo Regolamento 537/2014UE - Regolamento *Audit*) e nell'attività finalizzata alla corretta e integrale applicazione anche del Regolamento 909/2014UE, del 23 luglio 2013, relativo ai depositari centrali di titoli (CSDR), e del Regolamento 1286/2014UE, del 26 novembre 2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs).

2 Altri interventi in attuazione del Testo unico della finanza

Nel corso del 2014 la Consob ha provveduto ad adeguare il Regolamento Emittenti alla nuova disciplina in materia di azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo. Il d.l. 91/2014, convertito con modificazioni nella legge 116/2014 (cosiddetto Decreto Competitività) ha abrogato il divieto di emissione di azioni con diritto di voto plurimo, in precedenza disciplinato dall'articolo 2351, comma 4, c.c.. Con riferimento alle società quotate, inoltre, il decreto ha introdotto l'art. 127-*quinquies* del Tuf, che consente di attribuire un diritto di voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, alle azioni appartenute a uno stesso azionista per almeno 24 mesi.

Tale diritto viene meno nelle ipotesi previste dal comma 3 della citata disposizione, ovvero, tra gli altri, nei casi di cessione a titolo oneroso delle azioni con diritto di voto maggiorato (le azioni a voto maggiorato non sono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c.).

Con riferimento alle azioni con diritto di voto plurimo, il citato decreto ha introdotto nel Tuf l'art. 127-*sexies* che consente alle società che abbiano emesso azioni a voto plurimo anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato, di mantenere inalterati i diritti e le caratteristiche di tali azioni, nonché, nei limiti ivi previsti, di emettere azioni a voto plurimo a seguito di aumento di capitale, fusione e scissione. In merito, invece, alle azioni con diritto di voto maggiorato, è previsto che i diritti di voto risultanti dalla maggiorazione si computano per la determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale, salvo che lo statuto non disponga diversamente (art. 127-*quinquies*, comma 8).

Le anzidette modifiche normative hanno pertanto determinato la necessità di una revisione delle disposizioni regolamentari in vigore al fine di adeguare le stesse alla nuova disciplina in materia di maggiorazione del diritto di voto e di emissione di azioni con diritto di voto plurimo. Il medesimo nuovo art. 127-*quinquies* del Tuf ha del resto conferito espressamente alla Consob il compito di emanare le disposizioni di attuazione in materia, al fine, in particolare, di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle regole in materia di obblighi di offerta pubblica di acquisto, fermi restando gli obblighi di comunicazione previsti in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti.

Con la delibera 19084 del 19 dicembre 2014, la Commissione ha pertanto approvato le modifiche al Regolamento Emittenti al fine di dare attuazione alle deleghe anzidette. La novella legislativa ha posto l'esigenza, innanzitutto, di prevedere delle regole specifiche in ordine al contenuto dell'elenco degli azionisti della società che intendono avvalersi del voto maggiorato e alla trasparenza delle relative informazioni.

A tal fine è stato introdotto nel Regolamento Emittenti, l'articolo 143-*quater* che indica quali informazioni devono essere incluse nell'elenco, tra cui i dati identificativi e il numero delle azioni detenute. Il medesimo articolo prevede, inoltre, che tali informazioni devono essere aggiornate con cadenza almeno mensile e che devono essere messe a disposizione dei soci che ne facciano richiesta. La società è altresì tenuta a pubblicare le informazioni sul proprio sito internet ove esse si riferiscano ad azionisti rilevanti.

In ordine all'applicazione delle nuove disposizioni nell'ambito della disciplina degli assetti proprietari e delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, sono stati apportati diversi correttivi alle norme regolamentari per ridurre le eventuali asimmetrie informative a scapito degli azionisti di minoranza e garantire l'effettività degli obblighi di offerta in caso di passaggio del controllo dell'emittente (Riquadro 11).

Riquadro 11

Il decreto competitività e le modifiche alla disciplina degli assetti proprietari e delle offerte pubbliche di acquisto

Con riguardo alle modifiche di coordinamento riguardanti la disciplina degli assetti proprietari, l'articolo 120, comma 1 del Tuf, a seguito della novella legislativa, prevede una nuova definizione di capitale sociale con riferimento alle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, riferita al 'numero complessivo dei diritti di voto'. La definizione di capitale così fornita è rilevante ai fini del calcolo del denominatore su cui viene computata la partecipazione rilevante, quindi per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti e per la trasparenza dei patti parasociali, secondo le aliquote previste dagli articoli 117 e 120 del Regolamento Emittenti. Pertanto, in tali società, sia il numeratore che il denominatore andranno calcolati con riferimento al numero dei diritti di voto (anche se oggetto di sospensione o cessione a terzi), che chiaramente nelle società i cui statuti prevedano la maggiorazione del diritto di voto potrebbe non coincidere con la percentuale detenuta rapportata alle azioni che compongono il capitale. La possibilità che il numero complessivo dei diritti di voto subisca delle oscillazioni in aumento o in riduzione comporta due ordini di problemi: l'individuazione di un riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto esistenti, sulla base del quale calcolare il denominatore delle partecipazioni rilevanti, e l'applicazione degli obblighi di comunicazione in presenza di oscillazioni di natura meramente passiva.

In caso di variazioni di natura passiva della partecipazione rispetto alla soglia del 2 per cento – conseguenti a mutamenti nella base di calcolo del capitale sociale o dei diritti di voto (il denominatore) - è stata introdotta una specifica esenzione dall'obbligo di comunicazione. Tale soluzione è apparsa maggiormente efficace al fine di contenere al minimo i costi di monitoraggio e di *compliance* a carico degli operatori del mercato, nel rispetto dei limiti imposti dalla normativa comunitaria applicabile in materia, e preservare, al contempo, un adeguato livello di trasparenza nei confronti degli investitori. Inoltre, al fine di individuare il riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto esistenti, è stato introdotto l'obbligo in capo all'emittente di comunicare al pubblico l'ammontare complessivo dei diritti di voto e del capitale entro cinque giorni dalla fine di ciascun mese durante

il quale si è accertato un aumento o una diminuzione di tale ammontare e, comunque, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea dei soci, con le modalità di diffusione previste per la pubblicazione delle informazioni regolamentate.

Con riferimento alla disciplina sull'Opa obbligatoria e all'ampliamento dei relativi presupposti, il decreto ha introdotto una doppia soglia Opa alternativa, ossia correlata alla detenzione di più del 30 per cento del capitale e alla detenzione di più del 30 per cento del totale dei diritti di voto. Il nuovo art. 106 del Tuf prevede, infatti, l'obbligo di offerta pubblica totalitaria nel caso di superamento della soglia del 30 per cento per effetto della maggiorazione, nonché nei casi di consolidamento della partecipazione rilevante. Tali obblighi trovano applicazione poi anche nei casi di concerto tra più soggetti, qualora il superamento della soglia rilevante consegua alla maggiorazione del diritto di voto (art. 109, comma 1, secondo periodo, del Tuf). In sostanza, per le società che hanno introdotto la maggiorazione del diritto di voto (o consentano l'emissione di azioni a voto plurimo) l'obbligo di Opa sorge al superamento delle soglie percentuali calcolate in relazione al numero complessivo dei diritti di voto detenuti.

Tale soluzione è apparsa quella più coerente con il dato normativo dell'articolo 106 del Tuf, anche tenuto conto che, nel sistema delineato dalla Direttiva 2004/25/CE, l'Opa obbligatoria rappresenta uno strumento di protezione degli azionisti di minoranza conseguente al trasferimento del 'controllo' assembleare dell'emittente, in termini di diritti di voto. In tale ambito è stato previsto, inoltre, che in caso di superamento di natura passiva delle soglie rilevanti, non venga in rilievo l'obbligo di offerta ove il superamento sia conseguente, appunto, a una causa di natura indipendente dalla volontà del soggetto interessato. Per converso si è previsto un limite all'operatività di siffatta esenzione qualora sia stata acquistata una partecipazione superiore alla soglia rilevante, calcolata in relazione al numero delle azioni che compongono il capitale sociale.

Resta fermo che, in luogo dell'adempimento dell'obbligo di Opa, il medesimo soggetto può cedere le azioni in eccedenza, o comunque ridurre i propri diritti di voto, in applicazione della disciplina sui superamenti temporanei, la quale è stata inoltre modificata mediante eliminazione del limite quantitativo previsto in misura pari al 3 e all'uno per cento per i casi di consolidamento.

Un aspetto di particolare rilevanza che è stato affrontato in occasione della consultazione finalizzata alle anzidette modifiche regolamentari ha riguardato l'accertamento dell'effettivo possesso delle azioni per almeno due anni.

Nell'ambito della consultazione del mercato, si era ipotizzato che uno strumento per garantire la veridicità delle informazioni circa il possesso azionario ininterrotto (tanto ai fini dell'iscrizione nell'elenco indicato dall'articolo 127-*quinquies* del Tuf, quanto della conseguente maggiorazione) potesse essere rappresentato da una certificazione rilasciata dall'intermediario, ai sensi dell'articolo 83-*quinquies*, comma 3, del citato Tuf, e dell'articolo 25, del Provvedimento adottato d'intesa dalla Banca d'Italia e dalla Consob in data 22 febbraio 2008, recante la 'Disciplina dei Servizi di Gestione Accentrata, di Liquidazione, dei Sistemi di Garanzia e delle relative società di gestione' (Provvedimento Unico).

Considerata la netta preferenza espressa dalla quasi unanimità dei partecipanti alla consultazione per la comunicazione in luogo della certificazione e tenuto conto anche dei possibili problemi applicativi che avrebbe potuto comportare la previsione di una certificazione, si è ritenuto preferibile il ricorso allo strumento della comunicazione attraverso l'introduzione di previsioni specifiche nel Provvedimento Unico.

Peraltro, nell'ambito della consultazione, gli operatori di settore hanno evidenziato l'opportunità di un intervento regolamentare più ampio, proponendo soluzioni operative che prevedevano il ricorso a evidenze contabili distinte per le azioni che siano interessate dall'iscrizione nell'elenco previsto dall'articolo 127-*quinquies* del Tuf e per le azioni in relazione alle quali sia stato conseguito il voto maggiorato, anche attraverso l'adozione di codici identificativi *ad hoc*, la cui gestione richiede una modulazione dettagliata dei rapporti tra intermediari ed emittenti e il coinvolgimento della società di gestione accentrata.

In accoglimento delle osservazioni svolte dal mercato, la Consob, in coordinamento con la Banca d'Italia, nell'ambito delle rispettive competenze, con Provvedimento del 24 febbraio 2015, pubblicato in GURI n. 54 del 6 marzo 2015, ha provveduto a modificare il Regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata.

Le modifiche in questione sono state ispirate a criteri di neutralità delle regole in materia di gestione accentrata rispetto alle facoltà statutarie esercitabili nel rispetto delle norme del Testo Unico e del Regolamento Emittenti in materia di iscrizione nell'elenco e maggiorazione del diritto di voto, nonché volte a favorire la standardizzazione dei processi e il contenimento dei costi e dei relativi oneri per i soggetti interessati.

3 Ulteriori interventi di regolazione

Nel corso del 2014 hanno trovato una prima applicazione le disposizioni previste dal nuovo Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob (adottato con la delibera 18750 del 19 dicembre 2013), entrato in vigore il 1° marzo 2014.

Il modello organizzativo delineato con il nuovo Regolamento 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) a un termine unico di conclusione del procedimento pari a 180 giorni. La riduzione dei termini procedimentali è stata realizzata accentrando la fase istruttoria del procedimento in capo a una sola unità organizzativa della Consob.

La concreta operatività del nuovo modulo sanzionatorio ha consentito di individuare e modificare, con la delibera 19016 del 3 settembre 2014, taluni profili suscettibili di un'ulteriore semplificazione e razionalizzazione procedimentale.

Le modifiche apportate hanno consentito una migliore razionalizzazione del carico degli adempimenti istruttori connessi al procedimento sanzionatorio e pertanto un miglioramento, in termini di efficacia ed economicità, dell'azione amministrativa dell'Istituto, in un'ottica di pieno beneficio dei soggetti interessati dal medesimo procedimento.

4 La misurazione degli oneri amministrativi a carico dei soggetti vigilati

Tra le iniziative della Consob connesse alla regolamentazione si inseriscono le attività correlate alla Misurazione degli oneri amministrativi (MOA) in adempimento a quanto stabilito dall'art. 6, comma 3, del d.l. 13 maggio 2011 n. 70, convertito con legge 12 luglio 2011, n. 106. Facendo seguito alla prima fase del progetto sulla MOA portata a termine nel 2013 (ove la Commissione ha completato la mappatura degli obblighi di informazione previsti dalle disposizioni regolamentari dalla stessa emanate), ad esito delle analisi e dei rilievi effettuati, sono stati individuati alcuni primi possibili interventi da attuare – secondo uno specifico programma di attività – attraverso modifiche di natura normativa, organizzativa e informatica, volti a determinare una riduzione degli oneri per i soggetti vigilati e a incrementare i benefici per il mercato nel suo complesso. Tali interventi sono stati parzialmente posti in essere nel corso del 2014, in ossequio alle precipue finalità individuate dall'art. 6 del Tuf per il quale, nell'esercizio delle funzioni di vigilanza regolamentare, la Banca d'Italia e la Consob osservano determinati principi tra cui l'agevolazione dell'innovazione e della concorrenza.

In particolare hanno trovato piena attuazione i progetti di informatizzazione che consentono la riduzione del carico sui soggetti vigilati e la migliore gestione dei dati da parte dell'Istituto (vedasi l'introduzione di sistemi quali SIPROEM e DEPROEM). Sono stati posti in essere alcuni interventi di natura regolamentare per eliminare gli obblighi non più applicabili ovvero per chiarire determinati aspetti della regolamentazione stessa ed eliminare il mancato coordinamento con la normativa primaria (delibera n. 18523 del 10.4.2013 con la quale è stato abrogato il Capo I del Titolo VI del Regolamento Emittenti in materia di revisione legale). La duplicazione degli invii di documentazione a Consob e Banca d'Italia è oggetto di discussione nei tavoli attivi tra i due Istituti; il potenziamento e la valorizzazione del sito internet dell'Istituto con la finalità di aumentarne la funzione di raccolta delle informazioni rilevanti per il mercato e per i risparmiatori è un progetto in fase di avanzata attuazione.

Nel corso del 2014, inoltre, è stata avviata la seconda fase del progetto volta sostanzialmente alla misurazione vera e propria degli oneri informativi, con particolare attenzione a quelli relativi alla regolamentazione sugli intermediari. Attraverso la predisposta mappatura degli obblighi informativi, sono stati identificati i flussi elementari ed è stata altresì stimata la relativa dimensione, in modo da poterli discriminare a seconda della numerosità. In questa fase, l'analisi è stata focalizzata sugli obblighi informativi derivanti dal Regolamento Intermediari, caratterizzati da un modello 'normativo' comune e da una significativa omogeneità dei soggetti destinatari, tale da richiedere un campione sensibilmente più contenuto di osservazioni al fine di pervenire a stime significative e, in tal modo, minimizzare il costo della rilevazione.

Al fine di individuare le possibili stime per i costi unitari, onde poter definire compiutamente tutti i costi e gli associati benefici di ciascun obbligo informativo, sono state avviate diverse interlocuzioni con i soggetti vigilati e, in particolare, con le principali associazioni di categoria. Il coinvolgimento degli operatori di mercato, dapprima attraverso lo svolgimento di interviste semi-strutturate e, successivamente, attraverso la costituzione di gruppi di lavoro, consentirà alla Consob di disporre di una serie di informazioni in grado di migliorare la conoscenza dei processi aziendali e di favorire la definizione delle aree da analizzare con maggiore profondità. Più specificamente, attraverso un'analisi ed elaborazione dei dati contenuti nei *database* degli obblighi informativi, è stato predisposto un questionario che è stato distribuito a un campione significativo di associati sulla base del quale sarà definita una prima stima dei costi unitari di specifici oneri amministrativi (quelli che saranno preventivamente identificati come rilevanti). Al termine di tale attività di interlocuzione e di analisi sarà dunque possibile procedere alla individuazione delle aree di possibili interventi di semplificazione e razionalizzazione degli adempimenti a carico dei soggetti vigilati.

L'attività di mappatura e misurazione degli oneri informativi derivanti dai Regolamenti di competenza della Consob è oggetto di attenzione da parte di accademici ed esperti della materia che ne hanno

riconosciuto e apprezzato l'innovatività e la robustezza metodologica, attribuendo all'Istituto una menzione quale *top reformer* per l'anno 2013 (si veda 'L'analisi di impatto e gli altri strumenti per la qualità della regolazione. Annuario 2013', a cura di Alessandro Natalini, Francesco Sarpi e Giulio Vesperini, dicembre 2014).

PAGINA BIANCA

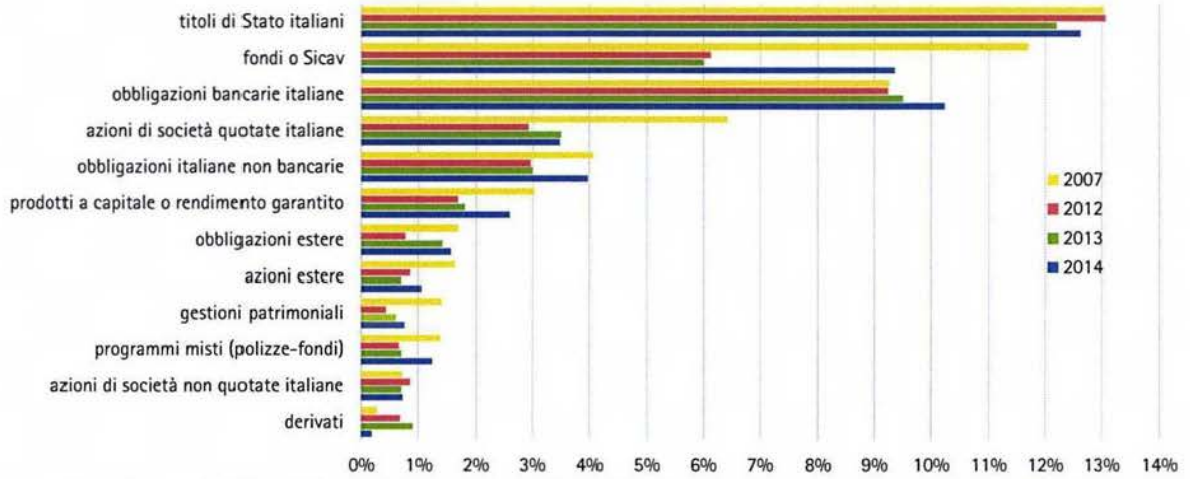
La tutela dell'investitore VII

1 L'approccio agli investimenti delle famiglie italiane

1.1 Scelte di portafoglio e domanda di consulenza

Nel corso del 2014 il livello di partecipazione ai mercati finanziari delle famiglie italiane è aumentato (Fig. 111). In particolare la percentuale degli investitori *retail* che detengono almeno un *asset* rischioso (azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita) è passato dal 26 per cento nel 2013 al 32 per cento a fine 2014. Benché in crescita, il tasso di partecipazione ai mercati finanziari continua a rimanere al di sotto dei valori registrati nel 2007 (38 per cento).

Fig. 111 Partecipazione delle famiglie italiane ai mercati finanziari per tipologia di prodotto
(percentuale di famiglie che detiene il prodotto o strumento finanziario indicato)



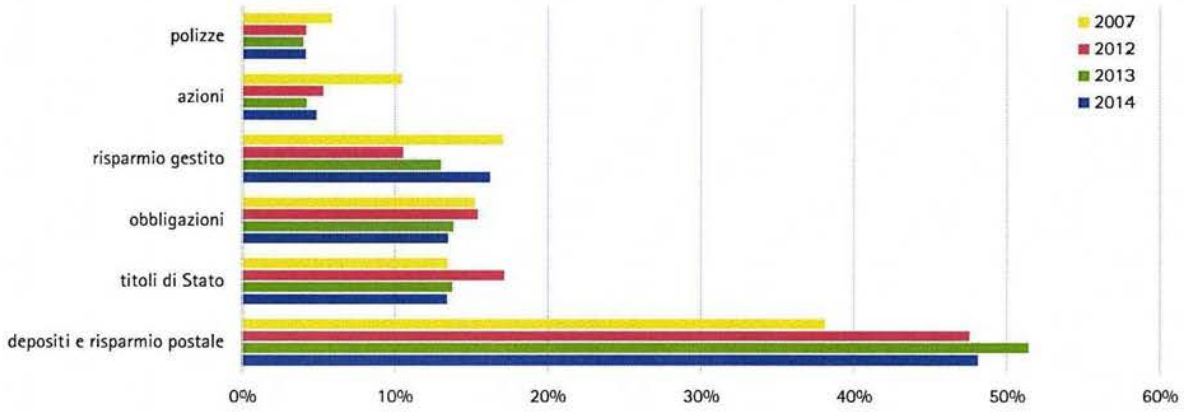
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market* (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche.

Il tasso di partecipazione è cresciuto in misura più rilevante nel comparto dei fondi e delle Sicav (dal 6 per cento nel 2013 al 9 per cento nel 2014). I titoli di Stato italiani e le obbligazioni bancarie italiane continuano a rimanere, tuttavia, i prodotti maggiormente diffusi, essendo la quota di famiglie che investono in tali prodotti pari rispettivamente al 13 e al 10 per cento. Rimane, invece, sostanzialmente stabile il tasso di partecipazione rilevato per le azioni quotate italiane (3,5 per cento).

Le variazioni intervenute, nel corso del 2014, nella composizione del portafoglio delle famiglie italiane riflettono le evidenze sulla partecipazione

ai mercati finanziari, registrando soprattutto l'incremento della quota rappresentata dai prodotti del risparmio gestito (Fig. 112).

Fig. 112 Allocazione della ricchezza delle famiglie italiane per tipologia di prodotto



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.

In particolare, la quota di attività finanziarie rappresentata da prodotti del risparmio gestito (fondi, Sicav e gestioni patrimoniali) è cresciuta di 3 punti percentuali (dal 13 al 16 per cento), attestandosi su livelli superiori a quelli registrati per le obbligazioni e per i titoli di Stato (13 per cento circa). La quota di ricchezza allocata in azioni (5 per cento circa), polizze assicurative del ramo III e V e fondi pensionistici integrativi (4 per cento circa) si mantiene bassa, come confermato dai dati di confronto internazionale (Riquadro 2). Coerentemente con la crescita della diffusione degli strumenti finanziari rischiosi, si riduce la quota media di ricchezza detenuta sotto forma di depositi e risparmio postale (dal 51 al 48 per cento nel 2014).

Circa il 70 per cento delle famiglie italiane sembra disposto a investire i propri risparmi in prodotto finanziari a condizione che essi garantiscano la protezione del capitale o un rendimento minimo; la seconda condizione indicata da circa il 40 per cento delle famiglie è sostenere una commissione bassa (Fig. 113).

La fiducia nel consulente è tra le motivazioni principali per il 37 per cento circa degli investitori *retail*, sebbene solo il 24 per cento circa si dichiari interessato alla consulenza.

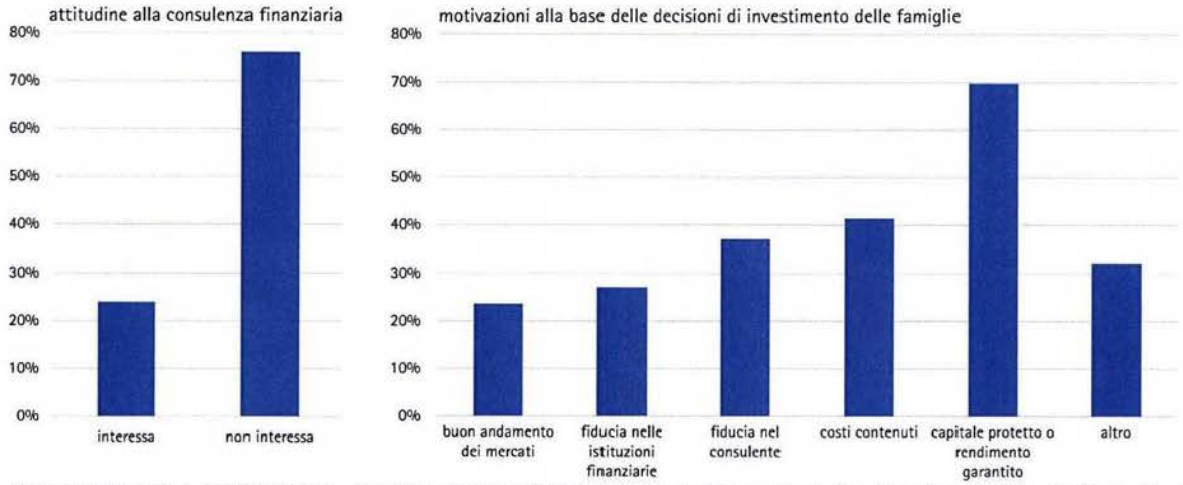
L'attitudine a informarsi in corrispondenza di una scelta di investimento (attraverso giornali, consulenti, internet, colleghi di lavoro, amici e parenti) è molto più diffusa tra gli investitori *retail* che ricevono proposte di investimento personalizzate rispetto alle famiglie che ricevono una consulenza generica o passiva (Fig. 114).

Le famiglie che si informano quando prendono una decisione di investimento rappresentano il 92 per cento di coloro che ricevono la consulenza

MiFID e il 70 per cento circa per il sotto-campione di soggetti che accedono alla consulenza generica o passiva. In entrambi i gruppi, comunque, il consulente costituisce il principale canale informativo.

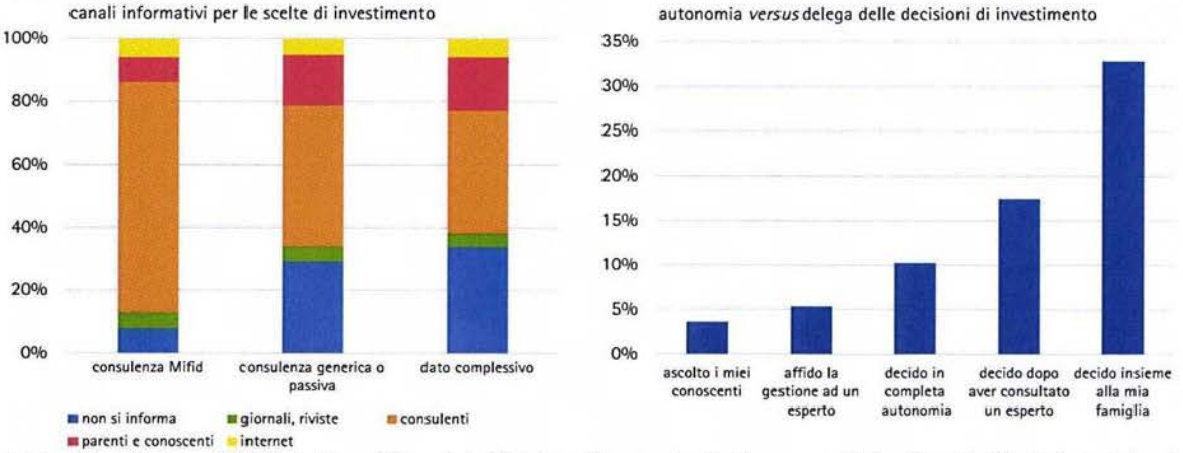
Con riferimento ai modelli decisionali, il 10 per cento degli investitori *retail* dichiara di scegliere in autonomia, mentre poco meno del 40 per cento condivide le scelte con la propria famiglia (quasi 33 per cento dei casi) o parenti e amici. L'esperto viene consultato prima di prendere decisioni di investimento dal 23 per cento delle famiglie, mentre solo il 5 per cento dichiara di affidargli i propri risparmi.

Fig. 113 Propensione all'investimento delle famiglie italiane e interesse per la consulenza finanziaria
(dicembre 2014)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. Il grafico di sinistra è stato realizzato sulla base delle risposte alla domanda: «*Indichi se ha qualche interesse per la consulenza finanziaria*». Il grafico di destra è stato realizzato sulla base delle risposte alla domanda: «*Indichi le motivazioni che la convincerebbero a fare investimenti*»; la voce 'altro' comprende: supporto nell'attività di monitoraggio degli investimenti; trasparenza, chiarezza delle informazioni, capire meglio i prodotti.

Fig. 114 Modelli decisionali delle scelte di investimento delle famiglie italiane
(dicembre 2014)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko – Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane' e *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. Il grafico di sinistra si basa sulle risposte alla domanda: "*Come si informa quando prende una decisione di investimento?*". Il grafico di destra si basa sulle risposte alla domanda: «*Come prende le decisioni di investimento?*». Le percentuali riportate nel grafico di destra sono state stimate sul campione di famiglie che dichiarano di detenere almeno un'attività finanziaria.

Riquadro 12

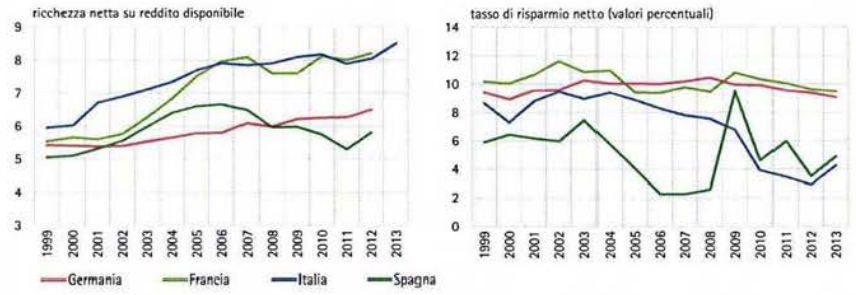
La ricchezza delle famiglie nei principali paesi dell'Area euro

A fine 2013 la ricchezza netta delle famiglie italiane (pari alla somma delle attività reali e finanziarie al netto delle passività finanziarie) è risultata pari a circa 8,5 volte il reddito disponibile. Il dato è in crescita rispetto all'anno precedente, anche per effetto dell'andamento registrato dal tasso di risparmio che, invertendo la dinamica calante in atto ormai dal 2005, si è riportato su livelli prossimi a quelli registrati nel 2010.

Nel 2013 il rapporto tra attività finanziarie e reddito disponibile delle famiglie ha continuato a crescere in tutti i principali paesi europei, a fronte di una perdurante eterogeneità nella composizione del portafoglio. In Italia, dove il rapporto tra attività finanziarie detenute dalle famiglie e reddito disponibile si conferma più elevato rispetto agli altri paesi europei (pari a 3,8), gli investimenti diretti in azioni quotate e non quotate oscillano complessivamente attorno al 12 per cento delle attività finanziarie, a fronte del 17 per cento riferibile agli investimenti indiretti nella medesima tipologia di titoli (ossia tramite fondi azionari). Le famiglie italiane, inoltre, investono una quota considerevole di ricchezza finanziaria in obbligazioni e certificati di deposito (circa il 14 per cento, a fronte di valori inferiori al 5 per gli altri maggiori paesi europei), mentre mostrano una ridotta propensione verso polizze assicurative e fondi pensione, nelle quali è investita una quota di ricchezza pari al 18 per cento (34 per cento in Francia e in Germania). Il peso del circolante raggiunge il 40 per cento solo in Spagna, mentre oscilla tra il 26 e il 36 per cento negli altri paesi.

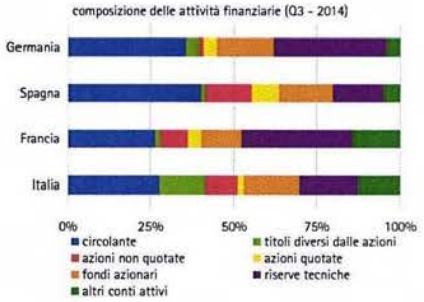
Le passività finanziarie delle famiglie italiane sono tornate a crescere, attestandosi al 90 per cento del reddito disponibile a fine 2013, pur mantenendosi sotto i livelli osservati nei maggiori paesi dell'Area. Nel 2014, il tasso di crescita del credito al consumo si è portato da livelli negativi a valori prossimi allo zero, convergendo verso quello dei prestiti per l'acquisto di abitazioni.

Ricchezza netta e tasso di risparmio in alcuni paesi dell'Area euro
(dati annuali)



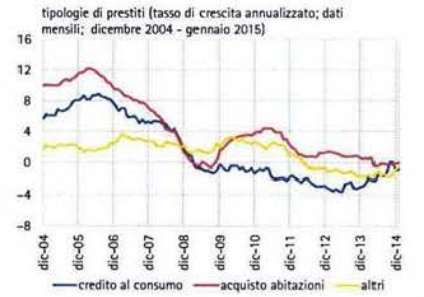
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Commissione Europea, Eurostat, OECD.

Attività finanziarie in alcuni paesi dell'Area euro
(dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Passività finanziarie e tipologie di prestiti nell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Eurostat.

I flussi di investimento delle famiglie dell'Area euro sono risultati sostanzialmente stabili; solo gli acquisti di azioni, in crescita dal 2012, hanno registrato un ulteriore lieve incremento. Il saldo tra attività e passività finanziarie è tornato a crescere in Italia, pur mantenendosi su livelli inferiori rispetto a Germania, Francia e Spagna (3 per cento circa del reddito disponibile delle famiglie).

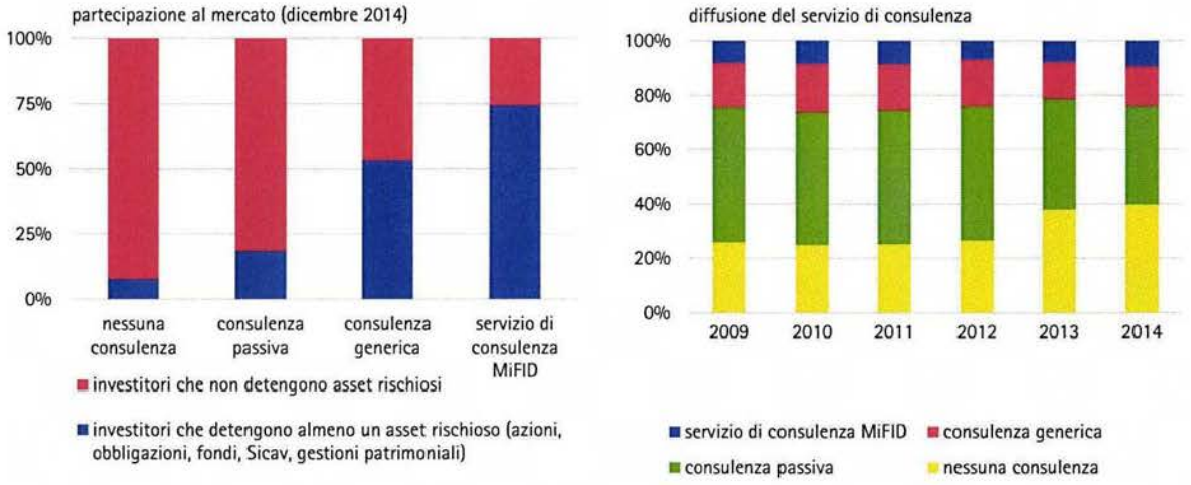
Flussi di attività e passività finanziarie nell'Area euro
(dati annuali in percentuale sul reddito disponibile)

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

In linea con le evidenze sulle modalità più frequenti con cui vengono adottate le scelte di investimento, nel 2014 il servizio di consulenza ha continuato a essere scarsamente diffuso, benché sia lievemente cresciuta rispetto al 2013 la quota di famiglie che ricevono proposte di investimento personalizzate (Fig. 115). La percentuale degli investitori *retail* che dichiarano di non avere un consulente di fiducia, inoltre, continua ad attestarsi sul 40 per cento circa, ossia su valori superiori di 13 punti percentuali rispetto a quanto registrato nel 2012.

La percentuale di famiglie che ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario (cosiddetta 'consulenza MiFID') è cresciuta nel 2014 di un punto percentuale attestandosi al 9 per cento circa. È aumentata anche la quota di investitori *retail* che ricevono proposte che non si riferiscono a uno specifico strumento finanziario ('consulenza generica'), passando dal 13 per cento nel 2013 al 15 per cento circa nel 2014. È in calo di 4 punti percentuali, infine, la percentuale di famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia dal quale, tuttavia, non ricevono proposte di investimento ('consulenza passiva').

Fig. 115 Partecipazione al mercato finanziario delle famiglie italiane e diffusione del servizio di consulenza



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.

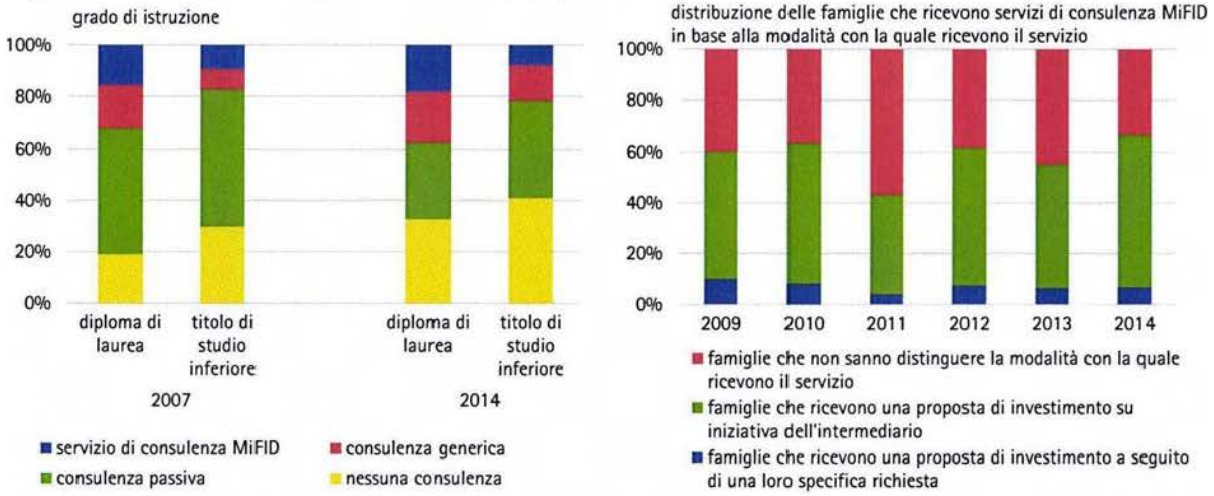
La ricezione di un servizio di consulenza personalizzato si associa a un maggiore tasso di partecipazione ai mercati finanziari e a un maggior livello di istruzione.

Nel 2014, il 74 per cento circa degli investitori *retail* che ricevono un servizio di consulenza MiFID detiene almeno uno strumento finanziario rischioso. Quasi la totalità delle famiglie che dichiarano di non avere un consulente per gli investimenti, invece, non partecipa al mercato finanziario.

Nel 2014 rimane positiva anche se lieve la correlazione fra servizio di consulenza MiFID e grado di istruzione (Fig. 116). In particolare, la quota di famiglie, che ricevono proposte di investimento personalizzate è pari al 18 per cento circa tra gli investitori *retail* con diploma di laurea, mentre si attesta attorno all'8 per cento quando il decisore finanziario ha un titolo di studio inferiore. Rimane elevata, tuttavia, la quota di famiglie che non ricevono servizi di consulenza MiFID nonostante l'elevato grado di istruzione (33 per cento circa).

Nel 2014 gli investitori *retail* hanno mostrato un grado di consapevolezza maggiore rispetto alla modalità con la quale ricevono il servizio di consulenza. In particolare, si è ridotto il peso di coloro che non sono in grado di riconoscere la modalità con la quale il servizio viene offerto (circa 33 per cento a fronte del 45 per cento nel 2013), mentre cresce la quota di famiglie che dichiarano di ricevere una proposta di investimento su iniziativa dell'intermediario (60 per cento circa contro 49 per cento nel 2013).

Fig. 116 Servizio di consulenza per livello di istruzione e per modalità di ricezione del servizio

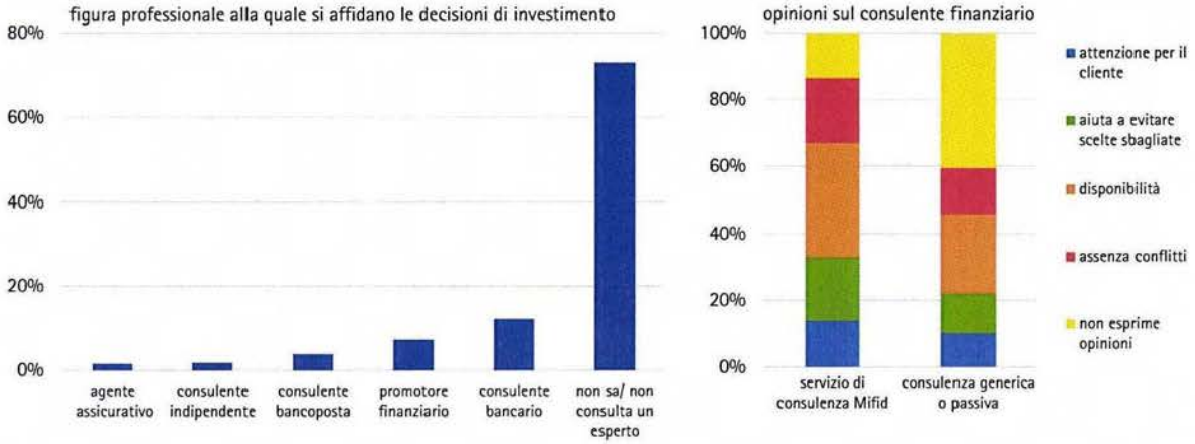


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. Il gruppo 'consulenza passiva' include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti del quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo '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.

L'esperto è rappresentato da un consulente bancario per il 45 per cento degli investitori *retail*. Solo il 2 per cento delle famiglie, inoltre, dichiara di affidare la gestione degli investimenti a un consulente indipendente, ossia a un professionista che non riceve commissioni da banche o da altre società, ma che viene remunerato esclusivamente dal cliente (Fig. 117).

Tra i fattori che rilevano di più sull'opinione verso il consulente si annovera la disponibilità, a prescindere dalla modalità con la quale viene offerto il servizio, la percezione di assenza di conflitti di interessi e l'orientamento verso scelte di investimento corrette (entrambi più frequenti tra i fruitori della consulenza MiFID).

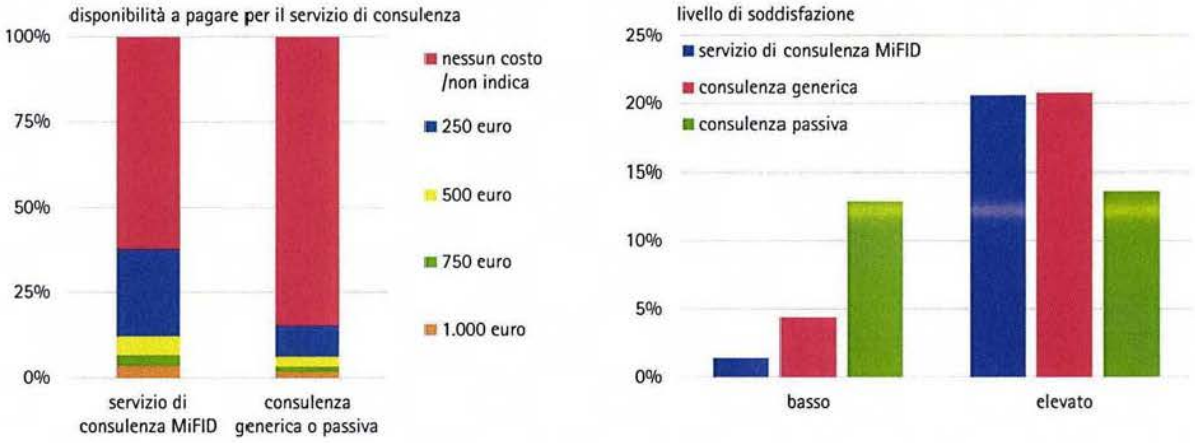
Fig. 117 Opinioni sull'esperto a cui le famiglie ricorrono per le scelte di investimento
(dicembre 2014)



Fonte: nostre elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. Il grafico di sinistra si basa sulle risposte alla domanda: «*A che tipo di esperto affida la gestione delle proprie decisioni di investimento?*». Il grafico di destra si basa sulle risposte alla domanda: «*Esprima le sue opinioni sul proprio consulente di fiducia per gli investimenti*».

Il livello di soddisfazione per il servizio di consulenza cresce con il grado di personalizzazione delle proposte di investimento ricevute, anche se rimane bassa la disponibilità a pagare per la consulenza MiFID (Fig. 118).

Fig. 118 Disponibilità a pagare e grado di soddisfazione per il servizio di consulenza finanziaria
(dicembre 2014; percentuali sul totale delle famiglie)



Fonte: nostre elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. Il grafico di sinistra si basa sulle risposte alla domanda: *È interessato a usufruire del servizio di consulenza al costo fisso di 250 euro oppure di 500 euro oppure di 750 euro oppure di 1.000 euro?*. 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.

Nel 2014, circa il 62 per cento delle famiglie dichiara di non essere disposto a sostenere alcun costo per ricevere proposte di investimento personalizzate; tale dato è comunque inferiore a quello registrato per gli investitori che ricevono forme di consulenza generica o passiva (85 per cento circa). Gli investitori che dichiarano di essere disposti a pagare per il servizio di consulenza MiFID sarebbero favorevoli a sostenere un costo di soli 250 euro.

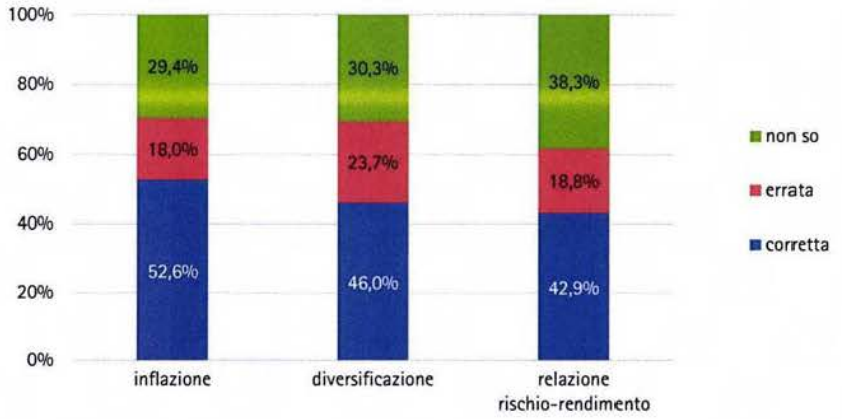
1.2 Conoscenze finanziarie

Il livello di conoscenze economiche e finanziarie dell'investitore italiano medio rimane basso, anche rispetto a nozioni e competenze logico-matematiche semplici. È quanto emerge dalle rilevazioni relative a un campione di 1.013 individui, rappresentativo di circa 20,6 milioni di famiglie italiane, per territorio, sesso, età, istruzione, professione e reddito.

I soggetti intervistati sono residenti per il 48 per cento al nord, per il 21 per cento circa al centro e per il restante 31 per cento al sud e isole; il 75 per cento sono uomini; il 47 per cento ha un livello di istruzione corrispondente alla licenza media inferiore, il 38 per cento ha proseguito gli studi, ma senza conseguire la laurea, mentre il restante 15 per cento risulta in possesso di titoli di laurea o *post-lauream*.

In particolare, il concetto di inflazione non è noto a quasi la metà del campione (il 47,4 per cento degli intervistati dichiara di non conoscerla o indica definizioni errate). Solo il 46 per cento indica correttamente cosa significa diversificare gli investimenti e meno del 43 per cento è in grado di definire la relazione rischio-rendimento (Fig. 119).

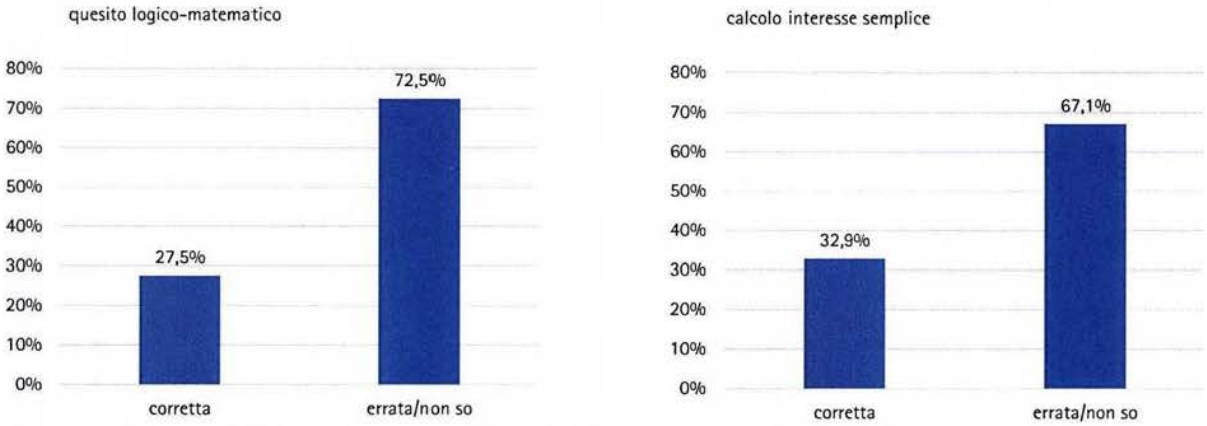
Fig. 119 Conoscenza dei concetti finanziari di base
(gennaio 2015; percentuali sul totale degli intervistati)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko – Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. La conoscenza del concetto di inflazione è verificata attraverso la domanda: «*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... (seguono alternative di risposta)*». La conoscenza del concetto di diversificazione è verificata attraverso la domanda: «*Che cosa pensa che significhi diversificare gli investimenti? (seguono alternative di risposta)*». La conoscenza del concetto di relazione rischio-rendimento è verificata attraverso la domanda: «*Sa indicare che relazione c'è tra il rendimento e il rischio di un prodotto finanziario? (seguono alternative di risposta)*».

Con riferimento alle capacità logico-matematiche, solo una percentuale che oscilla tra il 27 e il 33 per cento degli intervistati ha dimostrato di essere in grado di rispondere correttamente o di saper calcolare l'interesse semplice corrisposto su un capitale di 100 euro investito per un anno (Fig. 120).

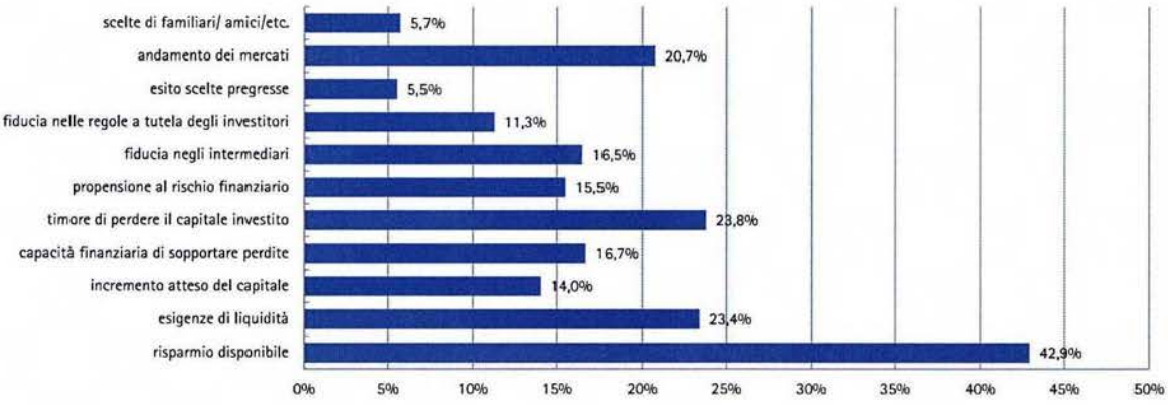
Fig. 120 Attitudini logico-matematiche
(gennaio 2015; percentuali sul totale degli intervistati)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko – Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. Il grafico di sinistra si basa sulla risposta alla domanda: «*Quale investimento preferirebbe tra i due proposti? L'investimento 1 offre un guadagno pari a 7 euro con probabilità 0,25, 4 euro con probabilità 0,25, 3 euro con probabilità 0,25, 2 euro con probabilità 0,25. L'investimento 2 offre un guadagno pari a 3 euro con probabilità 0,25, 8 euro con probabilità 0,25, 4 euro con probabilità 0,25, 5 euro con probabilità 0,25*». Il grafico di destra si basa sulla risposta alla domanda: «*Supponga di versare 100 euro su un conto corrente a zero spese che garantisce un tasso di rendimento pari al 2% l'anno. In assenza di versamenti e prelievi nel corso dell'anno, a quanto ammonterà la cifra sul conto corrente alla fine dell'anno una volta avvenuto il pagamento degli interessi?*»

Nell'ambito dell'analisi dei comportamenti più diffusi in sede di investimento, sono stati rilevati i fattori che a giudizio degli intervistati è importante valutare prima di decidere se fare investimenti finanziari: solo il 14 per cento ha indicato l'obiettivo di investimento (definito in termini di incremento atteso del capitale) e solo il 15 per cento la propensione al rischio finanziario (Fig. 121).

Fig. 121 Informazioni da valutare prima di investire
(gennaio 2015; percentuali sul totale degli intervistati)



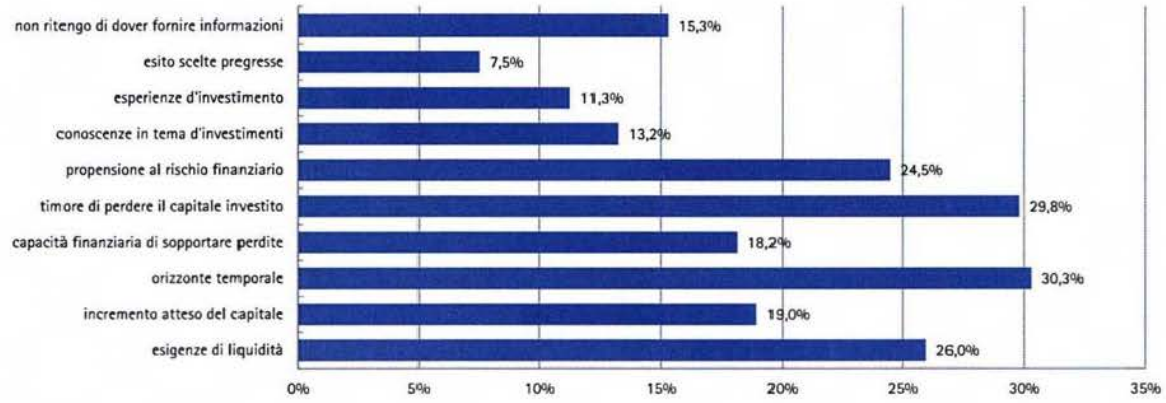
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko – Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. La figura si basa sulla risposta alla domanda: «*A suo giudizio quali fattori è importante valutare prima di decidere se fare investimenti finanziari?*» (è consentita la risposta multipla).

Nell'indagine si è provveduto a raccogliere anche l'attitudine a comunicare all'intermediario informazioni rilevanti per la corretta profilatura degli investitori, per la valutazione di adeguatezza che l'intermediario è tenuto a rendere e, quindi, per un corretto processo di investimento.

Oltre il 15 per cento degli intervistati dichiara di non sentirsi in dovere di fornire all'intermediario informazioni complete e veritiere in merito alle proprie esigenze e alla propria situazione finanziaria, mentre la percentuale di soggetti propensi a comunicare informazioni relative a uno dei molteplici profili importanti per la scelta di investimento (riconducibili a conoscenze ed esperienze, obiettivi, situazione finanziaria e orizzonte temporale) oscilla tra l'8 e il 30 per cento circa (Fig. 122).

Tali evidenze mostrano la necessità di promuovere iniziative di formazione dei risparmiatori, tese ad attirare l'attenzione sullo scambio informativo che deve attivarsi tra intermediario e cliente affinché il primo sia messo nelle condizioni di poter fornire un servizio nel miglior interesse del secondo.

Fig. 122 Informazioni da fornire all'intermediario prima di investire
(gennaio 2015; percentuali sul totale degli intervistati)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko – Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. La figura si basa sulla risposta alla domanda: «*Ritiene che sia una sua responsabilità fornire all'intermediario che la consiglia nelle scelte di investimento informazioni complete e veritiere in merito alle sue esigenze e alla sua situazione finanziaria? Se sì, quali?*» (è consentita la risposta multipla).

2 L'attività di educazione finanziaria

Nell'ottica di contribuire a innalzare il livello di conoscenze e competenze finanziarie dei cittadini, nel corso dell'anno la Consob ha avviato un ciclo di lezioni/seminari tesi alla cosiddetta 'formazione dei formatori'. I primi destinatari sono stati i referenti delle Associazioni dei consumatori, interessati a innalzare la qualità delle interlocuzioni con i risparmiatori e mantenere un canale informativo costante con l'Istituto.

Il primo incontro, tenutosi in aprile, è stato dedicato alla descrizione dell'attività istituzionale della Consob e delle principali aree di vigilanza. Nel corso della seconda sessione, nel mese di luglio, sono stati toccati aspetti operativi relativi

alla prestazione dei servizi di investimento, alcuni temi di finanza comportamentale e i fenomeni di abusivismo finanziario, anche attraverso esempi concreti derivanti dall'attività svolta dall'Istituto. Il ciclo di seminari si è concluso in novembre con una giornata dedicata ad alcuni dei presidi a tutela dei diritti degli investitori, ovvero il questionario per la valutazione dell'adeguatezza, gli esposti alla Consob e la Camera di Conciliazione e Arbitrato (e, in prospettiva, il nuovo Organismo di risoluzione stragiudiziale delle liti).

Da segnalare, inoltre, gli incontri tenutisi con gli studenti universitari di Cassino e del Lazio Meridionale, dell'università di Salerno e dell'Istituto tecnico Enrico Brambilla di Point Saint Martin (Aosta).

Nel 2014 è stata concretamente avviata, infine, l'attività di definizione e implementazione del Portale di educazione finanziaria della Consob (il portale) previsto nel Progetto 'Carta degli Investitori'.

Il Progetto, avviato nel 2013 con la collaborazione delle Associazioni dei consumatori, si basava su un'agenda programmatica per l'ideazione di strumenti di formazione/informazione del pubblico e di tutela per il piccolo risparmiatore e prevedeva: l'approntamento di un applicativo informatico per la trasmissione e gestione degli esposti inviati alla Consob e l'istituzione di un Organismo stragiudiziale delle controversie in materia di servizi d'investimento, nonché la realizzazione del suddetto portale.

Nello specifico, il portale è stato immaginato come canale di diffusione di informazioni e nozioni sui temi della 'gestione' del risparmio personale e degli investimenti ed è stato disegnato in modo da essere fruito da molteplici tipologie di destinatari (tra cui studenti, insegnanti, lavoratori e pensionati).

Nella prima versione del portale troveranno spazio gli argomenti che, nell'ambito di competenza dell'Istituto, sono più direttamente assimilabili al concetto di *investor education*, ovvero il percorso per l'investimento, gli errori comportamentali più frequenti, i test per avere maggiore consapevolezza del proprio livello di conoscenza delle nozioni economico-finanziarie, le indicazioni per riconoscere le truffe finanziarie e le strade percorribili per tutelare i propri diritti in ambito finanziario.

La selezione dei contenuti più significativi da rappresentare nell'apposito sito ha beneficiato anche dell'interlocuzione con università, centri di ricerca e altri enti attivi nel campo dell'educazione finanziaria. Tali forme di collaborazione mirano a garantire un approccio multidisciplinare e a favorire l'individuazione della forma comunicazionale più consona nei confronti degli utenti potenziali.

Dal punto di vista informatico lo sviluppo del portale ha tenuto conto della possibilità che esso diventi il nucleo principale di una piattaforma nazionale su cui confluiranno i contributi di tutte le Autorità competenti sulle varie aree tematiche dell'educazione economico-finanziaria.

Le iniziative di formazione da avviare nel 2015 e la definizione dei contenuti del portale beneficerà anche dei risultati delle ricerche intraprese dalla Consob in materia di finanza comportamentale, con particolare riferimento alle evidenze di un *consumer testing* volto a verificare le relazioni tra rappresentazione del rischio, percezione del rischio e scelte di investimento.

Il *consumer testing* è stato svolto in collaborazione con l'Università Politecnica delle Marche. In dettaglio, sono state sottoposte a circa 260 investitori, clienti di otto banche che hanno collaborato all'estrazione del campione, modalità alternative di rappresentazione delle caratteristiche di alcuni prodotti finanziari al fine di raccoglierne il giudizio in termini di complessità, utilità e rischio percepiti. La metodologia di analisi, che si ispira alle indicazioni delle scienze cognitive, è stata condivisa con il Joint Committee delle ESAs nell'ambito dei lavori di definizione degli standard tecnici di attuazione del Regolamento PRIIPs.

3 La gestione degli esposti

Nel 2014 la Consob ha ricevuto circa 1.500 esposti, di cui 940 relativi ad aree di competenza istituzionale e pertanto utilizzabili ai fini di vigilanza.

Ai restanti 560 esposti (oltre un terzo del totale) non è stato possibile dare seguito per difetto di competenza. Dal dato si evince che il riparto di competenza tra le Autorità di settore non è noto alla generalità dei risparmiatori. Tale evidenza viene confermata anche dall'Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane', dal quale emerge che solo una ridotta percentuale degli intervistati conosce e sa di cosa si occupa l'Istituto (Riquadro 11).

Le segnalazioni ricevute dall'Istituto si riferiscono nella maggior parte dei casi alla prestazione di servizi d'investimento da parte di soggetti abilitati, ovvero da parte di soggetti che svolgono tale attività abusivamente. In oltre 130 casi, le vicende riferite nell'esposto riguardavano azioni, mentre in poco meno di 50 casi trattavano di strumenti derivati o strutturati (Fig. 123).

Fig. 123 Oggetto degli esposti relativi ad aree di competenza Consob e soggetti coinvolti

Fonte: Consob.

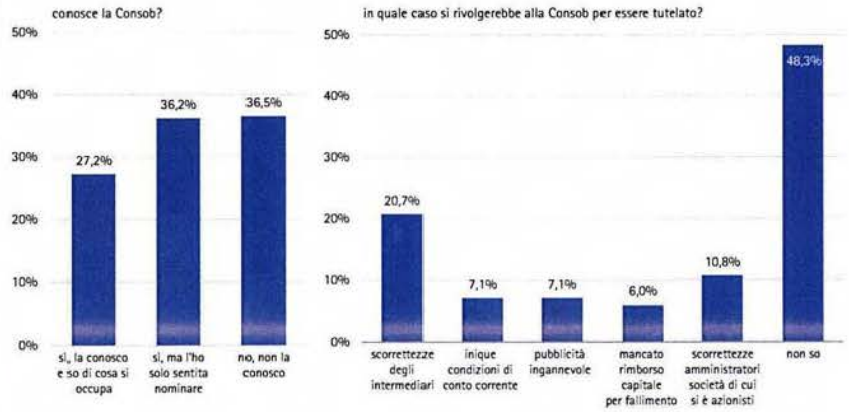
Riquadro 13

La conoscenza della Consob da parte degli investitori italiani

Nell'ambito delle rilevazioni per l'Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane' è stato chiesto agli intervistati se conoscessero la Consob (figura di sinistra) e in quale caso, tra quelli indicati tra le alternative di risposta, si rivolgerebbero all'Istituto per riceverne tutela (figura di destra).

Le risposte raccolte mettono in luce che solo il 27 per cento degli intervistati afferma di conoscere e sapere di cosa si occupa l'Istituto, mentre il restante 73 per cento lo ha soltanto sentito nominare o non lo conosce affatto. Peraltro, il primo dato sovrastima la conoscenza della Consob, poiché circa un terzo degli individui che si dichiara informato non è poi in grado di identificare correttamente le circostanze nelle quali sarebbe opportuno attendersi l'intervento dell'Autorità. Nel complesso, circa l'80 per cento dei soggetti inclusi nel campione d'indagine non è in grado di stabilire correttamente quando fare riferimento alla Commissione.

Conoscenza e ruolo della Consob



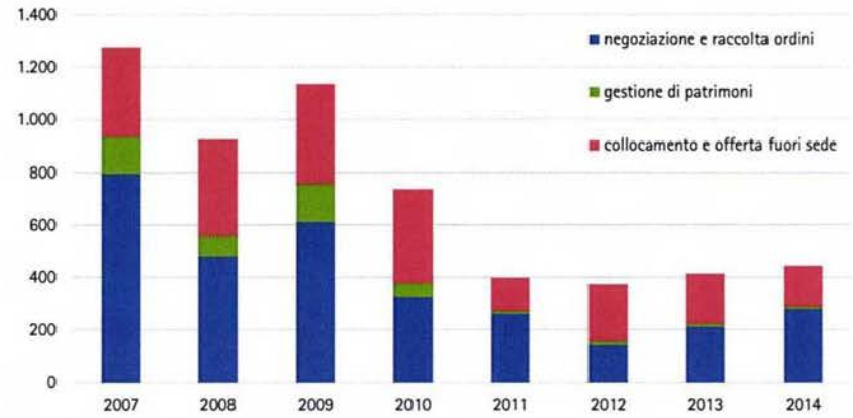
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko – Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. Alla domanda relativa al grafico di destra è consentito dare una sola risposta.

Con riferimento ai soggetti coinvolti, nella metà degli esposti si trattava di banche. Significativa è risultata l'incidenza di esposti che interessano soggetti non autorizzati dalla Consob, coinvolti in fattispecie di abusivismo finanziario (13 per cento). Appare altresì non trascurabile la percentuale di segnalazioni riferite a imprese d'investimento comunitarie senza succursale.

In particolare, le segnalazioni ricevute in materia di prestazione di servizi d'investimento, sostanzialmente in linea con il dato registrato nel 2013, hanno riguardato il servizio di negoziazione e raccolta ordini nel 63 per cento dei casi e il collocamento e l'offerta fuori sede nel 35 per cento dei

casi; al servizio di gestione patrimoniale si riferisce solo il due per cento degli esposti (Fig. 124).

Fig. 124 Esposti ricevuti in materia di servizi di investimento



Fonte: Consob.

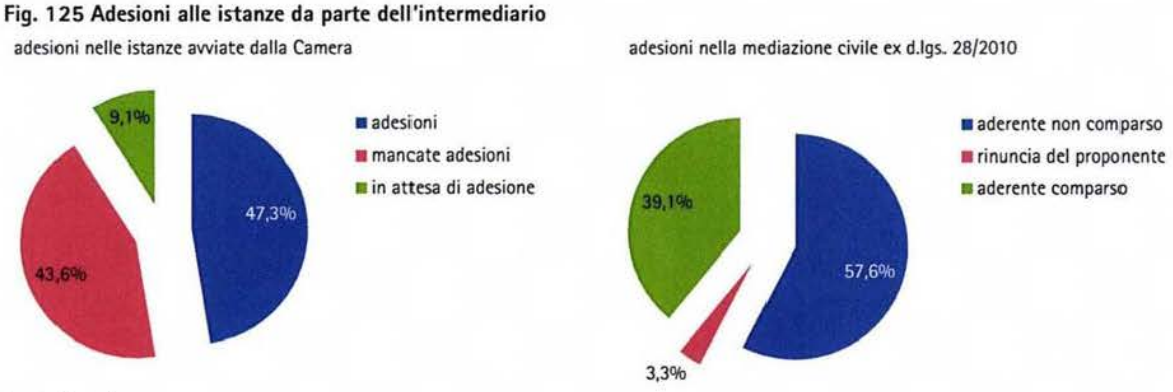
4 L'attività della Camera di conciliazione e arbitrato

Nel corso del 2014 la Camera di conciliazione e arbitrato ha ricevuto 121 istanze di conciliazione (162 nel 2013), dirette alla soluzione di controversie insorte tra investitori e intermediari finanziari con riferimento agli obblighi di informazione, trasparenza e correttezza che questi ultimi devono osservare nei rapporti contrattuali con gli investitori medesimi.

Sul totale delle domande di conciliazione pervenute, tre sono state ritenute non ammissibili per difetto di competenza o per carenza documentale e altre otto devono essere ancora perfezionate dagli istanti.

Con riferimento alle 110 domande che risultano effettivamente avviate al 31 dicembre 2014, l'intermediario ha aderito al tentativo di conciliazione nel 47 per cento circa dei casi (53 per cento nel 2013), ossia più di frequente di quanto è accaduto nei casi di mediazione civile ex d.lgs. 28/2010 (Fig. 125).

Fig. 125 Adesioni alle istanze da parte dell'intermediario



Fonte: Consob.

Nel 43 per cento circa dei casi si è registrata una mancata adesione, mentre le restanti richieste sono ancora in attesa di risposta.

La maggior parte delle istanze ricevute nel periodo in esame provengono dalle regioni del nord Italia (Tav. 56). Nel dettaglio, le istanze riferibili alla Lombardia sono pervenute quasi tutte da Milano (22 istanze su 25), mentre quelle riferibili al Lazio provengono tutte dalla provincia di Roma (24 istanze).

Gli istanti sono uomini nel 66 per cento dei casi e hanno un'età media pari a 62 anni (61 anni per gli uomini e 64 anni per le donne).

Tav. 56 Istanze per area geografica

	numero istanze
Nord	68
Centro	28
Sud e Isole	17
Totale	*113*

Fonte: Consob.

Alla data del 31 dicembre 2014, delle 52 istanze cui l'intermediario aveva aderito, 17 si sono concluse con un accordo, 26 hanno avuto un esito negativo, mentre 9 risultano ancora aperte.

L'importo complessivo delle richieste di risarcimento pervenute nel corso dell'anno è stato di 18,9 milioni di euro (circa il doppio rispetto al 2013), di cui circa la metà riferita alle istanze alle quali l'intermediario ha aderito (3,8 milioni nel 2013). L'importo rimborsato a seguito di esito positivo della controversia è stato pari a oltre 175 mila euro (350 mila euro nel 2013).

Il valore medio delle richieste risarcitorie pervenute nel 2014 è pari a circa 170 mila euro, mentre il valore mediano delle istanze è di poco superiore a 40 mila euro.

Oltre il 40 per cento delle istanze di conciliazione pervenute nel corso dell'anno ha avuto ad oggetto vicende legate a investimenti in obbligazioni (titoli di stato e obbligazioni varie, quali quelle emesse da Repubblica Argentina, Lehman Brothers, Cirio, Convertendo BPM). Circa il 15 per cento delle istanze fanno riferimento, invece, a strumenti derivati (*interest rate swap, certificates*) e azioni (Tav. 57).

Al 31 dicembre 2014 il numero degli iscritti nell'elenco dei conciliatori è pari a 959 mentre il numero degli iscritti nell'elenco degli arbitri è pari a 737. Nell'ambito dell'attività di tenuta degli elenchi la Camera di conciliazione e arbitrato nel corso dell'anno ha provveduto alla cancellazione di 715 iscritti dall'elenco dei conciliatori e di 435 iscritti dall'elenco degli arbitri.

Nel dettaglio, 644 conciliatori e 405 arbitri sono stati cancellati dai rispettivi elenchi per l'omesso pagamento del contributo annuale di permanenza,

dovuto ai sensi dell'art. 6, comma 4 del Regolamento 18275/2012 e determinato dalla Consob con delibera 18566 del 5 giugno 2013. La Camera ha invece provveduto a cancellare 79 conciliatori e 32 arbitri a seguito di formali richieste di cancellazione da parte degli interessati. Tre conciliatori e tre arbitri sono stati invece cancellati per perdita o insussistenza dei requisiti di onorabilità previsti dall'art. 8 del Regolamento 18275/2012, a seguito di verifiche effettuate ai sensi dell'art. 71, comma 1, del d.p.r. 445/2000.

Tav. 57 Istanze pervenute per tipologia di investimento e richiesta di risarcimento
(valori percentuali; valori monetari in migliaia di euro)

strumenti finanziari	istanze ricevute[1]	richieste di risarcimento[2]
obbligazioni	42	35,2
strumenti derivati	15	150,0
azioni	14	10,1
altri prodotti	13	85,0
fondi comuni di investimento	9	22,1
polizze a contenuto finanzario	6	50,0

Fonte: Consob. [1] L'eventuale mancata quadratura è dovuta agli arrotondamenti. [2] Valore mediano.

PAGINA BIANCA

I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob VIII

1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2014 si è registrato un significativo aumento delle impugnative presentate innanzi al Giudice ordinario. Tale incremento è essenzialmente connesso alla numerosità dei ricorsi presentati, di norma individualmente, dai destinatari delle sanzioni applicate per violazione delle disposizioni in materia di emittenti e intermediari nonché per abusi di mercato, emerse a seguito dell'attività di vigilanza svolta dalla Consob nei confronti del Gruppo Monte dei Paschi di Siena (Tav. 58).

Tav. 58 Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto[1]
(esiti al 31 dicembre 2014)

	Giudice amministrativo[2]						Giudice ordinario[3]					
	accolti[4]	respinti[5]	in corso	*di cui:*		*totale ricorsi*	accolti[4]	respinti[5]	in corso	*di cui:*		*totale ricorsi*
				accolta sospensiva	*respinta sospensiva*					*accolta sospensiva*	*respinta sospensiva*	
2009	--	2	3	--	*2*	*5*	10	24	20	--	--	*54*
2010	--	15	13	--	*4*	*28*	1	43	13	*1*	--	*57*
2011	--	33	16	--	*4*	*49*	--	4	1	--	--	*5*
2012	--	20	15	--	*1*	*35*	--	22	31	--	--	*53*
2013	3	4	7	--	*1*	*14*	9	41	39	*8*	--	*89*
2014	--	1	11	--	*4*	*12*	4	29	107	--	*1*	*140*

Fonte: Consob. [1] I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. [2] La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. [3] Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. [4] La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. [5] La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

Tra le pronunce rese nel 2014 nella materia degli abusi di mercato, si segnalano le decisioni delle Corti d'Appello di Roma e Milano che hanno confermato le sanzioni applicate dalla Consob per manipolazione operativa del mercato di azioni Premafin (art. 187-*ter*, comma 3, lett. a) e b) del Tuf nel periodo 2 novembre 2009 - 16 settembre 2010.

La Corte milanese ha, innanzitutto, ritenuto 'legittimo' l'avvenuto ricorso alla prova su base presuntiva della manipolazione del mercato, atteso che, nella fattispecie da essa esaminata, l'illecito era «*per sua natura pressoché insuscettibile di prova diretta*», attesa «*l'indubbia difficoltà di ricostruire i passaggi con cui si sono articolate le operazioni finanziarie*»; difatti «*la dedotta manipolazione del mercato è*

stata attuata mediante acquisti di azioni Premafin disposti da plurime 'entità' di diritto estero (aventi sede in Liechtenstein e Panama) a loro volta controllate da trust (costituiti secondo la legge delle Bahamas). La vicenda in esame (...) si inserisce in un contesto fattuale connotato da elementi di 'forte opacità' proprio in ragione del ricorso - nella realizzazione dell'operatività 'incriminata' - a istituti giuridici avulsi dalla giurisdizione italiana e aventi struttura particolarmente complessa».

Nel merito, la Corte d'Appello di Roma, premesso che «*Gli illeciti amministrativi per i quali il [ricorrente] è stato sanzionato sono illeciti di pericolo astratto e non di evento concreto*», non rientrando tra gli elementi costitutivi della fattispecie «*l'effettiva alterazione del prezzo naturale delle azioni*», ha ritenuto «*idonea a fornire indicazioni false e fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo delle azioni Premafin*» una condotta caratterizzata da una «*imponente ed assai prolungata concentrazione percentuale degli acquisiti in asta di chiusura*» e attuata per il tramite di «*quasi quotidiane proposte di negoziazione in acquisto contemplanti grandi volumi di azioni (di solito di gran lunga maggiori dei volumi delle azioni di ogni singola proposta di vendita)*».

La Corte d'Appello di Bologna ha esaminato una complessa vicenda di manipolazione del mercato avente ad oggetto il titolo Kerself, attuata mediante condotte sia 'operative' sia 'informative' nel periodo compreso tra il 2008 e il 2010. Anche in questo caso, le sanzioni Consob hanno trovato conferma.

I Giudici felsinei hanno constatato che le operazioni di acquisto sul MTA di azioni Kerself 'censurate' dalla Consob «*sono risultate connotate da direzionalità, continuità, grande dimensione e aggressività, così da consentire di fissare il prezzo delle azioni Kerself Spa a un livello anomalo o artificiale e fornire, o essere comunque suscettibile di fornire, indicazioni false e fuorvianti in merito alla domanda e al prezzo delle azioni Kerself Spa*». La Corte ha altresì riconosciuto che l'operatività in acquisto di azioni Kerself, posta in essere dal soggetto cui all'epoca dei fatti era riferibile la partecipazione di controllo della società, non beneficiava di alcuna delle esenzioni previste dall'art. 8 della Direttiva 2003/6/CE, in particolare di quella costituita dalle «*operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario*»; difatti, gli acquisti effettuati dal ricorrente non si inserivano «*né nell'ambito di una 'offerta iniziale' né nell'ambito di una 'offerta secondaria' di strumenti finanziari*», come richiesto dalle disposizioni di attuazione della Direttiva *Market Abuse* contenute nel Regolamento (CE) 2273/2004.

La sentenza della Corte d'Appello ha altresì riconosciuto sussistente la componente 'informativa' della manipolazione accertata dalla Consob, essendo le informazioni societarie contenute nel bilancio consolidato del Gruppo Kerself al 31 dicembre 2009 false e idonee a fornire al pubblico «*indicazioni false e fuorvianti in merito alle azioni Kerself Spa, avendo fatto apparire l'operatività del Gruppo Kerself come molto redditizia e con prospettive di forte sviluppo, dando luogo a una apparenza ben distante dalla realtà, caratterizzata da una notevole sopravvalutazione dei relativi risultati reddituali e del patrimonio netto ed una sottovalutazione del livello dell'indebitamento finanziario netto*».

Nella materia degli intermediari, la Corte di Cassazione è intervenuta a proposito della responsabilità amministrativa degli amministratori non esecutivi per irregolarità nell'organizzazione e nelle procedure degli intermediari mobiliari.

La Suprema Corte ha statuito che «*il dovere di agire informati dei consiglieri non esecutivi delle società bancarie, sancito dall' art. 2381, commi terzo e sesto, e 2392 cod. civ. non va rimesso, nella sua concreta operatività, alle segnalazioni provenienti dai rapporti degli amministratori delegati, giacché anche i primi devono possedere ed esprimere costante e adeguata conoscenza del business bancario (...) essendo compartecipi delle decisioni di strategia gestionale assunte dall'intero consiglio*». Invero, «*l'art. 2381, terzo comma, nel testo sostituito a opera del decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, prevede che il consiglio di amministrazione 'può sempre impartire direttive agli organi delegati e avocare a sé operazioni rientranti nella delega' e 'valuta, sulla base della relazione degli organi delegati, il generale andamento della gestione'. Il comma 6 della stessa disposizione sancisce, altresì, l'obbligo di tutti gli amministratori di 'agire in modo informato', stabilendo che 'ciascun amministratore può chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società'. Il nuovo articolo 2392 cod. civ., a sua volta, continua a prevedere che gli amministratori 'sono solidalmente responsabili se, essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non hanno fatto quanto potevano per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose'. Questo dovere della compagine dei consiglieri non esecutivi è particolarmente stringente in materia di organizzazione e governo societario delle banche, anche in ragione degli interessi protetti dall'articolo 47 Cost., la cui rilevanza pubblicistica plasma l'interpretazione delle norme dettate dal codice civile*». Così, i consiglieri non esecutivi hanno l'obbligo «*di attivarsi in modo da poter utilmente ed efficacemente esercitare una funzione dialettica e di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi attraverso un costante flusso informativo; e ciò non solo in vista della valutazione dei rapporti degli amministratori delegati, ma anche ai fini della diretta ingerenza nella delega attraverso l'esercizio dei poteri, di spettanza del consiglio di amministrazione, di direttiva e di avocazione*».

La Suprema Corte ha chiarito il regime giurisdizionale applicabile ai provvedimenti cautelari adottabili nei confronti dei promotori finanziari ai sensi dell'art. 55, comma 2, del Tuf, affermandone l'impugnabilità innanzi al Giudice Amministrativo. Nel contempo, la Corte ha chiarito i presupposti per l'esercizio, da parte della Consob, del relativo potere.

Secondo la Corte di Cassazione, appare «*scarsamente plausibile*» la «*strumentalità e la conseguente stretta connessione tra il provvedimento cautelare in esame e l'esercizio del potere sanzionatorio attribuito dalla legge alla Consob sui promotori finanziari*», né può rilevare «*la mera qualifica cautelare attribuita ai provvedimenti di sospensione dall'esercizio dell'attività di promotore finanziario (...) restando da comprendere a che cosa la cautela acceda e se davvero essa abbia funzione anticipatoria o strumentale rispetto a eventuali provvedimenti sanzionatori*»; piuttosto, «*l'emanazione del provvedimento cautelare di cui si tratta è frutto (...) di una*

valutazione dell'interesse generale del mercato finanziario, nella quale inevitabilmente si esprime un potere discrezionale dell'autorità amministrativa», con la conseguente giurisdizione esclusiva del Giudice amministrativo.

Il Consiglio di Stato, nel decidere della legittimità di un provvedimento ingiuntivo adottato dalla Consob nei confronti di un intermediario comunitario avente succursale in Italia, ai sensi dell'art. 52, comma 1, del Tuf, ha svolto anche considerazioni di carattere generale in merito alla connotazione propria dell'istituto.

Il Consiglio di Stato ha riconosciuto che si tratta di «*provvedimento ingiuntivo a fini inibitori, come indicato chiaramente nella sua intitolazione, in riferimento all'esercizio dello specifico potere attribuito alla Consob dalla norma ora citata, e per il suo contenuto con cui si ordina (...) di 'porre termine immediatamente alle irregolarità' rilevate. Il carattere di urgenza è perciò proprio di un tale procedimento e ne informa le varie fasi, riguardo sia alla verifica dei comportamenti che alla conseguente emanazione del provvedimento, essendo volto allo scopo prioritario di impedire che si protraggano comportamenti verificati come illegittimi, lesivi dei prioritari fini di tutela degli investitori e della fiducia nel sistema finanziario affidati alla vigilanza della Consob (...). Esso è perciò caratterizzato da quelle 'particolari esigenze di celerità' che, ai sensi dell'art. 7 della legge n. 241 del 1990, escludono la comunicazione di avvio (...) dovendosi procedere con immediatezza una volta accertata la violazione poiché, proprio in ragione di questo accertamento, si rende indispensabile il più celere intervento inibitorio. Neppure è propria della natura e contenuto dei procedimenti in questione la loro articolazione attraverso una fase di contestazione degli addebiti. Questa fase è infatti prevista specificamente per i procedimenti sanzionatori (articoli 187-septies e 195 del TUF), diversi per ratio da quelli ingiuntivi*».

La Corte d'Appello di Roma ha rigettato quattro ricorsi avverso sanzioni applicate dalla Consob per violazione delle regole di condotta gravanti in capo a Sgr operanti nel settore dei fondi comuni di investimento immobiliari. La fattispecie riguardava, in particolare, il rispetto dell'obbligo di diligenza, correttezza e trasparenza in occasione della dismissione di un immobile di pertinenza di un fondo gestito dalla Sgr, avvenuta, secondo la ricostruzione dell'Autorità confermata dalla Corte romana, in contrasto con l'interesse dei partecipanti al fondo.

La fattispecie concreta riguardava le vicende connesse alla dismissione di un immobile di pregio sito nel centro storico della Capitale, ceduto dalla SGR a una società e da quest'ultima contestualmente venduto a un ente terzo, a un prezzo di gran lunga superiore a quello corrisposto alla SGR. Secondo i Giudici, gli esponenti aziendali delegati avrebbero dovuto verificare «*la possibilità di vendere l'immobile direttamente all'[ente] a condizioni più vantaggiose per il Fondo rispetto a quelle effettivamente ottenute*», nonché riferire al Consiglio di amministrazione l'esistenza di «*altre offerte maggiori rispetto a quella*» della società acquirente, effettivamente pervenute. La Corte, nel rigettare l'opposizione presentata dalla Sgr, ha altresì ritenuto «*priva di pregio (...) la tesi propugnata dalla difesa circa l'assenza di danno*

rinveniente dall'operazione commerciale attuata. La mancata contestazione (e comunque l'insussistenza) di un reale danno per gli investitori, collegato alla asserita congruità del prezzo ottenuto a titolo di corrispettivo appare circostanza del tutto irrilevante, trattandosi di illecito di mera condotta e di pericolo presunto, in cui la verificazione di un danno non viene considerata dal legislatore quale elemento costitutivo della fattispecie sotto il profilo oggettivo».

Tra le più significative pronunce del giudice ordinario emesse nel corso del 2014 con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, si segnalano i decreti della Corte d'Appello di Torino e della Corte d'Appello di Milano che hanno deciso in senso favorevole alla Consob le opposizioni promosse dai collegi sindacali di due società quotate, appartenenti al medesimo gruppo, avverso le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate per omesso adempimento dei doveri di vigilanza, previsti dall'art. 149, comma 1, Tuf, con particolare riguardo a una serie di operazioni con parti correlate concluse dai due emittenti in un prolungato arco di tempo.

In particolare, la Corte torinese, premessa un'accurata ricostruzione della funzione dei sindaci delle società quotate con specifico riguardo alle operazioni con parti correlate, ha affermato che l'attività di vigilanza del collegio sindacale «*deve svolgersi non in modo passivo e sulla base delle informazioni che gli amministratori sono obbligati a fornire*», ma «*deve estendersi alla verifica della strutturazione e dell'operatività effettiva del controllo interno di competenza dell'organo amministravo con specifico riguardo alle operazioni con le parti correlate e/o in conflitto di interessi, anche con riferimento al rispetto dei principi generali dettati dalla Consob e alle norme comportamentali applicabili e accettate dalla società*». In senso analogo, si è espressa la Corte d'Appello di Milano, la quale ha, inoltre, evidenziato che è «*tutt'altro che infrequente che l'operazione con parte correlata venga svolta, direttamente o indirettamente, a mezzo di società controllate*», pertanto, «*le procedure che le società devono adottare, sulla base delle istruzioni dettate dalla Consob, devono tenere conto anche del possibile rapporto di controllo e dell'eventuale inserimento della società dentro un gruppo*». Con riguardo all'attività dell'organo di controllo, i doveri di vigilanza dei sindaci debbano reputarsi «*vieppiù incisivi nel caso di approvazione da parte della società quotata di operazioni con parti correlate, trattandosi di operazioni per le quali il rischio di conflitto di interessi acquista connotati di particolare rilevanza*».

La Corte d'Appello di Milano ha respinto il ricorso presentato da un emittente quotato avverso la sanzione irrogata dalla Consob per la violazione dell'obbligo di divulgazione delle informazioni *price-sensitive* previsto dall'art. 114, comma 1, Tuf.

Nel merito, la Corte ha ritenuto che le stime effettuate all'interno dell'emittente nel periodo di chiusura dell'esercizio 2012, con specifico riguardo ai risultati di quest'ultimo, nonché le previsioni concernenti l'andamento dell'esercizio successivo (2013), fossero già da considerare sufficientemente 'precise' e, dunque, rispondenti alle caratteristiche delineate dall'art. 181 del Tuf e da comunicare senza indugio al pubblico, in adempimento all'obbligo previsto dall'art. 114, comma 1 del

Tuf, a prescindere dalla formale approvazione di tali dati previsionali da parte dell'organo di amministrazione. Infatti, «*la finalità della disciplina [sull'informazione continua] e dell'obbligo di una tempestiva e corretta comunicazione delle informazioni [privilegiate] va ricercata nella necessità di tutelare la fiducia degli investitori nell'integrità dei mercati finanziari e (...) tale finalità rischia di essere vanificata ove si intenda l'espressione complesso di circostanze come tale da escludere la rilevanza nelle fasi intermedie delle fattispecie a formazione progressiva, negando il carattere privilegiato a informazioni non ufficiali eppur fornite di tutti gli elementi costitutivi, tali cioè da giustificare un giudizio prognostico sul concreto verificarsi di talune circostanze e sulla loro incidenza sul mercato mobiliare...Ne discende che, ricorrendo gli altri requisiti, dovrà considerarsi sufficientemente specifica e di natura privilegiata l'informazione comunque operativa ossia, in generale, idonea a permettere una ragionevole decisione d'investimento sul mercato finanziario*».

Nel corso del medesimo anno, la Corte meneghina ha altresì respinto i ricorsi presentati da esponenti degli organi direttivi di un'associazione di azionisti/dipendenti di una banca cooperativa quotata, sanzionati dalla Consob per violazione degli obblighi di comunicazione dei patti parasociali previsti dall'art. 122 Tuf.

Il giudice ha ritenuto possibile, come sostenuto dalla Consob, qualificare l'associazione in questione, costituita con uno scopo lecito («*tutelare gli interessi di tutti gli associati e dei sostenitori basati sul mantenimento e lo sviluppo della forma societaria cooperativistica della banca*»), come patto parasociale in presenza di indizi gravi, precisi, e concordanti dai quali si desumeva che l'associazione, deviando progressivamente dalle sue finalità statutarie, avesse assunto i connotati di un patto parasociale diretto a esercitare un'influenza dominante sulla banca. Inoltre, nel caso di specie, ad avviso della Corte, è stata ritenuta pienamente legittima la contestazione elevata dalla Consob solamente nei confronti dei componenti del consiglio direttivo e del comitato di controllo, considerata la «*posizione apicale dagli stessi assunta*» a cui consegue «*senz'altro l'onere di comunicare alle Autorità Garanti la sussistenza di un patto parasociale*» - e non di tutti gli aderenti all'associazione, essendo impossibile «*obiettivamente individuare i singoli aderenti, data la mutevolezza soggettiva dell'associazione*».

Nell'ambito della vicenda MPS, vi è stata una prima decisione della Corte d'Appello di Firenze che ha confermato nel merito la sanzione relativa alla mancata informazione alla Consob, in una risposta *ex* art. 115, comma 1, del Tuf, del coinvolgimento del socio di riferimento nella sottoscrizione dei titoli FRESH emessi nell'ambito dell'aumento di capitale del 2008, in corrispondenza della quota riservata a un operatore finanziario internazionale.

Si segnalano, inoltre, le sentenze con cui il Tar del Lazio ha respinto i ricorsi proposti avverso la delibera Consob, adottata nell'ambito della vicenda relativa all'offerta pubblica obbligatoria totalitaria promossa da Lauro Sessantuno Spa sulle azioni di Camfin Spa, con la quale l'Autorità, ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. d), n. 2, del Tuf e dell'art. 47-*octies* del

Regolamento Emittenti, ha deliberato l'aumento del prezzo dell'Opa, avendo ritenuto accertata una collusione tra l'offerente e altri soggetti.

Si segnala, infine, la sentenza emessa dalla Cassazione in sede di regolamento di competenza, con la quale è stata definitivamente risolta la questione relativa all'individuazione del giudice competente a conoscere delle opposizioni avverso le sanzioni in materia di revisione legale dei conti, irrogate dalla Consob ai sensi dell'art. 163 Tuf (pertanto, per fatti verificatisi prima dell'entrata in vigore del d.lgs. 39/2010).

In proposito, la Suprema Corte ha affermato che il giudice competente è la Corte d'Appello in unico grado, analogamente a quanto previsto per le sanzioni contemplate dagli artt. 187-*septies* e 195 del Tuf, in virtù del «*principio generale di concentrazione di una determinata tipologia di controversie innanzi a un unico giudice*»; pertanto, non vi è «*spazio per l'applicazione della disciplina sussidiaria e residuale di cui all'art. 6 d.lgs. 150/2011*» che prevede la competenza del Tribunale, secondo il rito del lavoro.

Con sentenza depositata il 4 marzo 2014, la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo ha deciso i ricorsi con i quali il signor Franzo Grande Stevens e altre persone fisiche e giuridiche avevano lamentato la violazione di diverse disposizioni della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo nella quale sarebbe incorsa la Repubblica Italiana nell'applicazione, a loro carico, di sanzioni (amministrative e penali) per manipolazione del mercato. La vicenda riguardava la diffusione, in data 24 agosto 2005, di due comunicati stampa in cui le società Ifil Investments e Giovanni Agnelli e C. avevano dichiarato, contrariamente al vero, che a quella data non era stata «*intrapresa né studiata alcuna iniziativa in relazione alla scadenza del prestito convertendo*» stipulato da Fiat Spa il 26 luglio 2002.

La Corte EDU ha innanzitutto affermato l'attinenza delle sanzioni Consob per abusi di mercato «*alla materia penale*» e si è poi soffermata sul carattere equo della procedura di applicazione delle sanzioni amministrative da parte della Consob (Riquadro 1).

La Corte, avendo concluso «*per la violazione dell'articolo 6 § 1 della Convenzione in quanto non vi è stata un'udienza pubblica dinanzi alla corte d'Appello di Torino, e dell'articolo 4 del Protocollo n. 7 per il fatto che sono stati avviati nuovi procedimenti penali dopo la condanna definitiva dei ricorrenti*» e ritenuto che «*Tali constatazioni non implicano che le sanzioni inflitte dalla Consob fossero di per sé contrarie alla Convenzione o ai suoi Protocolli*», ha riconosciuto a ciascuno dei ricorrenti, in via equitativa, un risarcimento del danno pari a 10 mila euro (a fronte della richiesta di restituzione dell'intero importo delle sanzioni pagate, per un totale di 16 milioni di euro).

La Corte ha altresì disposto che fossero conclusi, nel più breve tempo possibile, i processi penali all'epoca in corso a carico dei signori Gabetti e Grande Stevens.

Riquadro 14

La sentenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo 'Grande Stevens'

La Corte EDU ha affermato l'attinenza delle sanzioni Consob per abusi di mercato «*alla materia penale*». In proposito, la Corte ha ritenuto che, «*tenuto conto dell'importo elevato delle sanzioni inflitte e di quelle che i ricorrenti avrebbero potuto subire (...) le sanzioni per cui è causa attengano, per la loro severità, alla materia penale (...) per cui l'art. 6 § 1 trova applicazione, all'occorrenza, nel suo aspetto penale*».

A seguire, la Corte si è soffermata sul carattere equo della procedura di applicazione delle sanzioni amministrative da parte della Consob, verificando se, nel 'sistema' di applicazione e impugnazione delle sanzioni per abusi di mercato, fosse riscontrabile una violazione dell'art. 6 della CEDU in materia di 'equo processo'.

La Corte ha innanzitutto preso atto della circostanza che «*il procedimento dinanzi alla Consob ha permesso agli accusati di presentare elementi utili per la loro difesa*». Tuttavia, la Relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative della Consob non è stata comunicata ai destinatari delle contestazioni («*che non hanno dunque avuto la possibilità di difendersi rispetto al documento alla fine sottoposto dagli organi investigativi della Consob all'organo incaricato di decidere sulla fondatezza delle accuse*»), né essi hanno avuto possibilità di interrogare o di far interrogare le persone eventualmente sentite dall'Ufficio Insider Trading. Ancora, la Corte ha osservato che i ricorrenti non hanno avuto la possibilità di partecipare all'unica riunione tenuta dalla Commissione, alla quale non erano ammessi. La Corte ha altresì negato che, dal punto di vista soggettivo, possa dubitarsi dell'indipendenza della Consob rispetto a qualsiasi altro potere o autorità; diversamente, dal punto di vista oggettivo, «*l'ufficio IT, l'ufficio sanzioni e la commissione non sono che suddivisioni dello stesso organo amministrativo, che agiscono sotto l'autorità e la supervisione di uno stesso presidente*».

Sulla scorta della sentenza della Corte EDU del 4 marzo 2014, in molte sedi giudiziarie è stata messa in dubbio la legittimità della procedura sanzionatoria Consob disciplinata dalla delibera 15086 del 2005.

Nel corso di un procedimento sanzionatorio per abuso di mercato, quattro persone fisiche e due persone giuridiche hanno adito il Tar del Lazio al fine di ottenere, principalmente, l'annullamento della delibera Consob 15086 del 2005 (recante la disciplina del procedimento di applicazione delle sanzioni di competenza dell'Istituto) e, di conseguenza, l'archiviazione del procedimento in corso nei loro confronti (previa sospensione del medesimo in via interinale).

Tuttavia, secondo i Giudici europei, «*Le constatazioni che precedono, relative alla mancanza di imparzialità oggettiva della Consob e alla mancata conformità del procedimento dinanzi a essa con il principio del processo equo non sono comunque sufficienti per poter concludere che nel caso di specie vi è stata violazione dell'articolo 6*». Difatti, «*Il rispetto dell'articolo 6 della Convenzione non esclude (...) che in un procedimento di natura amministrativa, una 'pena' sia applicata da un'autorità amministrativa*»; e «*la decisione di un'autorità amministrativa che non soddisfi essa stessa le condizioni di cui all'articolo 6*» deve essere «*soggetta all'ulteriore controllo di un organo giurisdizionale di piena giurisdizione*». Nel caso di specie, come rimarcato dai Giudici di Strasburgo, il giudice dell'opposizione era competente per giudicare sulla esistenza, in fatto e in diritto, dell'illecito definito dall'articolo 187-*ter* del Tuf, e aveva il potere di annullare la decisione della Consob, o di ridurre l'entità della sanzione da essa comminata, di talché «*la Corte d'Appello di Torino è stata davvero un 'organo con piena giurisdizione', ai sensi della giurisprudenza*» della Corte EDU. La sentenza ha peraltro ritenuto, nello specifico caso a essa sottoposto, che nei giudizi di opposizione svoltisi innanzi alla Corte d'Appello di Torino non si fossero svolte udienze pubbliche, «*il che ha costituito una violazione dell'articolo 6 § 1 della Convenzione*».

Sempre come conseguenza della natura «*sostanzialmente penale*» delle sanzioni per abusi di mercato, la Corte EDU ha fatto applicazione del principio del *ne bis in idem*, consacrato nell'art. 4 del Protocollo 7 alla Convenzione. Premesso che i fatti contestati dalla Consob e dai giudici penali costituiscono «*una unica e stessa condotta da parte delle stesse persone alla stessa data*» e che le sanzioni inflitte dalla Consob sono passate in giudicato a seguito delle sentenze delle Sezioni Unite Civili della Corte di Cassazione depositate il 30 settembre 2009, la Corte ha stabilito che a partire da tale momento «*i ricorrenti dovevano dunque essere considerati come 'già condannati per un reato a seguito di una sentenza definitiva' ai sensi dell'articolo 4 del Protocollo n. 7. Malgrado ciò, la nuova azione penale che nel frattempo era stata avviata nei loro confronti (...) non è stata interrotta, e ha portato alla pronuncia di sentenze di primo e secondo grado*».

Nel corso della fase cautelare del procedimento, il Consiglio di Stato - premesso che «*sussiste il dovere di adeguarsi alle sentenze CEDU*» (tra varie, si veda Corte Costituzionale 113 del 7 aprile 2011) - aveva affermato l'obbligo della Consob di «*adeguare il proprio regolamento sanzionatorio per le sanzioni 'penali' alla sentenza CEDU*». Diversamente, nella sede di merito, il Tar del Lazio - sulla base di «*un'attenta lettura di tutti i passaggi della motivazione della sentenza n. 18640 del 2014*» - ha ritenuto che la Corte EDU «*abbia ravvisato una violazione dell'art. 6 della Convenzione EDU soltanto nel caso concreto sottoposto al suo esame*» ossia con riferimento al giudizio promosso dal signor Grande Stevens innanzi alla Corte di Appello di Torino e soltanto perché in tale giudizio non era stata celebrata l'udienza pubblica,

concludendo nel senso che «*il sistema di irrogazione e impugnazione delle sanzioni relative agli illeciti di cui all'art. 187-ter del TUF ha superato indenne lo scrutinio operato dalla Corte EDU*». Da qui il convincimento del Tar che la Corte EDU abbia «*escluso la necessità di un intervento normativo strutturale sulla disciplina del procedimento*» finalizzato all'irrogazione delle sanzioni relative agli illeciti di cui all'art. 187-*ter* del Tuf.

In sede di opposizione avverso sanzioni Consob applicate per abusi di mercato ai sensi dell'art. 187-*septies* del Tuf, la Corte d'Appello di Roma (adita dal destinatario di un provvedimento sanzionatorio per manipolazione del mercato) ha ritenuto sufficiente, al fine di dipanare i paventati dubbi di contrasto con l'art. 6 della CEDU, l'intervenuta trattazione del giudizio di opposizione in pubblica udienza. I Giudici romani hanno infatti affermato che la sentenza Grande Stevens «*ha esaminato una fattispecie diversa da quella che qui ci occupa, in quanto ha ritenuto che la procedura sanzionatoria adottata dalla Consob nel caso portato alla sua cognizione fosse contraria all'art. 6 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo perché innanzi alla Corte d'Appello di Torino - chiamata a conoscere dell'opposizione proposta dal sanzionato contro il provvedimento adottato dalla Consob - non si era svolta alcuna udienza pubblica... mentre nel presente giudizio la causa di opposizione è stata trattata e discussa in pubblica udienza*».

Anche secondo la Corte d'Appello di Milano, «*la legittimità del procedimento va apprezzata tenendo conto del suo complessivo svolgimento, sicché eventuali carenze verificatesi nella procedura dinanzi alla Consob possono e debbono, se segnalate e riscontrate, essere sanate e corrette nella presente sede, dinanzi al giudice dell'opposizione, che procede con pieni poteri alla valutazione della fondatezza delle contestazioni poste alla base del provvedimento sanzionatorio e ciò in modo indipendente e imparziale, in pubblica udienza e nel rispetto di tutte le garanzie difensive riconoscibili, anche in forza dell'art. 6 della Convenzione EDU, ai soggetti indicati come autori delle violazioni*».

Nell'ambito della medesima vicenda, il Consiglio di Stato si è espresso in via definitiva con sentenze depositate il 26 marzo 2015. I Giudici hanno statuito che il Regolamento Consob in materia di sanzioni "non presenta motivi di contrasto con l'art. 6, par. 1, della CEDU" e hanno riconosciuto che "Rispetto ai precetti costituzionali non emergono profili di illegittimità". Il Consiglio di Stato ha, peraltro, ravvisato un profilo di incompatibilità della regolamentazione Consob con le previsioni contenute negli artt. 187-septies e 195 del T.U.F. con riguardo alla mancata possibilità, per i soggetti nei confronti dei quali è stato avviato un procedimento sanzionatorio, di controdedurre rispetto alla Relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative. Il Consiglio di Stato ha, comunque, ritenuto inammissibili gli originari ricorsi al TAR per difetto di interesse ad agire, posto che l'impugnativa della regolamentazione sanzionatoria Consob era stata proposta da soggetti non ancora sanzionati. La Consob sta comunque valutando la possibilità di apportare modifiche al testo regolamentare volte a rafforzare il contraddittorio.

2 La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2014, con quattro distinte decisioni (di cui una della Corte di Cassazione, una della Corte di Appello di Venezia, una del Tribunale di Roma e una del Tribunale di Milano) sono state respinte le domande di risarcimento, *ex* art. 2043 c.c., presentate da gruppi di risparmiatori per asserito omesso controllo della Consob su intermediari, poi dichiarati falliti, in considerazione dell'intervenuta prescrizione quinquennale *ex* art. 2947, co. 1, c.c. del diritto risarcitorio azionato nei confronti dell'Istituto.

In particolare la Corte di Cassazione, confermando gli arresti del giudice di merito, ha definitivamente respinto, dichiarandola prescritta, l'azione risarcitoria presentata nel 1999 da un gruppo di risparmiatori nei confronti della Consob (oltre che del Ministero dello Sviluppo Economico, già Ministero dell'Industria) per omessa vigilanza su di una società fiduciaria posta in liquidazione coatta amministrativa con d.m. 26 giugno 1989.

In tale sede la Corte di legittimità, nel confermare che all'azione civile risarcitoria nei confronti delle autorità pubbliche di vigilanza (Consob e Ministero dell'Industria), atteso il suo carattere extracontrattuale, si applica il termine di prescrizione quinquennale di cui all'art. 2947, co. 1, c.c. ha invece escluso la possibilità di applicare il più lungo termine previsto dall'art. 2947, co. 3, c.c. in relazione al fatto che, nella stessa vicenda, gli esponenti aziendali della fiduciaria erano stati perseguiti (e condannati) per fatti di bancarotta fraudolenta.

In particolare, il Supremo Giudice ha affermato che «*In tema di prescrizione del più lungo termine derivante da reato, l'applicazione dell'art. 2947, 3° comma, c.c. al soggetto pubblico chiamato in corresponsabilità con l'autore del fatto per omessa vigilanza presuppone la sussistenza di un titolo di responsabilità indiretta per un fatto costituente reato del suo funzionario o dipendente, non potendo quel termine automaticamente estendersi all'autorità quando sussista una mera obbligazione solidale a titolo di responsabilità civile extracontrattuale, a norma dell'art. 2043, c.c., con l'autore del reato, ferma la solidarietà risarcitoria ex art. 2055 cod. civ.*».

Quanto alle pronunce di merito, si segnala che tanto la Corte di Appello di Venezia quanto il Tribunale di Roma, sulla scorta di un orientamento piuttosto consolidato (di cui si è dato conto nelle Relazioni annuali 2012 e 2013), hanno ancora una volta ritenuto che, nel caso di fallimento dell'intermediario, dalla dichiarazione dello stato di insolvenza inizia a decorrere il termine quinquennale per la prescrizione del diritto a ottenerne il risarcimento (anche) dalla Consob. Il Tribunale di Roma ha poi ribadito, in continuità con detto orientamento, che la domanda di insinuazione al passivo fallimentare, in quanto volta a ottenere la restituzione delle somme consegnate all'intermediario fallito e non il risarcimento del danno da fatto illecito *ex* art. 2043 nei confronti della Consob per omessa vigilanza sull'intermediario stesso, non è idonea a interrompere la prescrizione del diritto risarcitorio.

Nel corso del 2014 si è concluso, positivamente per la Consob, un altro giudizio civile risarcitorio instaurato da un'associazione di consumatori e da altri soggetti, azionisti e obbligazionisti di una società quotata, nei confronti della Consob e degli esponenti aziendali dell'emittente (Alitalia – Linee Aeree Italiane).

In particolare il Tribunale, rilevando che gli intervenuti «*si sono limitati a invocare genericamente gli obblighi astrattamente gravanti su tale Ente, lamentando in termini altrettanto generici, l'omissione in concreto, della dovuta attività di vigilanza*», ha osservato che «*tali generiche prospettazioni non possono far valere la cennata responsabilità aquiliana [...] non solo per l'evidente impossibilità di cogliere il nesso eziologico tra asserite omissioni imputabili alla Consob e il pregiudizio oggetto della domanda di ristoro, ma anche in considerazione del fatto che, a fronte delle vaghe doglianze svolte dagli intervenuti, la medesima Consob ha, invece, dedotto e documentato i vari interventi di vigilanza e controllo in concreto posti in essere, nei confronti dell'Alitalia-Linee Aeree Italiane, nell'esplicazione dei suoi compiti istituzionali*».

Nel corso del 2014 la Corte di Appello di Bologna ha altresì respinto (con conseguente conferma della decisione di primo grado) l'appello avverso la sentenza del Tribunale di Bologna (di cui si è dato conto nella Relazione annuale per l'anno 2009, pag. 330-331) che aveva respinto la domanda risarcitoria formulata nei confronti della Consob da una società commissionaria, poi trasformata in Sim, che lamentava di avere subito danni di immagine a causa del ripetersi di ispezioni dell'Istituto nei suoi confronti. La Corte ha giudicato insussistente l'elemento soggettivo della colpa della Consob ritenendo che l'Istituto avesse correttamente esercitato nei confronti del soggetto vigilato il potere ispettivo, di natura discrezionale, a tutela del bene costituzionalmente garantito del risparmio (art. 47 Cost.).

Infine, all'esito di un contenzioso (relativo alla vicenda Freedomland) nel quale gli attori avevano chiesto la condanna al risarcimento del danno da falso in prospetto della Consob, oltreché del presidente del consiglio di amministrazione dell'emittente, dello sponsor nonché responsabile del collocamento e della società di revisione dell'emittente, il Tribunale di Milano con la sentenza 6450/2014 ha affermato il principio secondo cui, quando gli strumenti finanziari non sono stati sottoscritti nella fase del collocamento in adesione alla sollecitazione all'investimento alla quale si riferisce il prospetto informativo, ma sono stati acquistati successivamente sul mercato secondario, la tutela dell'investitore è affidata all'adempimento da parte dell'intermediario che presta il servizio di negoziazione ovvero quello di ricezione e trasmissione di ordini degli '*obblighi informativi specifici e personalizzati*' previsti dall'art. 21 e ss. del Tuf e dal Regolamento Intermediari della Consob, di talché in mancanza di prova da parte degli attori in ordine alle «*informazioni effettivamente ricevute*» dall'intermediario in occasione dell'acquisto degli strumenti finanziari non vi può essere, già solo in astratto (e salva verifica delle ulteriori circostanze del caso concreto),

neppure prova del fatto che il contenuto del prospetto informativo abbia influenzato la decisione di investimento.

La Corte d'Appello di Roma, nel 2014, ha confermato la sentenza di condanna della Consob, già adottata dal Tribunale di Roma, al risarcimento dei danni in relazione alla 'vicenda De Asmundis'.

Nel corso del 2014 sono state altresì rese note le motivazioni della sentenza della Corte romana concernente la vicenda 'E.I.M.–E.G.P.'. Anche la decisione di secondo grado è risultata del tutto favorevole alla Consob, sia per il riconoscimento del diritto al risarcimento del danno quale parte civile per l'ostacolo alle funzioni di vigilanza sia per l'esclusione di qualsivoglia tipo di responsabilità in qualità di responsabile civile, per i fatti di reato ascritti all'imputato.

Riguardo al ruolo della Consob quale parte civile, la Corte d'Appello ha confermato integralmente il diritto alla pretesa risarcitoria vantato dalla Consob.

«*Rileva la Corte che detto organo di vigilanza risulta certamente parte danneggiata anche per effetto del reato di associazione per delinquere, in quanto tutta l'attività di abusivismo finanziario si è svolta eludendo i controlli*» della Consob «*e in considerazione del fatto che la condotta associativa ha costituito l'antecedente causale e il presupposto del reato di false informazioni, commesso materialmente da Raspi Andrea e LANDE, ma funzionale agli interessi dell'intera compagine criminosa. Il danno subito è costituito dalla frustrazione e vanificazione dei poteri istituzionali di vigilanza attribuiti dalla legge a Consob, nonché dall'appannamento dell'immagine stessa di Consob, quale soggetto preposto a garantire la fiducia del pubblico nel mercato finanziario. In conclusione anche le statuizioni civili adottate in favore della Consob devono essere confermate*».

Sul ruolo della Consob come responsabile civile, l'aspetto innovativo della sentenza di secondo grado consiste nel riconoscimento, fermo restando il giudizio di correttezza dell'operato della Consob contenuto nella sentenza di primo grado, del difetto di legittimazione passiva dell'Autorità di vigilanza, atteso che può trovare ingresso nel processo penale nei confronti del responsabile civile non qualsiasi azione civile, ma solo l'azione di risarcimento del danno derivante dal medesimo fatto di reato contestato all'imputato, accogliendo così pienamente l'appello incidentale della Consob: «*Passando all'esame degli appelli proposti dai responsabili civili Consob, Banca d'Italia, Carispaq ed Europeenne de Gestion Privee, osserva preliminarmente la Corte che la legittimazione passiva del responsabile civile sussiste solo se nel processo penale è presente un imputato del cui operato tale soggetto debba rispondere per legge, dovendo escludersi che risponda anche del fatto altrui in base a un titolo contrattuale*» (Cass. Pen. Sez. 4, sentenza 39388 del 21 giugno 2005, dep. il 27.10.2005, Rv. 233476).

Tale vincolo, a giudizio della Corte, «*non è ravvisabile fra l'imputato e i responsabili civili Consob, Banca d'Italia, Carispaq Spa, in quanto nessun rapporto di immedesimazione organica sussiste fra l'imputato e tali soggetti giuridici, sicché anche nell'ipotesi in cui fossero emerse delle condotte illecite poste in essere da funzionari e/o dipendenti degli stessi, una eventuale responsabilità civile dei predetti organi di vigilanza e/o di detta banca potrebbero costituire oggetto di accertamento in un diverso ed eventuale giudizio a carico dei loro dipendenti*».

Le attività di supporto e la cooperazione internazionale IX

1 La gestione finanziaria

La spesa complessiva preconsuntivata per l'esercizio 2014 (118,4 milioni di euro) risulta incrementata di 4,4 milioni rispetto al dato consuntivo del 2013 (Tav. 59).

Tav. 59 Entrate e spese[1]
(milioni di euro)

Voci	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ENTRATE						
avanzo di amministrazione[2]	11,5	6,5	14,5	14,3	18,3	13,7
fondo a carico dello Stato	7,9	1,0	0,4	0,4	0,0	0,0
entrate da contributi di vigilanza	87,8	108,9	116,6	108,9	98,0	99,9
entrate diverse	11,1	6,8	12,0	12,2	10,4	8,5
totale entrate	*118,3*	*123,1*	*142,5*	*135,8*	*126,7*	*122,1*
SPESE						
spese correnti	*119,6*	*105,8*	*128,5*	*114,1*	*110,7*	*115,6*
spese per i componenti la commissione	2,6	2,0	2,3	2,3	1,2	0,7
spese per il personale	70,6	80,5	82,0	88,1	88,3	92,7
spese per acquisizione di beni e servizi	23,3	18,2	21,5	16,0	16,1	14,6
oneri per ripristino e ampliamento immobilizzazioni	4,0	3,9	3,6	3,7	4,8	5,1
accantonamento al Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni	18,3	0,4	17,8	0,0	0,0	0,0
spese non classificabili	0,8	1,3	1,3	4,0	0,3	2,5
spese in conto capitale	3,2	3,2	1,4	4,4	3,3	2,8
totale spese	*112,9*	*108,6*	*129,9*	*118,5*	*114,0*	*118,4*

Fonte: Consob. [1] Fino al 2013 sono riportati i dati consuntivi. Per il 2014 sono riportati i dati di preventivo definitivo. [2] 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 2013 è riportato tra le entrate 2014.

In particolare, la spesa corrente 2014 (115,6 milioni di euro) è aumentata di 4,9 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2013, la spesa in conto capitale (2,8 milioni di euro) è, invece, diminuita di 0,5 milioni di euro.

L'incremento della spesa corrente è principalmente da ricondurre al trasferimento di risorse finanziarie a favore di altre Autorità indipendenti, introdotto dalla legge di stabilità per il 2014, e al maggior importo delle spese per il personale, in gran parte compensate dai minori oneri per acquisizione di beni di consumo e servizi, rivenienti dall'adozione di misure di contenimento dei costi correnti.

La spesa in conto capitale è ascrivibile essenzialmente alle acquisizioni di prodotti *hardware* e *software*.

Le entrate complessive 2014 (al netto dell'avanzo di amministrazione 2013) sono risultate pari a 108,4 milioni di euro, di cui 8,5 milioni (pari all'8 per cento circa) per entrate diverse (essenzialmente interessi attivi, utilizzo fondi ripristino immobilizzazioni e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari) e 99,9 milioni (92 per cento circa) per entrate da contributi di vigilanza.

Queste ultime sono riferite prevalentemente alle categorie dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, emittenti, intermediari (banche, Sim e agenti di cambio) e delle società di revisione (Tav. 60).

Tav. 60 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati[1]
(milioni di euro)

	Sim e agenti di cambio	banche	società di revisione	promotori di servizi finanziari	organismi di mercato[2]	emittenti	Oicr[3]	soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	altri	*totale entrate contributive*
2009	1,3	13,1	9,0	5,0	5,4	14,7	8,6	29,1	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	1,5	16,2	12,5	4,7	5,2	22,5	8,8	23,9	2,7	*98,0*
2014	1,6	17,0	12,8	4,7	5,0	22,5	9,4	23,5	3,4	*99,9*

Fonte: Consob. [1] Fino al 2013 sono riportati i dati consuntivi. Per il 2014 sono riportati i dati di preconsuntivo. [2] In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, MTS Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa, Monte Titoli Spa e Organismo Promotori. [3] Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

2 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Anche nel corso del 2014 particolare attenzione è stata posta nella realizzazione di iniziative di razionalizzazione e contenimento della spesa, con particolare riferimento a quella avente natura corrente.

Dei risultati conseguiti su tale fronte hanno formalmente e positivamente preso atto gli organi, interni ed esterni, preposti al controllo sulla gestione finanziaria dell'Istituto.

Tale trend proseguirà nel corso del 2015 e troverà ulteriori forme di concretizzazione anche a seguito della recente stipula della convenzione con l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato per la gestione in comune di servizi di *back office* (affari generali, gestione del patrimonio, servizi tecnico/logistici e connesse attività contrattuali), in attuazione delle previsioni di cui all'art. 22 del decreto legge 90/2014.

Si tratta di iniziativa fortemente innovativa, che potrà essere replicata, previa verifica dei relativi presupposti, anche con altre Autorità indipendenti, la cui attuazione sta già comportando una significativa riconsiderazione di prassi e procedure operative e dalla quale si attendono, in una prospettiva evolutiva di breve, ma soprattutto di medio periodo, significativi benefici in termini funzionali e di miglioramento della qualità della spesa.

Tra le iniziative attuative del richiamato art. 22 del decreto legge 90/2014 si pone anche la definizione, tra le Autorità indipendenti indicate al comma 1 del medesimo articolo, di una convenzione per l'espletamento in comune delle procedure concorsuali per l'assunzione di personale; iniziativa anch'essa connotata da profili di assoluta novità, la cui realizzazione ha comportato lo svolgimento congiunto di una serie di approfondimenti tecnici, oramai in fase conclusiva.

Attività degne di nota sono state, poi, poste in essere nel corso del 2014 per dare compiuta attuazione alla normativa in tema di trasparenza amministrativa (d.lgs. 33/2013) e, nello stesso tempo, perseguire più ampi obiettivi di razionalizzazione operativa e di minimizzazione dei costi, oltre che di miglioramento della qualità dei servizi erogati all'utenza.

In tale contesto, a seguito dell'approvazione a fine 2013 del regolamento attuativo del d.lgs. 33/2013, è stato varato ad aprile 2014 il primo Programma triennale per la trasparenza e l'integrità.

Il Programma, oltre a dare conto della struttura del sito internet istituzionale (con particolare riferimento alla sezione 'Autorità trasparente', quale principale veicolo per dare attuazione alle disposizioni normative), illustra il processo d'attuazione, disciplina il flusso organizzativo interno per l'aggiornamento costante delle informazioni rilevanti ed enuncia le iniziative programmate per il triennio 2014/2016, tese a favorire la trasparenza e la diffusione all'interno dell'Istituto della cultura dell'integrità.

In tale contesto, è stata organizzata a fine 2014 la prima 'Giornata della trasparenza', che ha rappresentato l'occasione per illustrare alle Associazioni dei consumatori le iniziative realizzate e quelle programmate, così da favorire l'instaurazione di un clima di collaborazione e stimolo anche sulle tematiche della trasparenza amministrativa.

Per il 2015 l'impegno dell'Istituto è nel senso non solo di tenere costantemente adeguato il set di dati e notizie a disposizione degli utenti alle prescrizioni di cui alla normativa di riferimento, ma anche di incrementare

sotto il profilo quali-quantitativo il flusso informativo accessibile per gli *stakeholders*, anche attraverso la messa a disposizione di manualistica riferita alle varie tipologie di procedimenti amministrativi di competenza Consob, replicando e rafforzando altresì i momenti di contatto e confronto con gli interlocutori esterni.

Le azioni realizzate e quelle in itinere a fini di trasparenza non vanno considerate solo quale strumento per l'adempimento di obblighi normativamente previsti, rientrando piuttosto nell'ambito delle iniziative strategiche e misure operative funzionali a rendere più efficienti i canali informativi e di relazioni con l'esterno.

Vanno ricompresi in tale ambito, tra gli altri, i processi avviati a metà 2013 e progressivamente ampliatisi e consolidatisi nel corso del 2014, di ottimizzazione della gestione dematerializzata dei flussi documentali interni e da/verso l'Istituto, i cui benefici a fini di contenimento dei costi e di miglioramento dei servizi resi sono già chiaramente percepibili. Inoltre, è stata completata a metà 2014 la redazione del Manuale per la gestione dei flussi documentali dell'Istituto, per il quale ci si è avvalsi del proficuo contributo tecnico dell'Agenzia per l'Italia Digitale (AGID). Ulteriori iniziative in tema di digitalizzazione saranno assunte nell'anno in corso, anche a fini di adeguamento alla oramai copiosa normativa attuativa del Codice dell'Amministrazione Digitale (CAD).

È in avanzata fase realizzativa e troverà attuazione entro la prima metà del corrente anno anche un altro importante progetto: la reingegnerizzazione del sito internet istituzionale, che è stato oggetto di un radicale intervento di ristrutturazione architetturale e applicativa, oltre che di *restyling* grafico. Un forte elemento innovativo del nuovo sito è dato dalle modalità di interfaccia, incentrate ora su tre Aree dedicate (informazioni di pubblica utilità; servizi per gli operatori; risparmiatori e iniziative di *investor education*).

Le Aree per gli operatori professionali e i risparmiatori saranno contrassegnate da una sempre più spiccata interattività, in una logica di effettivo servizio e di valore aggiunto per l'utenza. I primi potranno infatti gestire attraverso il sito anche gli adempimenti previsti dalla normativa di riferimento, oltre che acquisire in tempo reale ogni informazione utile per lo svolgimento della relativa attività sui mercati; i secondi potranno trasmettere esposti, segnalazioni, ecc. avvalendosi del canale telematico e contare, altresì, su strumenti di *investor education* mirati e strutturati in funzione delle rispettive esigenze, nell'intento di fornire un contributo al miglioramento della cultura finanziaria dei cittadini.

Nel corso del 2015 saranno altresì accresciuti, attraverso il potenziamento delle innovazioni tecnologiche e di processo, anche i canali di comunicazione e scambi informativi con l'ESMA, verso la quale si indirizzano, in adempimento dei vincoli di matrice comunitaria e sulla base di standard europei condivisi, flussi di dati strutturati sempre più corposi, a tal fine avvalendosi di applicazioni e strumenti integrati.

3 La gestione delle risorse umane

Tenuto conto della persistente esigenza di contenimento dei costi, anche nel 2014 le nuove assunzioni sono state limitate ai soli casi di stretta e indifferibile necessità. In particolare, rispetto al 2013, l'organico dell'Istituto ha subito un decremento di 4 unità di personale (a fronte di due ingressi e 6 cessazioni dal servizio), portando la consistenza complessiva a 614 dipendenti (Tav. 61 e Tav. 62).

Tav. 61 Il personale[1]

	dipendenti di ruolo					
	carriera direttiva	carriera operativa	carriera dei servizi generali	*totale*	dipendenti a tempo determinato	*totale*
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[2]	*618*
2014	349	198	13	*560*	54[2]	*614*

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. [1] Dati al 31 dicembre. [2] Sono compresi 7 dipendenti distaccati da altre amministrazioni ed equiparati a una delle qualifiche funzionali previste dal Regolamento del personale.

Tav. 62 Distribuzione del personale per qualifica e unità organizzativa[1]

unità organizzativa	dirigenti	funzionari	impiegati	altro[2]	*totale*
Direzione Generale	3	4	9	4	*20*
Segretario Generale	1	1	2	0	*4*
Avvocato Generale	1	0	0	0	*1*
Consulenza Legale	6	24	7	0	*37*
Uffici non coordinati nell'ambito di Divisioni[3]	9	37	33	3	*82*
Divisioni					
Informazione emittenti	4	32	12	0	*48*
Corporate governance	6	27	10	0	*43*
Mercati	9	41	28	0	*78*
Intermediari	5	48	26	0	*79*
Ispettorato	3	37	9	0	*49*
Studi	4	19	11	0	*34*
Amministrazione	10	39	45	9	*103*
Strategie regolamentari	3	8	3	0	*14*
Tutela del consumatore	6	8	7	1	*22*
totale Divisioni	*70*	*325*	*202*	*17*	*614*

Fonte: Consob. [1] Dati al 31 dicembre 2014. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. [2] La voce 'Altro' comprende il personale della carriera dei servizi generali. [3] Uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

Nel corso dell'anno, inoltre, sono stati pubblicati i bandi relativi a due procedure concorsuali, tuttora in corso, volte all'assunzione di soggetti appartenenti alle categorie protette.

L'attuale pianta organica prevede l'indizione di un concorso a 10 posti per coadiutore che, insieme alle procedure concorsuali sopra richiamate, sostanziano un'inversione di tendenza rispetto all'ultimo triennio, necessaria per riavviare un ciclo di assunzioni che consenta l'innesto di nuove e giovani professionalità. L'espletamento di tale procedura concorsuale rappresenterà anche il primo atto applicativo della convenzione in tema di concorsi pubblici in comune con le altre Autorità indipendenti, ai sensi dell'art. 22 del decreto legge 90/2014.

Per quanto riguarda il telelavoro, modalità di svolgimento dell'attività lavorativa introdotta nel 2012, si è provveduto nell'ultima sessione annuale a un significativo incremento delle cosiddette aree telelavorabili e delle posizioni associate, portandole a 17 (3, a titolo sperimentale, nel 2012 e 11 nel 2013). Tali posizioni sono attualmente dislocate presso 10 unità organizzative (di cui 14 presso la sede di Roma e 3 presso la sede di Milano). Si tratta di trend incrementale che si intende confermare nelle prossime annualità, nella consapevolezza che esso rappresenti uno strumento di flessibilità che riesce a coniugare le esigenze dell'Istituto con quelle dei dipendenti, con profili anche di utilità sociale.

Nella stessa ottica vanno considerate le iniziative di confronto negoziale con le Organizzazione Sindacali, attualmente in corso, volte introdurre altri istituti lavorativi funzionali alla massima flessibilità dell'orario di lavoro, così da conciliare le esigenze organizzative e produttive interne con quelle, di pari rilievo, proprie della vita personale e familiare di ciascun lavoratore.

Un'ulteriore iniziativa rilevante in termini gestionali è rappresentata dal concreto avvio, nel corso del 2014, del Programma di previdenza complementare a favore dei dipendenti dell'Istituto, volto ad assicurare ai dipendenti un più adeguato livello di copertura previdenziale, secondo criteri di corrispettività e in base al principio della capitalizzazione. Il tasso di adesione al Programma, che nel 2014 interessava 503 dipendenti, è risultato in sede di avvio pari al 65 per cento degli aventi diritto.

Quanto alla formazione, l'obiettivo perseguito nel corso del 2014 è stato quello di privilegiare iniziative svolte all'interno dell'Istituto, anche con l'intervento di docenti esterni, coinvolgendo ampie categorie di dipendenti su tematiche di interesse collettivo.

L'attività di formazione, inoltre, è stata svolta ricorrendo, tra l'altro, a nuove modalità di fruizione, quali i collegamenti in video streaming. Ciò ha consentito di ottenere apprezzabili benefici anche in termini di contenimento dei costi; nel corso dell'anno, infatti, si è registrata una flessione della spesa per

formazione (220 mila euro, a fronte di 300 mila euro nel 2013), pur preservando un adeguato livello qualitativo dell'attività formativa.

Quanto agli argomenti oggetto di formazione, tra le altre, sono state oggetto di approfondimento tematiche connesse alle innovazioni in campo normativo, alla *corporate governance*, al bilancio IAS/IFRS, ai sistemi di *post-trading*, al nuovo iter sanzionatorio dell'Istituto derivante dalle innovazioni apportate al relativo regolamento agli inizi dell'anno.

4 I sistemi informativi

Anche nel 2014 è proseguito l'impegno volto al contenimento dei costi relativi all'area ICT, funzionale all'ottimizzazione degli investimenti. Particolare attenzione è stata dedicata allo sviluppo di applicazioni in grado di consentire una riduzione dei tempi di reazione dell'Istituto agli eventi di mercato.

In particolare, è proseguito il già menzionato consolidamento del processo di gestione dematerializzata dei flussi documentali in ingresso e in uscita. Nel contempo, è stata avviata la fase di realizzazione del sistema di data *warehouse* per l'integrazione delle basi dati a disposizione dell'Istituto, eliminando ridondanze e duplicazioni e garantendo la profondità storica dei dati. Di particolare rilievo, come prima ricordato, è stato l'avvio della realizzazione del nuovo sito Internet dell'Istituto.

Nell'ambito delle attività di adeguamento alle innovazioni del contesto istituzionale di riferimento, sono stati realizzati i canali di comunicazione e scambi informativi con l'ESMA e con vari repertori di dati.

In particolare, sono stati realizzati progetti legati all'applicazione di EMIR e della Direttiva AIFM (relativamente alla raccolta di informazioni sui gestori di fondi alternativi e sui prodotti del risparmio gestito) e all'entrata in esercizio del regime dei flussi di alimentazione dei *Register* europei relativi alle cosiddette *Authorised Entities*, ai prospetti informativi e alle sanzioni applicate dalle Autorità nazionali ai soggetti vigilati.

Nell'ambito della semplificazione degli adempimenti previsti per i soggetti vigilati e di integrazione dei sistemi dedicati a tali attività, si è operato nel senso della razionalizzazione dei sistemi per l'acquisizione di flussi informativi dai soggetti vigilati.

Alcuni progetti hanno riguardato la gestione del flusso di approvazione dei prospetti informativi attraverso fascicoli *online*, alimentati dai soggetti vigilati, e la loro interoperabilità digitale con i fascicoli archivistici gestiti tramite il sistema di gestione dematerializzata dei flussi documentali. Sono stati completati, inoltre, i progetti afferenti al deposito dei prospetti informativi e al sistema informativo delle partecipazioni rilevanti, oltre che delle società di revisione, ed è stato esteso il sistema di teleraccolta emittenti.

È stato, poi, dato avvio alle attività per l'aggiornamento della piattaforma di posta elettronica, al fine di rendere disponibile agli utenti un'interfaccia più intuitiva, e la sperimentazione di una piattaforma di collaborazione e interazione più diretta fra tutto il personale.

Infine, si è completata la fase progettuale e di acquisizione volta all'aggiornamento tecnologico delle centrali telefoniche di Roma e Milano.

5 Le relazioni con l'esterno, convegni e studi

Nel corso del 2014 l'attività di relazioni con il pubblico e con i risparmiatori, come di consueto, è stata centrale per l'azione della Consob. Il sito internet si è confermato lo strumento principale dell'attività di comunicazione istituzionale con l'esterno: il numero elevato di accessi conferma l'importanza che lo strumento riveste per acquisire dati e informazioni sia da parte degli operatori, sia degli studenti, studiosi e risparmiatori (Tav. 63).

Tav. 63 Accessi alle pagine del sito internet
(migliaia di accessi)

Pagine	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Home Page (Novità)	1.873	1.819	1.275	1.305	1.178	904
Per i risparmiatori	173	193	199	180	159	220
Per i soggetti vigilati	309	388	322	340	271	218
Per i giornalisti	12	12	5	6	4	5
La Consob	1.454	1.254	1.154	1.160	968	703
Emittenti	3.679	3.275	3.177	3.119	2.706	1.283
Intermediari e mercati	1.020	1.121	1.090	1.088	988	771
Decisioni della Consob/Bollettino	968	935	977	982	891	476
Regolamentazione	1.906	2.127	2.065	2.100	1.618	730
Pubblicazioni e comunicati	–	–	191	188	126	55
Altri siti	209	9	4	4	5	3
Motore di ricerca unico	209	196	116	112	147	57
Aiuto e mappa del sito	15	16	9	10	7	4
Area interattiva[1]	44	97	51	54	36	36
Versione in lingua inglese	845	290	322	340	343	532
Autorità trasparente[2]	–	–	–	–	–	168

Fonte: Consob. [1] I dati sono disponibili a partire da giugno 2009, data in cui è stata pubblicata la nuova area interattiva. 2 I dati sono disponibili a partire da marzo 2014, data in cui è stata pubblicata la nuova sezione del sito

Numerose, come in passato, sono state le richieste scritte di assistenza nonché le segnalazioni su vicende riguardanti operazioni societarie e del mercato. Delle circa 1.600 richieste pervenute in totale alla Consob da parte del pubblico e dei risparmiatori, 900 sono state inviate attraverso il

Sistema Integrato per l'Esterno (SIPE) e l'apposito modulo ivi disponibile; a ciò vanno aggiunte le numerose richieste di chiarimenti, dati e informazioni pervenute telefonicamente nel corso dell'anno (Tav. 64).

Tav. 64 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*
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*
2014	346	1254	*1600*	180	258	810	352	*1600*

Fonte: Consob.

Con riferimento ai seminari e convegni tenutisi nel corso del 2014, in occasione dei 40 anni dalla sua istituzione, la Consob ha organizzato un ciclo di quattro seminari con l'obiettivo di stimolare il dibattito sui profili evolutivi della regolazione e della vigilanza dei mercati finanziari.

In particolare, il primo seminario ha avuto ad oggetto le prospettive di riforma dell'amministrazione e controllo nelle società quotate; il secondo ha riguardato i profili evolutivi nell'attività di vigilanza e di *enforcement* dell'Istituto; il terzo è stato dedicato alle nuove regole per favorire lo sviluppo dei mercati; il quarto e ultimo seminario ha esaminato le nuove tendenze in materia di informazione finanziaria e tutela degli investitori.

Per quanto riguarda l'attività di studio, nel corso dell'anno la Consob ha pubblicato lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza e di diritto. L'Istituto ha altresì pubblicato due numeri del 'Risk Outlook' (rapporto di analisi dei fenomeni di natura congiunturale e dei trend che caratterizzano l'evoluzione dei mercati finanziari), nonché il terzo 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. Tali documenti sono stati presentati nel corso di eventi pubblici che hanno coinvolto esponenti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, di Borsa Italiana, dell'industria e dell'accademia.

Si è altresì tenuto un seminario sulla Relazione annuale per il 2013 e *workshop* dedicati all'approfondimento delle misure attuative della disciplina EMIR e MiFID2.

La Commissione, inoltre, ha pubblicato il quarto e quinto numero del 'Bollettino statistico', documento a cadenza semestrale che contiene dati sui settori istituzionali di interesse dell'Istituto basati su segnalazioni statistiche di vigilanza.

6 La cooperazione internazionale

Nel 2014 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. 65).

Per quanto concerne la tradizionale attività di scambio di informazioni, nel 2014 l'Istituto ha attivato la cooperazione internazionale con autorità estere di vigilanza in relazione a 75 casi (77 nel 2013), la maggior parte dei quali in relazione a ipotesi di abuso di mercati (36 casi). La Consob ha ricevuto richieste in relazione a 87 casi (47 nel 2013), principalmente in materia di requisiti di onorabilità e professionalità (65 casi).

La Consob ha, inoltre, effettuato 9 segnalazioni di operazioni sospette alle competenti autorità straniere (3 nel 2013) e 70 richieste dirette a *remote members* (97 nel 2013). Da parte delle autorità straniere sono pervenute 40 segnalazioni di operazioni sospette (41 nel 2013). L'Istituto ha altresì prestato e ricevuto assistenza in assenza di una specifica richiesta in tal senso, rispettivamente in 20 e 8 casi.

A maggio è entrato in vigore il *Multilateral memorandum of understanding on cooperation arrangements and exchange of information* tra l'ESMA e le autorità nazionali competenti europee, in attuazione delle linee-guida ESMA di marzo 2014 (si veda il Capitolo V 'Il quadro normativo e istituzionale', parte B). L'accordo è stato sottoscritto anche dalla Consob.

La cooperazione tra le autorità per fini di *enforcement* continua inoltre a essere regolata dal protocollo d'intesa multilaterale stipulato in sede IOSCO, di cui la Consob è firmataria.

Nel corso dell'anno la Consob ha inoltre firmato numerosi protocolli d'intesa, negoziati direttamente dall'ESMA in conformità con le disposizioni della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (Direttiva 2011/61/UE – AIFMD) con le autorità regolamentari di Paesi terzi.

I suddetti accordi consentono lo scambio di informazioni tra autorità UE e non-UE, permettendo pertanto ai gestori di fondi non europei di commercializzare fondi alternativi nell'ambito dell'Unione Europea. Consob ha sottoscritto gli accordi con le autorità competenti di Australia, Brasile, Canada, Dubai, Egitto, Emirati Arabi Uniti, Hong Kong, India, Israele, Giappone, Corea, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Sud Africa, Turchia, Stati Uniti e Vietnam.

Tav. 65 Scambio di informazioni fra Consob e autorità di vigilanza estere

Oggetto	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Richieste di informazioni ad autorità estere						
abuso di informazione privilegiata	23	20	27	16	12	21
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	14	23	18	14	11	15
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	10	14	33	42	26
trasparenza e informativa societaria	1	8	--	--	2	1
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	2	9	5	1	1	0
requisiti di onorabilità e professionalità	--	--	1	1	1	2
violazione regole di condotta	3	3	1	1	8	3
transaction reporting ex art. 25 MiFID	1	--	--	--	--	0
vendite allo scoperto	6	4	--	--	--	2
richieste dirette a *remote member ex* art. 57 MiFID	2	5	24	67	97	70
stabilimento di succursale di impresa di investimento comunitaria in Italia	--	--	--	--	--	5
totale	*55*	*82*	*90*	*133*	*174*	*145*
Segnalazioni ad autorità estere						
operazioni sospette	6	9	5	9	3	9
unsolicited assistance	–	–	–	–	–	20
totale	*6*	*9*	*5*	*9*	*3*	*29*
Richieste di informazioni da autorità estere						
abuso di informazione privilegiata	5	9	11	9	7	17
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	4	5	5	1	3
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	8	6	4	2	1	2
trasparenza e informativa societaria	1	2	3	--	--	--
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	1	1	--	--	--
requisiti di onorabilità e professionalità	36	41	50	30	38	65
violazione regole di condotta	2	5	--	1	--	--
transaction reporting ex art. 25 MiFID	--	--	--	--	--	--
vendite allo scoperto	--	--	--	--	--	--
richieste dirette a *remote member ex* art. 57 MiFID	--	1	--	1	--	--
totale	*54*	*69*	*74*	*48*	*47*	*87*
Segnalazioni da autorità estere						
operazioni sospette	5	8	11	22	41	40
unsolicited assistance	–	–	–	–	–	8
totale	*5*	*8*	*11*	*22*	*41*	*48*

Fonte: Consob.

7 L'attività in ambito ESMA

Nel corso del 2014, 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), nonché agli altri comitati permanenti dell'ESMA.

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 di EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) e vigilanza sui depositari centrali ai sensi del Regolamento CSDR.

In particolare nel 2014 il Comitato ha fornito chiarimenti tecnici in merito all'applicazione delle disposizioni di EMIR e delle relative misure di attuazione tramite pubblicazione di cinque aggiornamenti alle Q&A. Il PTSC ha pubblicato, inoltre, un rapporto finale sugli standard tecnici circa gli obblighi di *clearing* relativamente ai derivati OTC sui tassi di interesse, nonché documenti di consultazione in materia di reportistica ai sensi dell'art. 9 del Regolamento EMIR. Il Comitato ha altresì formulato pareri tecnici sull'equivalenza dei regimi dei paesi terzi e concluso accordi di cooperazione con autorità di Paesi terzi ai sensi del regolamento EMIR. In relazione alla disciplina delle controparti centrali, il PTSC ha redatto le linee-guida sui principi CPSS-IOSCO per le infrastrutture di mercato e ha proceduto alla registrazione di controparti centrali europee. Il Comitato ha pubblicato, inoltre, un parere indirizzato alle autorità competenti sulle procedure di votazione per i collegi di vigilanza sulle controparti centrali e proposto in consultazione misure di attuazione del Regolamento CSDR.

Il gruppo di lavoro in materia di abusi di mercato, all'esito delle necessarie consultazioni pubbliche, ha pubblicato il parere tecnico alla Commissione europea in relazione alle misure di secondo livello previste dal Regolamento MAR nonché un documento di consultazione sui progetti di norme tecniche di regolamentazione e implementazione.

In base al mandato ricevuto dalla Commissione europea il 21 ottobre 2013, il parere copre le seguenti aree tematiche: i) specifica gli indicatori di ipotesi di manipolazione di mercato, ii) stabilisce le soglie minime per l'applicazione di talune esenzioni dall'obbligo di pubblicare informazioni privilegiate nel mercato *commodity*, iii) specifica i criteri per individuare l'autorità competente a ricevere le notifiche in caso di posticipazione della *disclosure* di informazioni privilegiate, iv) specifica le caratteristiche delle operazioni dei manager che ricadono nel regime MAR di trasparenza. In base al mandato del 2 giugno 2014, il parere specifica le procedure da attuare per incentivare il *reporting* di potenziali violazioni alle autorità (cosiddetto *whistleblowing*).

Gli standard tecnici riguardano le *accepted market practice*, i programmi di stabilizzazione e le operazioni di *buy back*, il *market sounding*, il *reporting* di transazioni e ordini sospetti, le modalità tecniche per la *disclosure* delle informazioni privilegiate, il formato delle liste di insider, la trasparenza delle operazioni dei manager e la produzione di raccomandazioni d'investimento.

Il MISC ha elaborato una *opinion* positiva in merito all'adozione di una misura di emergenza da parte della Consob ai sensi della Sezione 1 del Capitolo 5 del Regolamento *Short Selling* relativa al divieto di creazione di nuove posizioni nette corte, e l'incremento delle posizioni già esistenti, su titoli Banca MPS Spa e Banca Carige Spa in occasione della pubblicazione dei risultati del *comprehensive assessment* condotto dalla BCE. Una seconda *opinion* è stata elaborata a seguito del rinnovo del suddetto divieto.

Nell'ambito del Comitato dedicato ai mercati secondari, sono continuati i lavori per l'elaborazione di misure di implementazione della Direttiva MiFID2 e del Regolamento MiFIR nonché per l'elaborazione di norme tecniche vincolanti. Sono state svolte, in particolare, consultazioni pubbliche all'esito delle quali è stato finalizzato il 19 dicembre 2014 il parere tecnico alla Commissione europea.

Il parere è stato emanato ai sensi del mandato formalmente ricevuto dalla Commissione europea nell'aprile 2014 relativamente alle disposizioni sui requisiti e sulla trasparenza delle *trading venues*, sulla pubblicazione dei dati, sull'accesso diretto al mercato e sul *trading* algoritmico nonché sui derivati sulle *commodities*.

È stato inoltre pubblicato il documento di consultazione in merito agli standard tecnici vincolanti che attuano le disposizioni MiFID2/MiFIR relative alla disciplina dei mercati secondari.

Il SMSC ha inoltre pubblicato, a seguito delle necessarie consultazioni, il progetto di norme tecniche di implementazione sugli indici principali e le borse valori riconosciute ai sensi del Regolamento (UE) 575/2013 in materia di requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento, oltre ad aver avviato una consultazione su possibili Orientamenti sull'applicazione dei punti 6 e 7 della Sezione C dell'Allegato I di MiFID, per la definizione di derivati su merci.

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 per elaborare misure di implementazione ai sensi di MiFID2/MiFIR e ha partecipato ai lavori del Comitato sul risparmio gestito (*Investment Management Standing Committee* – IMSC).

Con riferimento ai lavori di implementazione di MiFID2/MiFIR, l'IPISC ha pubblicato, a seguito di una preventiva consultazione con gli *stakeholders*, il parere tecnico alla Commissione e un documento per la

consultazione su progetti di norme tecniche di regolamentazione e implementazione relativi alle misure di secondo livello previste dalla Direttiva e dal Regolamento.

Il parere è stato emanato ai sensi del mandato formalmente ricevuto dalla Commissione europea nell'aprile 2014 relativamente a una serie di disposizioni tecniche contenute in MiFID2/MiFIR. In particolare le tematiche che vengono affrontate nel parere si riferiscono alle seguenti aree: i) protezione degli investitori; ii) trasparenza; iii) pubblicazione dei dati; iv) profili micro-strutturali; iv) requisiti applicabili alle sedi di negoziazione; v) derivati su merci; vi) compressione del portafoglio.

Il comitato permanente in materia di protezione degli investitori e intermediari ha inoltre pubblicato una *opinion* e un *investor warning* in materia di prodotti complessi. In particolare, l'*opinion* ha ad oggetto le pratiche che le imprese di investimento sono tenute a osservare nella vendita dei prodotti complessi agli investitori, con specifico riguardo ai profili organizzativi, verifica dell'adeguatezza e appropriatezza dei prodotti, informativa agli investitori e monitoraggio delle funzioni di vendita.

È stata inoltre pubblicata una *opinion* sulla *governance* dei prodotti strutturati destinati agli investitori *retail*, che stabilisce alcune *good practices* per le imprese da applicare nella realizzazione e distribuzione di tali prodotti.

L'obiettivo delle *good practices* è di guidare gli operatori nelle more dell'entrata in vigore dei requisiti di *product governance* previsti in MiFID2. In particolare, le *good practices* coprono le seguenti aree: organizzazione generale della struttura di *product governance*; *design* del prodotto; verifica/collaudo del prodotto; mercato di riferimento; strategia di distribuzione; valore alla data di emissione e trasparenza dei costi; mercato secondario e rimborso; processo di revisione.

La Consob ha collaborato, inoltre, ai lavori che l'ESMA, congiuntamente all'EIOPA e all'EBA, ha condotto per l'elaborazione delle misure di implementazione del Regolamento PRIIPS, a seguito dei quali è stato pubblicato un *Discussion Paper sui Key Information Documents* (KID) per i prodotti di investimento al dettaglio preassemblati.

In materia di risparmio gestito, il relativo Comitato ha pubblicato delle Q&A sull'applicazione della Direttiva in materia di gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD), seguite da quattro aggiornamenti delle stesse e dagli Orientamenti in materia di politiche di remunerazione ai sensi dell'AIFMD, e ha elaborato degli Orientamenti in materia di segregazione degli *assets* ai sensi della suddetta Direttiva. L'IMSC ha inoltre proceduto all'aggiornamento degli Orientamenti in materia di ETF e altre tematiche relative a UCITS, elaborando congiuntamente delle Q&A sui suddetti Orientamenti.

Il suddetto Comitato è stato inoltre impegnato nell'elaborazione di progetti di norme tecniche di implementazione dei Regolamenti EuVECA ed

EuSEF in materia di notifica, pubblicate a febbraio 2014, e di Q&A relativi ai suddetti Regolamenti. A tale riguardo è stata avviata la consultazione sui progetti di norme tecniche di implementazione dei Regolamenti.

Sono stati inoltre pubblicati, a seguito di preventiva consultazione, i pareri tecnici alla Commissione sugli atti delegati richiesti ai sensi della Direttiva UCITS V e sulle informazioni che le autorità competenti devono fornire all'ESMA ai sensi dell'articolo 67(3) dell'AIFMD.

In materia di informazioni regolamentate, il *Corporate Reporting Standing Committee* (CRSC) ha elaborato una proposta di progetto di standard tecnici in attuazione della Direttiva *Transparency*. La proposta è oggetto di consultazione pubblica, all'esito della quale gli standard tecnici verranno finalizzati. La proposta concerne in particolare i requisiti tecnici per l'accesso nell'Unione alle informazioni regolamentate e sull'utilizzo di un codice unico per l'identificazione degli emittenti.

Nel corso del 2014 la Consob ha continuato a prendere parte a comitati permanenti, gruppi di lavoro e *Task force* impegnate sui profili contabili e informazioni finanziarie. Il CRSC sull'informazione finanziaria e il sottocomitato per l'*enforcement* EECS (*European Enforcers Coordination Sessions*) hanno proseguito i lavori tesi a monitorare gli sviluppi in materia di principi contabili internazionali e promuovere un efficace coordinamento delle attività di vigilanza dell'informazione finanziaria a livello europeo. Al riguardo, nel mese di luglio 2014 l'ESMA ha pubblicato, ai sensi dell'art. 16 (*Orientamenti e Raccomandazioni*) del Regolamento europeo 1095/2010 istitutivo dell'ESMA, le *Guidelines on enforcement of financial information*, divenute efficaci il 29 dicembre 2014.

Le nuove *Guidelines* dell'ESMA sono rivolte a tutte le autorità competenti degli Stati membri dell'Unione Europea che svolgono attività di *enforcement* in materia di informativa finanziaria ai sensi della Direttiva *Transparency*. In linea con quanto disposto dal citato art. 16, comma 3, del Regolamento istitutivo dell'ESMA, le autorità competenti devono compiere ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti e alle raccomandazioni e sono tenute a notificare all'ESMA la propria conformità alle linee-guida ovvero l'intenzione di conformarsi agli orientamenti, indicando le motivazioni di eventuali non conformità ovvero dell'intenzione di non conformarsi (secondo il principio del *comply or explain*). La Consob ha notificato all'ESMA la conformità ai predetti orientamenti nel mese di dicembre 2014. Lo scopo delle *Guidelines* è implementare a livello europeo prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed efficaci nonché di assicurare l'applicazione comune, omogenea e coerente del diritto comunitario nell'attività di vigilanza sull'informativa finanziaria.

Le linee-guida sono orientamenti cosiddetti *principles-based* e forniscono indicazioni agli *enforcers* su alcune aree riguardanti, tra l'altro, obiettivi e campo di applicazione dell'attività di vigilanza, modalità di selezione del campione di vigilanza e altri aspetti della metodologia sottesa all'attività di *enforcement* nonché tipologia di azioni di *enforcement* che dovrebbero essere adottate nell'ambito dell'attività

finalizzata all'attuazione delle norme. L'ESMA ha previsto nelle linee-guida un rafforzamento del coordinamento delle attività di *enforcement* adottate a livello europeo. È infatti richiesto che: i) tutte le *emerging issues* (ovvero le iniziative di *enforcement* che le autorità di vigilanza intendono adottare) vengano discusse prima di assumere la decisione nel corso delle riunioni del gruppo tecnico (l'EECS); ii) le autorità di vigilanza tengano conto delle indicazioni formulate nelle riunioni dell'EECS anche se la responsabilità delle decisioni, in linea con quanto stabilito dalla Direttiva *Transparency*, resta in capo alla singola autorità di vigilanza; iii) tutte le decisioni assunte siano illustrate nel corso delle riunioni dell'EECS e inserite nel database accessibile a tutte le autorità di vigilanza.

Nel 2014 l'EECS ha continuato a sviluppare il coordinamento delle autorità di vigilanza sulla corretta applicazione dei principi contabili internazionali che ha portato alla pubblicazione degli estratti delle decisioni assunte dagli *enforcers* nazionali dell'EEA (*European Economic Area*) nel corso dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 e all'inserimento nel database elettronico dell'ESMA. Il 21 maggio 2014 è stato altresì pubblicato un documento che sintetizza l'attività di *enforcement* compiuta nel 2013 dalle autorità di vigilanza nazionali europee e il coordinamento dell'attività vigilanza svolto in sede ESMA attraverso il EECS (*Activities of the IFRS Enforcers in Europe in 2013*).

Inoltre, il 28 ottobre 2014, l'ESMA ha pubblicato il documento '*European common enforcement priorities for 2014 financial statements*' (ESMA/2014/1309) con il quale sono state identificate le aree che dovranno formare oggetto di specifica attenzione da parte delle società ai fini della redazione dei bilanci 2014.

Le *Priorities* 2014 attengono a: i) l'applicazione dei principi contabili relativi alla preparazione e presentazione delle relazioni finanziarie consolidate; ii) la rappresentazione in bilancio degli accordi a controllo congiunto; iii) l'iscrizione e la misurazione di attività per imposte differite; iv) le verifiche per riduzione di valore delle attività non finanziarie (*impairment test*), con particolare riguardo agli avviamenti e alle attività immateriali a vita utile indefinita (priorità indicata anche dall'ESMA con riferimento al bilancio 2013).

In linea con il citato documento dell'ESMA, la Consob, tenuto conto di quanto emerso dall'attività di vigilanza svolta, il 19 gennaio 2015 ha pubblicato la Comunicazione 0003907. In essa si evidenziano le tematiche di bilancio che nell'attuale contesto di mercato assumono carattere prioritario ai fini della trasparenza delle informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie al 31 dicembre 2014.

Il documento non introduce obblighi normativi ulteriori ma richiama l'attenzione dei redattori del bilancio a una puntuale ed esaustiva applicazione delle norme e dei principi contabili di riferimento. Di esso si terrà conto anche ai fini dell'attività di vigilanza che verrà svolta nel corso del 2015 sull'informativa fornita

resa dalle società selezionate sulla base dell'art. 89-*quater* del Regolamento emittenti.

Nel 2014 l'Istituto ha contribuito attivamente 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. In particolare, la Consob ha coordinato le *peer review* per il rafforzamento della convergenza nelle pratiche di vigilanza in materia di regole di condotta MiFID sull'informativa da fornire agli investitori e comunicazioni pubblicitarie sui prodotti offerti e in materia di *best execution*, i cui rapporti finali sono stati pubblicati rispettivamente nei medi di dicembre 2014 e febbraio 2015. La Commissione ha inoltre contribuito alla *peer review* sull'implementazione degli Orientamenti ESMA in materia di 'Sistemi e controlli in un ambiente di negoziazione automatizzato per piattaforme di negoziazione, imprese di investimento e autorità competenti'.

Allo scopo di acquisire maggiori informazioni in merito alle prassi e agli strumenti di vigilanza adottati dalle autorità interessate, sono state condotte *on-site visit* per un numero ristretto di autorità competenti, selezionate in funzione del numero di soggetti vigilati e degli strumenti di vigilanza adottati (tra cui anche la Consob, nell'ambito della *peer review* in materia di regole di condotta MiFID).

8 L'attività in ambito IOSCO e altri organismi internazionali

Nel 2014 è proseguita la partecipazione della Consob 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).

I gruppi permanenti del *Committee* 1 operano nelle aree *Accounting*, *Enforcement*, *Disclosure* e *Auditing*, incluso il gruppo che gestisce il database elettronico IOSCO contenente le decisioni assunte in materie di *enforcement* al fine di facilitare la comunicazione e lo scambio di informazioni dei paesi Membri della IOSCO.

I lavori del Committee 1 sono proseguiti in attuazione di quanto previsto dal *memorandum of understanding* (MoU) siglato il 16 settembre 2013 tra la IOSCO e l'IFRS Foundation (*Statement of Protocols for Cooperation on International Financial Reporting Standards*), *memorandum* che definisce i contenuti delle forme di interazione e collaborazione in tutte le aree di comune interesse in materia di principi contabili internazionali, in sede sia di sviluppo sia di implementazione degli IFRS.

Tra i lavori del Comitato sui mercati secondari, si segnalano i documenti pubblicati 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, nel mese di ottobre è stato pubblicato un rapporto sulla *recovery* delle infrastrutture di mercato in cui si raccomandano una serie di misure per il corretto sviluppo di *recovery plan* onde far fronte ai rischi sistemici derivanti dall'insolvenza o fallimento delle infrastrutture di mercato.

Per quanto concerne i temi relativi agli intermediari del mercato mobiliare, nel 2014 sono state pubblicate le raccomandazioni in materia di tutela dei beni della clientela nonché uno studio comparativo sui vari standard prudenziali applicati agli intermediari nelle varie giurisdizioni partecipanti. Il gruppo ha anche svolto una ricognizione in merito all'utilizzo di *social media* e *tool* automatici nella prestazione dei servizi di consulenza. La Consob sta inoltre coordinando i lavori per la mappatura degli approcci regolamentari adottati dai membri IOSCO in relazione al fenomeno del *crowdfunding*.

Con riguardo alla cooperazione internazionale, la Consob ha partecipato alle attività dello *Screening Group* che valuta la capacità delle autorità di vigilanza di rispettare gli standard di cooperazione IOSCO e di sottoscrivere lo IOSCO *Memorandum of Understanding*.

A questo riguardo la IOSCO ha pubblicato una *watch list* con cui monitora le iniziative intraprese dalle autorità di vigilanza non ancora aderenti per divenire piene firmatarie dell'accordo. La Consob contribuisce, inoltre, a un gruppo di lavoro in seno al Comitato 4 che proporrà modifiche al vigente MMoU onde rafforzare ulteriormente gli strumenti di cooperazione internazionale.

In materia di gestione collettiva del risparmio, si segnala la pubblicazione di un documento di consultazione in merito alle modalità di custodia e deposito dei beni dei fondi comuni d'investimento con cui si aggiornano i principi riguardo il ruolo e le responsabilità del depositario e la segregazione degli *asset* a tutela degli investitori.

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 corso del 2014, il Comitato ha pubblicato rapporti preliminari relativamente allo svolgimento di *thematic review* sullo stato di implementazione degli standard IOSCO in materia di *benchmarks*, regolamentazione degli intermediari che operano nel mercato dei derivati. I rapporti saranno aggiornati entro la fine del 2015. Il Comitato sta inoltre svolgendo una *review* sulla tempestività e frequenza della *disclosure* degli emittenti e degli organismi di investimento collettivo ai sensi dei principi IOSCO 16 e 26.

La Consob ha contribuito ai lavori della *task force* in materia di regolamentazione transfrontaliera, istituita nel luglio 2013, allo scopo di fornire assistenza alle autorità di vigilanza e ai *policy maker.*

Il gruppo ha predisposto un rapporto di consultazione in merito agli approcci seguiti dalle varie giurisdizioni nella regolamentazione delle attività di natura transazionale che afferiscono ai vari settori dei mercati finanziari. L'Istituto ha anche partecipato alla *joint* BCBS-IOSCO *Task Force on Securitisation Markets* (TFSM), che ha elaborato i possibili criteri per lo svolgimento di operazioni di cartolarizzazione semplici, trasparenti e comparabili, attualmente sottoposti a consultazione.

L'Istituto è membro del Joint Forum e partecipa a taluni lavori in seno al Financial Stability Board (FSB).

Il Joint Forum, composto da rappresentanti delle autorità di vigilanza del settore bancario, finanziario e assicurativo, ha pubblicato nel 2014 un rapporto relativo alle regole di trasparenza in sede di vendita di prodotti finanziari nei tre settori, nonché un aggiornamento sull'operatività dei collegi di vigilanza in relazione ai conglomerati finanziari.

Nell'ambito del FSB, nel 2014 la Consob ha partecipato alla *review* sull'implementazione dei principi, avallati dal G20, volti alla riduzione dell'affidamento nei giudizi delle agenzie di rating. In questo ambito, la Consob ha anche contribuito alla redazione di piani d'azione a livello sia nazionale sia europeo.

Infine, nel 2014 è continuata 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 2014 l'EGAOB ha fornito assistenza alla Commissione europea nella valutazione di adeguatezza e equivalenza di taluni paesi terzi ai sensi della Direttiva Audit. Ha inoltre seguito i lavori dell'IFIAR, sede di confronto a livello internazionale tra le autorità di vigilanza sulle tematiche relative ai controlli di qualità, alla cooperazione e ai principi di revisione e indipendenza. In tale sede, l'Istituto ha contribuito anche alle iniziative dell'International Cooperation Working Group, volte a favorire la cooperazione transnazionale in materia di vigilanza ed *enforcement* della disciplina in materia di revisione contabile. Consob ha anche partecipato ai lavori dello European Audit Inspection Group (EAIG), che ha il compito di promuovere la cooperazione e lo scambio di informazioni nello svolgimento di ispezioni da parte delle autorità europee competenti.

PAGINA BIANCA

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. 42, 43, 46, 47

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 (Mondatori, Mediaset, EI 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 indicatori rappresentano valori medi calcolati aggregando le voci di bilancio delle singole società.

Figg. 52-57

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.

Figg. 62, 65

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.

Tavv. 11-13

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.

Tavv. 37, 38 Fig. 81

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.

Fig. 83

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.

Figg. 91-96, Tav. 45

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 opera-

zioni 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. 92

Il margine di interesse include il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse, i dividendi su partecipazioni e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. I ricavi da intermediazione mobiliare comprendono i profitti da operazioni finanziarie (ovvero, a partire dai bilanci 2005 redatti secondo i principi Ias/Ifrs, il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie) e le commissioni nette per servizi di investimento e gestioni collettive (inclusa la negoziazione di valute, la consulenza, la custodia e l'amministrazione titoli, i servizi di banca depositaria e il collocamento di prodotti finanziari e assicurativi). Le commissioni nette da servizi bancari comprendono le commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, per servizi di incasso e pagamento, e le commissioni nette su conti correnti, carte di credito e Bancomat. La voce 'altre commissioni nette' comprende le commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di factoring e per servizi di esattorie e ricevitorie.

I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e altri prodotti finanziari e assicurativi (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in conto terzi comprendono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi comprendono essenzialmente le commissioni nette da consulenza e da custodia e amministrazione titoli.

Fig. 95

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.

Figg. 111-118

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. 112

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).

Per calcolare le quote investite nelle singole attività finanziarie ponderate per la ricchezza si è moltiplicato il valore puntuale della quota investita in ogni attività finanziaria per il valore puntuale della ricchezza finanziaria di ogni famiglia, ottenendo così un'approssimazione del valore monetario dell'investimento di ciascuna famiglia nelle varie categorie di attività finanziarie. Il valore medio dell'investimento in termini monetari nelle varie categorie di attività finanziarie stimato per l'intera popolazione viene calcolato come media ponderata dell'ammontare monetario investito da ciascuna famiglia con un vettore di pesi forniti dalla stessa GfK Eurisko. Sommando i valori medi monetari dell'investimento nelle varie categorie di strumenti finanziari si ottiene la composizione media del portafoglio, sempre in termini monetari, stimata per l'intera popolazione e da questa si calcola il peso percentuale delle varie attività finanziarie.

Tav. 61

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 1ª, funzionario di 2ª. 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 congiuntura 5

2 L'evoluzione del quadro normativo europeo 7

3 Gli assetti di vigilanza europei e le riflessioni in corso in materia di *Capital Market Union* 12

4 Il potenziamento dei mercati azionari 13

II L'attività regolamentare

1 Il recepimento delle direttive europee 17

1.1 Il recepimento della Direttiva CRD IV 17

1.2 Il recepimento della Direttiva AIFM 18

1.3 Le direttive di prossima attuazione 19

2 Altri interventi in attuazione del Tuf 21

3 La misurazione degli oneri amministrativi 22

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

1 I mercati 25

1.1 L'ordinato svolgimento delle negoziazioni 25

1.2 L'integrità informativa del mercato 26

2 Il governo societario 28

3 Le società di revisione 30

4 L'informativa finanziaria 31

5 La prestazione di servizi di investimento 32

6 I prodotti *non equity* 34

7 La gestione collettiva del risparmio 35

8 L'abusivismo e la gestione degli esposti 36

9 L'attività ispettiva 38

10 Gli interventi sanzionatori 39

10.1 La sentenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo 39

10.2 I provvedimenti sanzionatori 40

11 Seminari e convegni 41

IV Le linee di indirizzo per il 2015

1 Le aree di rischio e gli obiettivi operativi 43

1.1 La vigilanza sui mercati 43

1.2 La vigilanza sugli emittenti 45

1.3 La vigilanza sugli intermediari 46

1.4 Il miglioramento dei processi organizzativi e delle infrastrutture informatiche 48

2 Le attività in materia di educazione finanziaria 48

3 L'assetto organizzativo e funzionale interno 51

4 La gestione finanziaria e il finanziamento dell'Istituto 53

B L'evoluzione del quadro di riferimento

I I mercati azionari

1 Gli andamenti 57

2 Il contagio, l'*herding behaviour* e l'efficienza informativa dei mercati 63

3 La valutazione delle società quotate implicita nei corsi azionari 66

II I mercati non azionari

1 I titoli di Stato 73

2 Le obbligazioni *corporate* e le cartolarizzazioni 82

3 Gli strumenti finanziari derivati 87

4 Il mercato delle commodities e il mercato dei cambi 90

III Le società non finanziarie

1 L'esposizione al ciclo economico e alla congiuntura delle imprese quotate 93

2 La redditività e l'indebitamento delle imprese quotate 94

3 I flussi finanziari delle imprese 97

4 I fattori di vulnerabilità delle imprese quotate 99

IV Le banche e le assicurazioni

1 La redditività delle banche quotate 103

2 L'adeguatezza patrimoniale e la qualità dell'attivo delle banche quotate 104

3 La qualità del credito 106

4 La frammentazione finanziaria 110

5 L'esposizione al rischio sovrano 112
6 Le assicurazioni 113

V Il quadro normativo e istituzionale

1 La disciplina in materia di mercati 117
2 La disciplina in materia di emittenti 125
3 La disciplina in materia di intermediari e prodotti di investimento 130
4 La disciplina e gli assetti di vigilanza in materia di intermediari bancari 137
5 Le proposte di regolamento in materia di *shadow banking* 141
6 Gli orientamenti emanati dall'ESMA 143
7 Le iniziative in materia di Capital Market Union 147

C L'attività della Consob

I La vigilanza sui mercati

1 I mercati regolamentati 151
2 La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione 158
2.1 La vigilanza regolamentare 158
2.2 La sospensione di strumenti finanziari dalle negoziazioni 161
3 La vigilanza sulle negoziazioni e sull'integrità informativa dei mercati 163
3.1 La vigilanza su trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni 163
2.2 La vigilanza sull'integrità informativa dei mercati 164
4 La vigilanza sul *post trading* e sui derivati Otc 168
5 La vigilanza sulle vendite allo scoperto 172
6 La vigilanza sulla diffusione delle ricerche e sui giudizi di rating 174
7 La vigilanza sugli abusi di mercato 175
7.1 La prevenzione 175
7.2 La repressione 176

II La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione

1 Gli assetti proprietari 183
2 Le assemblee e gli organi societari 185
3 L'informativa sugli assetti proprietari 193

4 La vigilanza sulle operazioni con parti correlate 195

5 La vigilanza sul governo societario e sugli organi di controllo interno 198

6 La vigilanza sulle società di revisione 203

III La vigilanza sull'informativa societaria

1 La raccolta di capitale di rischio e le operazioni di finanza straordinaria 209

2 La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari 214

3 La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti *non equity* 218

4 Le offerte al pubblico di acquisto e scambio 223

5 L'informativa societaria 227

6 L'informativa contabile 228

6.1 La vigilanza sul settore bancario 231

6.2 I quesiti in tema di informativa contabile 234

IV La vigilanza sugli intermediari

1 Le banche italiane 235

2 I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento 241

3 La vigilanza su banche e Sim 244

4 Il risparmio gestito in Italia 245

5 La vigilanza sulle società di gestione del risparmio 250

6 La vigilanza sui promotori finanziari 254

V L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori

1 Gli accertamenti ispettivi 255

2 Gli accertamenti sulle ipotesi di abusivismo 257

3 I provvedimenti sanzionatori 258

3.1 I provvedimenti in materia di abusi di mercato 259

3.2 I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari 260

3.3 I provvedimenti relativi agli emittenti 262

VI L'attività regolamentare

1 Il recepimento delle direttive europee e l'attuazione della disciplina primaria 265

2 Altri interventi in attuazione del Testo unico della finanza 270

3 Ulteriori interventi di regolazione 275

4 La misurazione degli oneri amministrativi a carico dei soggetti vigilati 275

VII La tutela dell'investitore

1 L'approccio agli investimenti delle famiglie italiane 279

1.1 Scelte di portafoglio e domanda di consulenza 279

1.2 Conoscenze finanziarie 287

2 L'attività di educazione finanziaria 289

3 La gestione degli esposti 291

4 L'attività della Camera di conciliazione e arbitrato 293

VIII I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob

1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza 297

2 La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto 307

IX Le attività di supporto e la cooperazione internazionale

1 La gestione finanziaria 311

2 L'assetto organizzativo e funzionale interno 312

3 La gestione delle risorse umane 315

4 I sistemi informativi 317

5 Le relazioni con l'esterno, convegni e studi 318

6 La cooperazione internazionale 320

7 L'attività in ambito ESMA 322

8 L'attività in ambito IOSCO e altri organismi internazionali 327

Note metodologiche 315

€ 18,00