

**COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA
SUL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO**

RESOCONTO STENOGRAFICO

AUDIZIONE

17.

SEDUTA DI MARTEDÌ 14 LUGLIO 2020

PRESIDENZA DELLA PRESIDENTE **CARLA RUOCCO**

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:			
Ruocco Carla, <i>presidente</i>	3	Togna Tiziana, <i>Vice Direttore Generale</i> .	4, 9, 17
Audizione del Presidente della Consob, prof. Paolo Savona:		Comunicazioni della presidente:	
Ruocco Carla, <i>presidente</i>	3, 4, 5, 8, 9, 10, 12, 14, 15, 16, 17, 18	Ruocco Carla, <i>presidente</i>	18
D’Ettore Felice Maurizio (FI)	17	ALLEGATI:	
Ferro Massimo (FIBP-UDC)	14	<i>Allegato 1:</i> Documentazione lasciata dal professor Paolo Savona	19
Pesco Daniele (M5S)	15	<i>Allegato 2:</i> Programma dei lavori della Commissione per il periodo luglio 2020-marzo 2023	49
Rizzone Marco (M5S)	16		
Savona Paolo, <i>Presidente della Consob</i> ...	3, 4, 8, 9, 10, 12, 15, 16		
Scopelliti Maria Antonietta, <i>Capo della Divisione mercati</i>	5, 11, 15		

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DELLA PRESIDENTE
CARLA RUOCCO

La seduta comincia alle 14.30.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche mediante l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso e la trasmissione in diretta streaming sulla *web-tv* della Camera dei deputati.

**Audizione del Presidente della Consob,
prof. Paolo Savona.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione del Presidente della Consob, professor Paolo Savona.

L'odierna audizione è volta ad approfondimenti in merito:

1) alle motivazioni che hanno portato dapprima la Consob ad adottare, con delibera 21301 del 12 marzo 2020 e con delibera 21302 del 16 marzo 2020, provvedimenti di divieto temporaneo di vendite allo scoperto su alcune azioni negoziate sul mercato regolamentato MTA (Mercato Telematico Azionario) e successivamente, con delibera 21303 del 17 marzo 2020, il provvedimento di divieto di assumere o incrementare posizioni nette corte (PNC) su tutte le azioni negoziate sul mercato regolamentato MTA.

2) Alla vigilanza svolta in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari (ex Regolamento Prospetto) con particolare riferimento alla tempistica di approvazione e alla notevole dimensione dei prospetti informativi autorizzati dalla Consob, anche

nel caso di documenti relativi a prestiti obbligazionari emessi da banche sulla base di programmi di emissione (ciò al fine di limitare ed evitare fenomeni di *forum shopping* presso i principali *competitor* europei).

3) Al ridotto utilizzo nel corso del tempo, come da ultimo evidenziato anche nella relazione Consob per l'anno 2019, degli accertamenti ispettivi presso i soggetti vigilati, tra cui le società di revisione legale.

4) Alla stipula o meno di convenzioni con l'Università Luiss di Roma e altre università italiane mirate allo sviluppo dell'intelligenza artificiale.

5) Ai rapporti tra il Presidente Savona e la società Euklid, tra cui anche la possibile organizzazione, nella seconda parte del 2019, in collaborazione con la Guardia di finanza, di un corso di formazione sull'intelligenza artificiale organizzato e tenuto da soggetti collegati ad Euklid per la Commissione, i dirigenti della Consob e i militari della Guardia di finanza.

Do pertanto la parola al professor Paolo Savona ringraziandolo per la disponibilità manifestata a collaborare con la Commissione. Grazie.

PAOLO SAVONA, *Presidente della Consob*. Grazie, presidente. Desidero premettere che alcuni dei quesiti rivoltimi dal senatore De Bertoldi avanzano ipotesi esplicative non assestate in letteratura economica e finanziaria né incorporate in norme. Altre riguardano materie coperte da segreto d'ufficio che implicano la secrezione della seduta e sono contenute in tre appendici che ho inoltrato questa mattina alla presidente. Altre, infine, richiedono di considerare come funziona la Consob sulla base delle leggi e dei regolamenti che la governano. Parto perciò da quest'ultimo.

Salvo diverso avviso della presidente, sul tema riferirò in estrema sintesi la Vice

Direttore Generale, dottoressa Tiziana Tognana.

PRESIDENTE. Un piccolo avviso, giusto per l'andamento della seduta. Dato che ci sono delle parti secretate, avremmo pensato di concentrare la parte pubblica all'inizio della seduta e aprire il dibattito su quella, poi chiudere la seduta e fare tutta la parte segreta, onde evitare sovrapposizioni tra un argomento e l'altro. Grazie.

TIZIANA TOGNA, Vice Direttore Generale. Buongiorno, presidente. Buongiorno a tutti.

Una piccola sintesi del funzionamento della Consob. La Commissione, composta da un Presidente e da quattro commissari nominati con Decreto del Presidente della Repubblica su proposta del Presidente del Consiglio dei Ministri, è l'organo di vertice della Consob. Le deliberazioni della Commissione sono adottate collegialmente. La struttura della Consob si articola allo stato in dieci divisioni, nell'ambito delle quali ci sono quarantuno uffici coordinati nella consulenza legale, nell'ambito della quale sono coordinati quattro uffici, e nove uffici non coordinati. Il Presidente rappresenta la Commissione, mantiene i rapporti con gli organi di Governo, con il Parlamento e con le altre istituzioni nazionali e internazionali, sovrintende l'attività istruttoria e cura l'esecuzione delle deliberazioni, convoca le riunioni della Commissione stabilendone l'ordine del giorno e dirigendone i lavori. Le decisioni della Commissione sono assunte su proposta delle unità organizzative e, in casi specifici, su proposta del Direttore Generale o del Presidente. La Commissione delibera a maggioranza dei componenti presenti, salvo alcune specifiche deliberazioni per le quali è richiesta dalla legge una maggioranza qualificata.

PAOLO SAVONA, Presidente della Consob. Grazie. Nel prosieguo della mia esposizione va tenuto presente, in particolare, che le decisioni Consob sono collegiali e basate su analisi documentate preparate in piena autonomia dagli uffici.

Esamino i seguenti punti dei quesiti De Bertoldi.

Funzione segnaletica delle *short selling*. Non esiste evidenza che le vendite allo scoperto siano la forza trainante delle altre operazioni di Borsa. È possibile che esista una causazione inversa. Nella recente vicenda connessa alla pandemia Covid-19 esistono condizioni oggettive, come la caduta dell'attività produttiva, che influiscono sulle vendite al ribasso non catalogabili come speculazione, almeno nei termini consueti negativi attribuiti al concetto. Risponde al concetto di «*robo advisor*». Non mi risulta che quanto accaduto in Borsa sia frutto di *robo advisor* che agiscono in modo meccanico. Se il richiedente non si riferisce all'attività di consulenza svolta da questi operatori che gli utenti del servizio innestano nei loro computer, essi sono oggetto di regole riconosciute a livello europeo monitorate da Borsa Italiana e da Consob secondo le rispettive competenze. Se invece il richiedente si riferisce all'uso fatto dagli operatori di Borsa di algoritmi basati sull'intelligenza artificiale, essi non agiscono di per sé in modo meccanico, ma si limitano a dare una valutazione *ex ante* di come si comporteranno gli operatori nel complesso, ossia su indici di Borsa o su singoli titoli. Nello strumento non vi è alcuna trasmissione meccanica delle previsioni.

Finanza compartimentale. La corrente di pensiero secondo cui gli investitori sbagliano sistematicamente mi sembra generalista, sia perché sul mercato italiano prevalgono gli investitori professionali, sia perché, se così fosse, verrebbe inficiata l'intera operatività dell'economia di mercato, non solo della Borsa valori, come pure lo è la tesi che il rischio si autoalimenta perché lo si individua nella sola volatilità, come se in essa non agissero fattori oggettivi come gli effetti del lockdown sulla produzione. Sono concezioni legittime del richiedente ma opinabili e comunque non possono essere usate per esprimere giudizi sulle scelte della Consob, che sono esclusivamente basate su leggi e regolamenti che presuppongono un livello di razionalità nelle decisioni degli operatori.

Fondi comuni: non posso asseverare la tesi secondo cui i fondi comuni di investimento siano stati creati per svolgere funzione anticiclica, mentre hanno lo scopo di investire al meglio il risparmio raccolto, diversificando il rischio, affidando a professionisti le scelte. I fondi hanno bisogno e hanno beneficiato, soprattutto in Italia, di mercati aperti, incluse le Borse. Essi, come altre forme presenti sul mercato del risparmio, ne hanno necessità per svolgere le funzioni di gestori del risparmio, soprattutto se, nel caso dei fondi, gli investitori hanno diritto al riscatto delle quote. Sarebbe impossibile e si sarebbe esposti a distorsioni, se le Borse fossero chiuse. Ovviamente l'operatività del mercato si svolge sotto la vigilanza delle autorità, come previsto dalle normative, tra cui la Consob, che operano in modo continuativo, sistematico e indipendente. Per la Consob questa attività ha avuto carattere particolarmente intenso, nonostante le difficoltà incontrate con il lavoro in remoto, nel corso del periodo in cui i mercati, Borsa inclusa, hanno percepito le conseguenze della pandemia Covid-19.

Poteri di intervento della Consob: su questi poteri, come interpretati dal richiedente, se la presidente me lo consente, si pronuncerà il Direttore della Divisione mercati, dottoressa Maria Antonietta Scopelliti. Queste note chiariscono anche i poteri attribuiti al Presidente citati nei quesiti 10 e 11 del richiedente, confermando che la Consob li ha esercitati collegialmente e senza indugio allorché le condizioni di mercato previste dalle norme vigenti lo hanno consentito. Va segnalato che ciò è avvenuto unitamente ad analoghe decisioni prese da altri Paesi europei, non tutte con la stessa durata ma tutte seguendo le procedure previste.

Se lei me lo consente, chiamo la dottoressa Scopelliti.

PRESIDENTE. Prego, dottoressa Scopelliti.

MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, *Capo della Divisione mercati*. I poteri di sospensione attribuiti ai gestori del mer-

cato fanno riferimento all'articolo 32 e 52 della direttiva cosiddetta « MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) II ». Si affiancano ai poteri generali di sospensione ed esclusione diretta da parte delle autorità competenti, di cui all'articolo 69, comma 2, lettere M e N, della direttiva MiFID II, che richiamano questi poteri di vigilanza. In particolare, la lettera M stabilisce che le autorità possono richiedere la sospensione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario, mentre la lettera N richiede l'esclusione di uno strumento finanziario dalla negoziazione sia in un mercato regolamentato che nell'ambito di altri dispositivi di negoziazione. Questi poteri sono attribuiti nell'ottica di consentire alle autorità competenti lo svolgimento dei compiti che il TUF (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione Finanziaria) individua negli articoli 66-ter e 66-quater.

Ai sensi degli articoli 62, commi 3 e 4, e 62-decies del TUF, la Consob e la Banca d'Italia, per quanto riguarda il mercato dei titoli di Stato all'ingrosso MTS (Mercato telematico dei Titoli di Stato) Italy, dispongono altresì di altri poteri straordinari, poteri per l'adozione di provvedimenti necessari e di ogni misura idonea da esercitarsi nei casi di necessità e urgenza per il perseguimento delle finalità istituzionali di garanzia della trasparenza dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni e della tutela degli investitori. Questi poteri, apparentemente di natura molto ampia, nel richiamare le finalità di cui all'articolo 62, quindi trasparenza, ordinato svolgimento della negoziazione e tutela, sono comunque poteri di vigilanza e non di sicurezza o di ordine pubblico e come tali richiedono una valutazione da parte della Consob per quanto riguarda i mercati di Borsa e da parte della Banca d'Italia, per quanto riguarda il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato, che devono contemperare i vari interessi, nonché valutare i relativi costi e benefici, nell'ottica di garantire che il mercato continui a svolgere la propria funzione essenziale di supporto all'economia e fornitura di liquidità agli investitori istituzionali, ai *retail*, nonché alle imprese.

In sostanza, le autorità di vigilanza hanno poteri di vigilanza con specifiche finalità. Non a caso le norme relative alla sospensione degli strumenti finanziari usano il singolare. Per la gestione delle crisi finanziarie nel nostro ordinamento, nel 2008 è stato istituito il Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria con un protocollo di intesa per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria, firmato in occasione della riunione del CIC dal Ministro dell'economia e delle finanze, da Banca d'Italia, da Consob e da ISVAP (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di interesse collettivo). Questo Comitato, composto dal Ministro dell'economia e delle finanze, che lo presiede, dal Governatore della Banca d'Italia, dal Presidente della Consob e dal Presidente dell'ISVAP, deve decidere eventuali azioni che minacciano la stabilità finanziaria che devono essere prese in stretto coordinamento tra Governo e autorità. Infatti, le sospensioni delle negoziazioni di Borsa, quindi nel mercato azionario, in assenza di analoghe sospensioni della MTS, le cui attività sono fondamentali per il corretto funzionamento delle aste e quindi dell'emissione del primario, potrebbero comportare un aumento delle vendite di titoli di Stato per soddisfare le esigenze di liquidità degli investitori che sono impossibilitati a liquidare le azioni a causa della chiusura delle Borse e quindi creare un ulteriore aggravio anche sugli *spread*.

Passerei adesso alle risposte relative ai quesiti da 6 a 8, che fanno riferimento alle delibere sullo *short selling*. L'andamento negativo dei prezzi dei titoli azionari italiani di fine febbraio e inizio marzo era coerente con il deterioramento causato dall'epidemia da Covid-19 dei dati fondamentali dell'economia reale. Non vi era evidenza, come indicato nel comunicato stampa Consob del 9 marzo, che gli andamenti della Borsa Italiana siano riflesso di attacchi speculativi, salvo che non si voglia attribuire a questo termine la reazione degli operatori alle incertezze sul futuro generate dagli effetti del Coronavirus sull'economia. Inoltre, i divieti delle vendite allo scoperto, oltre a non poter risolvere i problemi strutturali, come per esempio ha

dimostrato il recente caso della fintech tedesca Wirecard, comportano dei costi impliciti. Nessuna autorità europea ha adottato il divieto delle vendite allo scoperto nel primo periodo di turbolenza dei mercati, nonostante il calo del prezzo dei titoli abbia interessato tutti i mercati europei. Nella settimana dal 22 al 28 febbraio, l'indice DAX (Deutsche Aktienindex) presentava un andamento del -12 per cento, il FTSE MIB (Financial Times Stock Exchange Milano Indice di Borsa) del -11,26. Questo perché era una diminuzione generalizzata. Dopo il 9 marzo 2020, come riconosciuto dall'ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) nella sua decisione del 16 marzo, il quadro è mutato perché le diminuzioni di prezzo e la volatilità dei mercati europei sono diventate eccessive e tali da poter generare negli investitori una mancanza di fiducia nel funzionamento del sistema finanziario europeo. Questo risponde al quesito n. 7. Quindi, dal 10 marzo 2020 in poi, la Consob ha sollecitato l'ESMA a effettuare un intervento paneuropeo, trattandosi di una crisi di respiro internazionale. Allo stesso tempo, la Consob ha utilizzato i poteri a disposizione delle autorità nazionali per sospendere temporaneamente le vendite allo scoperto, a ricorrere dei requisiti delle norme in materia (il Regolamento europeo sullo *short selling* direttamente applicabile).

Ciò posto, gli otto titoli azionari menzionati nel documento del richiedente sono quelli che hanno registrato le maggiori perdite nel corso del 9 e non dell'11 marzo 2020. Al fine di analizzare la pressione dell'attività ribassista su questi titoli, è stato analizzato l'ammontare delle posizioni nette corte su questi titoli. La posizione netta corta è un valore di *stock* espresso dal valore percentuale del rapporto delle azioni e delle altre posizioni ribassiste sul capitale sociale. L'ammontare delle PNC è il numeratore del rapporto e include le vendite allo scoperto sulla singola azione. Oltre alle azioni ci sono naturalmente i derivati. Come misura dell'attività ribassista sui singoli titoli è quindi importante definire una variabile di flusso, che è la variazione giornaliera del numero di azioni che compon-

gono il numeratore, cioè le posizioni nette corte. Se il valore di questa variabile è positivo, significa che nell'aggregato sono state aperte nuove posizioni nette corte, ossia i soggetti che operano tramite posizioni nette corte esprimono un'attività ribassista in continuazione. Se, viceversa, il valore è negativo, quindi il numero di azioni diminuisce rispetto al periodo precedente, vuol dire che sono state chiuse posizioni nette corte e che quindi il ribassista comincia a recuperare con un'attività rialzista. Questa variabile, che è una variabile di flusso, può essere rapportata al volume degli scambi giornalieri registrati e anche questa è una variabile di flusso. Non farò i nomi delle singole banche perché credo che farà parte del tema successivo.

Giungo alle conclusioni. Nell'osservazione n. 6 si critica il mancato divieto delle vendite allo scoperto di otto titoli che hanno perso oltre il 10 per cento il 9 marzo. Dall'analisi della tabella, che poi si vedrà, che individua le singole posizioni per i singoli titoli, emerge che per sei di questi otto titoli la variazione delle posizioni nette corte, cioè del numero di azioni vendute del numeratore, è stata molto limitata e in alcuni casi è stata addirittura negativa. In base a questi dati è quindi difficile ipotizzare che le perdite registrate da questi otto titoli nel corso della giornata siano state innestate da attacchi di speculazione ribassista. Piuttosto, in linea con quanto dichiarato dalla Consob, il fattore determinante sembra essere stato il clima di avversione al rischio generato dal diffondersi della pandemia Covid-19 in Europa, che ricordiamo essere diffusa in tutta Europa. L'indice Eurostox Banche del 9 di marzo aveva fatto registrare il -13,3 per cento.

Passando al quesito n. 8, seguirò la cronologia degli interventi. Con la delibera n. 21301 del 12 marzo sono state vietate le vendite allo scoperto per la successiva giornata del 13 marzo su 85 titoli azionari, facendo uso del potere previsto dall'articolo 23 del Regolamento europeo sullo *short selling*. Tale norma prevede la possibilità di vietare le vendite allo scoperto per i titoli che nel corso di una singola giornata di negoziazione hanno fatto registrare varia-

zioni negative, pari o superiori a determinate soglie definite nel Regolamento (-10 per cento per le azioni considerate liquide dalla normativa europea o facenti parte dell'indice principale per l'Italia FTSE MIB; -20 per cento per le azioni non liquide ma il cui prezzo unitario è pari almeno a 0,5 euro; -40 per cento per tutte le altre azioni). La durata del divieto prevista è di un giorno, prorogabile per un secondo giorno se al termine del primo giorno il titolo, nonostante la vigenza delle misure restrittive, faccia segnare un nuovo calo di prezzo pari almeno alla metà della soglia rilevante per i titoli liquidi, quindi una diminuzione ulteriore del -5 per cento. Il 12 marzo 2020 la Consob ha deciso di vietare le vendite allo scoperto per il successivo 13 marzo per tutti i titoli che al termine di quella giornata avevano raggiunto o superato le soglie rilevanti. Sono rientrati in tale ambito 85 titoli azionari, di cui 82 azioni liquide o facenti parte del FSE MIB con la soglia del -10 e tre azioni non liquide con un prezzo superiore a 0,5 e conseguentemente una soglia del -20. Gli altri titoli negoziati sul mercato italiano non hanno fatto registrare variazioni negative sufficienti per permettere l'adozione di questo tipo di divieto, quello dell'articolo 23. Per tale motivo non sono stati ricompresi nel divieto del 12 marzo. Venerdì 13 marzo il mercato, inclusi gli 85 titoli oggetto di misure restrittive, ha fatto registrare un andamento positivo. Pertanto non si è verificata la condizione per la proroga, ossia un calo del prezzo della metà della soglia rilevante. Il divieto adottato è pertanto terminato nella data del 13 marzo 2020. In particolare, nella giornata del 13 marzo molti titoli azionari della MTA hanno fatto registrare rialzi rispetto alla chiusura della giornata precedente e la giornata del 13 marzo ha chiuso con una variazione del +7,12 per cento. Andando ad analizzare separatamente i due sottoinsiemi di azioni della MTA in base al fatto che fossero o meno oggetto di divieto temporaneo, non si osservano i fenomeni descritti nell'osservazione n. 8. Nella giornata del 13 marzo il sottoinsieme delle azioni soggette a divieto ha fatto registrare un rendimento del +7,41

di fronte a una perdita del -16,7 in media del 12 marzo, con un recupero del 45 per cento della perdita. Il sottoinsieme delle azioni che non erano state oggetto di divieto ha fatto registrare un rendimento medio pari a +4,77 a fronte di una perdita nel giorno precedente del -9,53, con un recupero di circa il 50 per cento. Non si ha quindi nessuna evidenza di vendite speculative al ribasso per i soli titoli non soggetti al divieto. Lunedì 16 marzo il mercato ha fatto registrare una nuova discesa e la Consob ha fatto nuovamente uso dei poteri dell'articolo 23, vietando con delibera n. 21302 le vendite allo scoperto su tutti i titoli che avevano raggiunto o superato le soglie di prezzo rilevanti per la successiva giornata del 17. Sono rientrati in tale ambito venti titoli azionari, tutti considerati liquidi o facenti parte del FTSE MIB, quindi con soglia pari a -10. Lunedì 16 marzo 2020 la stessa ESMA, con decisione ESMA 70-155-9546, utilizza per la prima volta dalla sua istituzione i poteri emergenziali previsti dall'articolo 28 del Regolamento *short selling*, ma si limita a rafforzare gli obblighi di comunicazione verso le autorità nazionali in capo a chi vende allo scoperto fissando la soglia dallo 0,2 allo 0,1 nei confronti di coloro che assumono posizioni nette corte. Nella stessa giornata del 16 marzo, preso atto della reazione dell'ESMA, che avrebbe potuto adottare un divieto europeo, sempre ai sensi dell'articolo 28, ritenuta insufficiente la sola iniziativa della trasparenza e dell'orientamento favorevole ad adottare divieti nazionali da parte di altri Paesi europei (Francia e Spagna in testa), la Consob decide di avviare l'iter per l'adozione a livello nazionale dei provvedimenti restrittivi in base all'articolo 20 del Regolamento *short selling*, citato anch'esso nell'osservazione n. 2. L'articolo 20 consente all'autorità nazionale di esercitare poteri più estesi e di più lungo periodo rispetto a quelli dell'articolo 23. In presenza di grave minaccia dell'integrità dei mercati è stabilito l'obbligo di richiedere un parere preventivo all'ESMA su tali misure. L'ESMA ha rilasciato il proprio parere positivo il 17 marzo 2020 allo scadere delle ventiquattro ore previste dal Regola-

mento. Quindi, la Consob adotta, lo stesso 17 marzo 2020, appena acquisito il parere dell'ESMA, un divieto di vendite allo scoperto e alle altre posizioni ribassiste su tutti i titoli nazionali italiani negoziati sul mercato regolamentato MTA di Borsa Italiana con la delibera n. 21303, che trova applicazione nella giornata borsistica del 18 marzo per un periodo di tre mesi. Si tratta della prima volta che la Consob adotta misure restrittive ai sensi dell'articolo 20 sull'intero listino principale italiano. Tra il 17 e il 18 marzo adottano analoghe misure restrittive anche Spagna, Francia, Grecia, Belgio e Austria, in questo caso per un solo mese.

PRESIDENTE. Grazie. Prego.

PAOLO SAVONA, *Presidente della Consob*. Riferisco sul tema della contendibilità. Sul collegamento che il senatore richiedente stabilisce tra caduta dei corsi e tentativi di scalata delle società italiane confermo quanto comunicato nella precedente audizione. La maggior parte dei ventuno provvedimenti presi da Consob – oggi sono ventitré, se ne sono aggiunti altri due nel mentre – a seguito dello scoppio della pandemia Covid-19, incluso quello adottato in sede ESMA recentemente ricordato, ha lo scopo di tenere sotto controllo le possibili scalate e si è affiancata, fornendo opportune basi informative, alle decisioni prese dal Governo in materia, *in primis* quelle riguardanti l'estensione dell'esercizio del cosiddetto «golden power». Il giudizio espresso dal senatore De Bertoldi che la Consob non abbia tenuto conto della contendibilità è infondato, come pure lo è quello secondo cui la Consob non abbia un quadro delle situazioni di azionariato instabile e in evoluzione. Segue ogni operazione di questo tipo – la dottoressa Scoppelliti in particolare si interessa di questi aspetti del problema insieme alle altre Divisioni – e interviene per fornire al mercato, oltre che al Governo, ogni informazione necessaria per evitare che avvengano improprie scalate. Nel corso della pandemia non è accaduto alcun episodio che sia catalogabile tra quelli ipotizzati dal richie-

dente e, se la presidente lo consente, la dottoressa Togna riferirà in dettaglio su questo tema. Grazie, presidente.

PRESIDENTE. Prego, dottoressa.

PAOLO SAVONA, *Presidente della Consob*. Questi allegati sono a disposizione della Presidenza che penso li distribuirà.

TIZIANA TOGNA, *Vice Direttore Generale*. Grazie, presidente. In considerazione della situazione eccezionale connessa alla diffusione del Covid-19 con conseguente significativo andamento al ribasso del corso dei titoli azionari, a partire da marzo, la Consob ha attivato i poteri all'epoca disponibili in materia di trasparenza del mercato del controllo societario e ha dettato il 17 marzo, con delibera n. 21304, l'abbassamento delle soglie di notifica delle partecipazioni rilevanti con riferimento a società quotate a elevato valore corrente di mercato e azionariato particolarmente diffuso, individuate come le società aventi una capitalizzazione al 31 dicembre 2019 superiore a 500 milioni di euro e quelle non controllate di diritto da unico azionista.

Tale provvedimento è stato assunto nella medesima seduta di Commissione nella quale è stata adottata la delibera n. 21303 del 17 marzo 2020 di divieto temporaneo di assumere o incrementare posizioni nette corte di cui ha prima riferito la dottoressa Scopelliti. Contestualmente, l'Istituto ha chiesto al Legislatore il rafforzamento dei poteri in materia di trasparenza del mercato e con nuove disposizioni contenute nel decreto-legge 8 aprile 2020 n. 23, decreto « Liquidità », è stato attribuito alla Consob il potere di adottare delibere di abbassamento delle soglie delle partecipazioni rilevanti di più ampia portata e il nuovo potere di abbassamento della soglia di comunicazione delle dichiarazioni di intenzioni da rilasciare in occasione dell'acquisizione di partecipazioni significative nelle società quotate. Lo stesso 9 aprile, quindi nella medesima data di entrata in vigore del decreto, la Consob ha adottato il regime di trasparenza rafforzata per quanto riguarda l'obbligo di comunicazione delle

partecipazioni rilevanti, anche con riferimento a società quotate a minor capitalizzazione, cioè inferiore ai 500 milioni di euro, tenuto conto del solo criterio della diffusione dell'azionariato. Sono cioè state escluse le società controllate di diritto. Le soglie di comunicazione ridotte delle partecipazioni rilevanti sono state fissate al superamento della soglia dell'1 per cento per le società quotate non PMI (Piccole e Medie Imprese) e del 3 per cento per le società quotate PMI.

Sempre sulla base dei nuovi poteri, la Consob, con delibera n. 21327 del 9 aprile, ha adottato il regime di trasparenza rafforzata anche per quanto riguarda le dichiarazioni di intenzioni in caso di acquisizione delle imprese quotate in misura pari o superiore al 5 per cento, ferme restando le ulteriori soglie già previste nel regime ordinario, cioè 10, 20 e 25. Anche in questo caso le società cui si applica questa delibera sono le stesse, cioè le società che non sono controllate di diritto da un azionista. Entrambi i citati provvedimenti sono stati adottati per un periodo di applicazione fino all'11 luglio e con delibera dell'8 luglio 2020 il periodo è stato ulteriormente prorogato fino al 12 ottobre 2020. Ciò in quanto la Consob ha ritenuto ancora sussistente l'esigenza di tutela rafforzata degli investitori e di garantire l'efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario a fronte di eventuali manovre speculative sui titoli delle società quotate in un particolare periodo di congiuntura economico-finanziaria, sempre riconducibile all'epidemia di Covid-19. L'applicazione della delibera ha comportato un numero triplice di comunicazioni rispetto a quelle dell'analogo periodo del 2019 e rispetto alle comunicazioni pervenute nel 2020 in relazione alle soglie ordinarie. Ai superamenti delle soglie ridotte intercettati dalle delibere, pur numerosi, non sono finora seguite comunicazioni di superamento delle soglie successive. Questo vuol dire, cioè, che abbiamo avuto superamenti delle soglie dell'un per cento, ma successivamente non ci sono stati superamenti del 3 e delle altre previste dalla norma. Si sono evidenziati soltanto quattro casi, di cui due parteci-

panti esteri, in cui si sono superate le soglie successive. Le comunicazioni rese evidenziano che il fenomeno della riduzione della presenza di soggetti italiani e degli emittenti ad azionariato diffuso è stato contenuto. Le riduzioni di partecipazioni che hanno portato le stesse sotto le soglie ordinarie o ridotte hanno riguardato soltanto otto emittenti, in prevalenza piccole e medie imprese. È maggiore il numero di emittenti per i quali è aumentata anche temporaneamente la presenza di soggetti esteri. Analizzando i soggetti esteri che hanno effettuato comunicazioni nel periodo considerato, si evince che il soggetto estero più ricorrente in termini di numero di comunicazioni è Norges Bank, come noto il Fondo Sovrano norvegese, che ha comunicato partecipazioni in 34 emittenti non PMI tutte inferiori al 3 per cento con nuovi ingressi in tredici società, di cui due banche (UBI Banca e Banca Mediolanum). La maggior parte delle comunicazioni riguarda, però, partecipazioni già detenute alla data di entrata in vigore delle citate delibere. Questo perché la Consob non ha soltanto richiesto l'obbligo di comunicazione per le acquisizioni effettuate dal momento della nuova delibera, ma anche per tutte le partecipazioni già detenute a quella data.

Con riferimento alle dichiarazioni di intenzioni pervenute nel periodo esaminato, sono arrivate solo cinque dichiarazioni di intenzioni per partecipazioni superiori alla nuova soglia del 5 per cento. Nessun partecipante si è dichiarato intenzionato ad acquisire il controllo dell'emittente o a esercitare un'influenza sulla gestione della società partecipata.

Veniamo ora ad analizzare il numero delle operazioni che nel primo semestre del 2020 hanno riguardato OPA (Offerta Pubblica di Acquisto). Le operazioni lanciate nel periodo sono state otto (quattro prima dell'emergenza Covid, quattro successive all'emergenza Covid). Le operazioni, che segnatamente sono Intech Gamenet, Intech Retelit, Molmed, Gedi, UBI, Guala Closures e Centrale del Latte d'Italia, hanno avuto motivazioni diverse.

Per quanto riguarda le quattro offerte comunicate dopo la pandemia Covid-19,

possiamo evidenziare quanto segue. Nel caso dell'OPA Retelit, si tratta di un'OPA promossa dalla controllata nei confronti delle azioni della controllante. Per quanto riguarda l'OPA Molmed, si tratta di un'offerta promossa da una società giapponese, ma c'erano già stati degli accordi con il precedente azionista Fininvest per l'acquisizione di una partecipazione di controllo. Per quanto riguarda l'offerta Centrale del Latte, è stata promossa da Newlat con finalità di integrazione industriale. Per quanto riguarda Guala Closures, è stata promossa da un fondo di *private equity* che ha dichiarato di non voler aumentare la sua percentuale di possesso. Il corrispettivo di tutte le quattro operazioni è risultato a premio rispetto alle quotazioni del giorno precedente all'annuncio delle offerte. Per molte di queste offerte c'è stata anche l'applicazione e l'istanza per quanto riguarda la *golden power*. In particolare, con riferimento alla Molmed, la Presidenza del Consiglio ha esercitato i poteri previsti dalla *golden power* individuando una serie di condizioni. A seguito di queste condizioni, l'offerente ha ritenuto comunque di continuare nell'offerta. Abbiamo prodotto un'appendice specifica che illustra tutta quanta l'attività.

PRESIDENTE. Prego.

PAOLO SAVONA, *Presidente della Consob*. Rispondo al quesito AIM (Alternative Investment Market) e al riferimento al caso Bio-on. Per Bio-on la Consob ha svolto un ruolo determinante, come riconosciuto dalla stessa magistratura inquirente, sia pure entro i limiti dei poteri che esercita sul funzionamento dell'AIM. Come voi sapete, per attirare, come vorrebbe L'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico), le quotazioni di Borsa, l'AIM garantisce condizioni meno invasive nei controlli. Su questo punto, che è oggetto di continue discussioni in sede del Collegio Consob, se la presidente lo consente, riferisce il Capo della Divisione mercati, la dottoressa Scopelliti.

PRESIDENTE. Prego.

MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, *Capo della Divisione mercati*. Grazie. Con il decreto n. 107 del 2018 in esecuzione della delega della legge n. 163/2017, è stata data attuazione nell'ordinamento nazionale al Regolamento comunitario sul *market abuse*. Pertanto, anche gli articoli 114, 115 e 187 del TUF sono stati adeguati al Regolamento e trovano applicazione nei confronti degli emittenti che hanno chiesto e ottenuto la negoziazione degli strumenti finanziari di propria emissione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano.

L'articolo 114, comma uno, del TUF recita: «Gli emittenti quotati comunicano al pubblico le informazioni privilegiate ai sensi dell'articolo 17 del Regolamento (UE) n. 596/2014», che a sua volta inizia disponendo che l'emittente garantisce che le informazioni privilegiate siano rese pubbliche secondo modalità che consentano un accesso rapido e una valutazione completa, corretta e tempestiva delle informazioni da parte del pubblico. Le società negoziate su AIM Italia sono quindi vigilate dalla Consob per i profili relativi alla normativa di derivazione europea sugli abusi di mercato e in tale ambito i poteri degli articoli 114 e 115, nonché 187, si applicano e sono finalizzati alla prevenzione e all'accertamento degli illeciti di *market abuse* e sono esercitati dalla Consob. Il mercato AIM si qualifica come SME Growth Market ai sensi della disciplina MiFID II, in quanto rivolto a piccole e medie imprese, e prevede requisiti meno stringenti in fase di quotazione dei titoli, un livello informativo *ex post* nei confronti del pubblico inferiore rispetto a quello degli emittenti quotati in un mercato regolamentato o con titoli diffusi.

Per quanto attiene all'informativa contabile nei confronti degli emittenti non quotati, seppure negoziati sull'AIM, la Consob non dispone di poteri di accertamenti analoghi a quelli previsti per le società quotate. Non può cioè intervenire rispetto ai bilanci di tali emittenti per censurare l'eventuale scorrettezza impugnandoli o esercitando i poteri di cui all'articolo 154-ter, comma 7, del TUF. Solo nel caso in cui è anche emittente diffuso, ai sensi del 116 del TUF,

è possibile richiedere, ai sensi del 114, comma 5, sempre del TUF, dati e notizie aggiuntive da diffondere al pubblico. Evidentemente, tale potere, meno pervasivo dell'impugnazione di bilancio della pubblica censura prevista per le società quotate, è esercitato a fronte di evidenti anomalie e incompletezze del quadro contabile.

In materia di *corporate governance*, agli emittenti negoziati sull'AIM non si applicano la disciplina e i poteri previsti dal TUF con riguardo all'organo di controllo, all'elezione, alla composizione e ai requisiti degli obblighi sociali. Anche con riferimento alla disciplina in materia delle operazioni con parti correlate, sebbene l'adesione a tale disciplina sia prevista tra i requisiti di ammissione del Regolamento di Borsa Italiana, non risulta applicabile in forza dell'articolo 2391-*bis* del codice civile e pertanto non sono previsti i relativi poteri sanzionatori della Consob, a meno che la società non abbia azioni diffuse tra il pubblico.

I poteri di vigilanza della Consob nei confronti dei revisori di emittenti AIM si applicano solo ove gli stessi revisori abbiano incarichi su enti di interesse pubblico o enti sottoposti a regime intermedio. Negli altri casi la vigilanza è del MEF (Ministero dell'economia e delle finanze). Agli emittenti i cui titoli azionari sono scambiati su MTF (Multilateral Trading Facility), come l'AIM, non si applica la disciplina di trasparenza delle partecipazioni rilevanti dell'articolo 120 del TUF, né il regime di pubblicità dei patti parasociali di cui all'articolo 122 del TUF. Laddove l'emittente sia qualificabile come diffuso, troveranno però applicazione le norme civilistiche in tema di pubblicità dei patti dell'articolo 2341-ter.

Per quanto riguarda la disciplina dell'OPA obbligatoria, l'articolo 105 del TUF è riferito ai titoli negoziati sul mercato regolamentato. Il Regolamento degli emittenti AIM, quindi quello deciso da Borsa Italiana, ha optato per una soluzione che consente di assicurare un'analoga forma di tutela agli interessi degli azionisti di minoranza in caso di cambio di controllo, di-

ponendo per questi emittenti che richiedono l'ammissione dalla AIM l'obbligo di prevedere nei propri statuti una clausola che dia applicazione volontaria alla normativa in materia di OPA obbligatoria. In ogni caso, i due modelli di OPA obbligatoria per legge e obbligatoria contrattualmente hanno degli effetti diversi e limitano la possibilità di intervento della Consob per le operazioni potenzialmente elusive.

Come detto, gli SME Growth Market rappresentano una specifica categoria di sistemi multilaterali di negoziazione che sono destinati da un'apposita disciplina della MiFID II europea dedicata alla promozione e all'accesso nel mercato dei capitali da parte delle PMI, con l'obiettivo di contribuire allo sviluppo di tali imprese che stanno svolgendo un ruolo importante nella crescita dell'Unione. Attualmente sono venti in Europa gli MTF che hanno ottenuto la registrazione come SME Growth Market. Il mercato più rilevante in termini di volume di negoziazione e quello più piccolo sono svedesi: il Nasdaq First North Growth Market e il più piccolo Nordic Growth Market. Segue il Regno Unito con l'AIM UK e il NEX Exchange, poi c'è l'Italia con l'AIM Italia e da ultimo quello della Francia, Euronext Growth Market.

Dall'analisi condotta emerge una tensione costante tra gli interessi degli investitori e quelli degli emittenti che si avvicinano per la prima volta al mercato dei capitali, ai quali diversi mercati europei tentano di fornire diverse soluzioni. In Italia i poteri di controllo nella fase di ammissione e successiva permanenza sul mercato AIM sono affidati a Borsa Italiana. Ai fini della quotazione sull'AIM è richiesto un documento di ammissione piuttosto che il prospetto. Non è previsto alcun limite in termini di capitalizzazione ed è richiesta una soglia minima di flottante piuttosto ridotta. Inoltre, non vi è l'obbligo di presentare a Borsa Italiana il piano industriale e la descrizione del sistema di controllo di gestione. L'informativa post quotazione sull'AIM non comprende le relazioni trimestrali, a differenza di quanto avviene per l'MTA. Inoltre, come già detto, non sono previsti per gli emittenti quotati sull'AIM le

previsioni legislative in materia di requisiti di *governance*, che si applicano all'MTA. Borsa Italiana ha integrato il proprio Regolamento prevedendo la possibilità di rifiutare l'ammissione all'AIM Italia ove i rischi di danno all'ordinato funzionamento del mercato e la reputazione dell'AIM Italia siano cagionati anche dalle caratteristiche dello strumento finanziario.

Per quanto riguarda la vigilanza in fase di permanenza sul mercato, si evidenzia che anche dopo l'ammissione l'emittente AIM deve continuare a essere accompagnato da un NOMAD (Nominated Adviser), che lo assiste e lo supporta nell'assolvimento dei compiti e delle responsabilità derivanti dal Regolamento Emittenti di Borsa Italiana. Se l'emittente cessa di avere il NOMAD, Borsa Italiana sospende le negoziazioni dei suoi strumenti finanziari e, se entro sei mesi dalla data di sospensione l'emittente non sostituisce il NOMAD, viene disposta la revoca delle negoziazioni. Recentemente sono state approvate da Borsa Italiana alcune modifiche ai Regolamenti del mercato AIM, volte tra l'altro a rafforzare gli obblighi di informativa al pubblico in capo alle società negoziate sull'AIM, nonché il ruolo del NOMAD quale *gatekeeper* del mercato a garanzia della qualità dell'informazione. Le modifiche proposte da Borsa italiana rappresentano un passo avanti nella definizione di un nuovo quadro di disciplina del mercato AIM, che potrà trovare un ulteriore sviluppo al termine del processo di analisi svolto dall'ESMA sull'adeguatezza dell'attuale disciplina degli SME Growth Market. Grazie.

PRESIDENTE. Prego.

PAOLO SAVONA, *Presidente della Consob*. Vorrei fare un'aggiunta sulla tempistica dei prospetti informativi e sulla pesantezza, senza richiamare la dottoressa Togna, che devo richiamare per un altro tema. Mi limito a ricordare che dal luglio 2019 è entrato in vigore il Regolamento Prospetto a livello europeo e da allora il volume delle informazioni o dei documenti si è ridotto; il numero delle pagine si è dimezzato. Stiamo ancora discutendo a li-

vello europeo su come semplificare, quindi ci mettiamo sulla scia dell'iniziativa presa dal Governo sulla semplificazione delle procedure amministrative e il resto lo lascio agli atti.

Qualora ci fossero dei dubbi sulla nostra esposizione, restiamo a disposizione per chiarire.

Per quanto riguarda il problema della *task force*, l'organo che dispone il potere di creare una *task force* è sempre collegiale e non il Presidente. Questa forma di operatività integrativa è stata sempre attivata ove necessario, tenendo conto dei limiti imposti dalle risorse disponibili. Lo ha fatto anche a seguito del giudizio OCSE, al quale il senatore De Bertoldi si riferisce, costituendo una *task force* allo scopo di effettuare un *self assessment* dei poteri e delle relative attuazioni. È parte del discorso AIM che abbiamo trattato da poco.

Circa la vigilanza e ispezioni, che contiene una precisa accusa, la vigilanza Consob è attivata sistematicamente da sei divisioni di vigilanza, a cui si affiancano cinque uffici non coordinati, cioè non strutturati in divisioni, e ricorre alla Divisione Ispettorato solo in casi limiti. La vigilanza Consob conta attualmente su 12-14 risorse. È perciò infondato il giudizio che il senatore De Bertoldi pone in forma di affermazione, non di quesito, secondo cui la funzione di vigilanza negli ultimi anni è stata progressivamente sguarnita di personale, determinando una riduzione sia nel numero che nella qualità degli interventi ispettivi.

Il numero delle pratiche esaminate dal Consiglio (1.214) nel corso del 2019, come indica la relazione, riguarda esclusivamente questo aspetto della nostra attività. Quindi in questo caso ritengo che, se lasciamo agli atti anche l'allegato n. 7, possiamo limitarci a dire — il passaggio ha guardato i numeri della Divisione Ispettorato — che la funzione svolta dalla Divisione Ispettorato antecedente al 2019 è stata trasferita alla Divisione Corporate Governance con il personale relativo, che ha il compito di vigilare sul controllo di qualità delle società di revisione, e quindi sono stati riuniti in un unico centro la vigilanza

sull'attività ordinaria sugli operatori con quella delle organizzazioni di revisione che effettuano i controlli. Credo che sia stata un'operazione razionale di riunificazione delle competenze. Ciò che si ricava nell'analizzare il comportamento degli operatori a un certo punto si riscontra poi nei rapporti delle società di controllo. Inoltre, un gran numero di ispezioni, dato che abbiamo la competenza congiunta sulle banche (la Banca d'Italia sul settore monetario e la Consob sul settore finanziario), è svolto dalla Banca d'Italia, che ha ben altre risorse rispetto alle nostre, e questo accordo di collaborazione è stato recentemente potenziato nell'ambito delle rispettive competenze e risorse.

Per quanto riguarda, invece, i rapporti col MEF, essi sono stati costanti, essendo il MEF e il Ministro il riferimento normativo della nostra attività. L'interlocuzione del Presidente con il Ministro e gli organi MEF per conto della Commissione è costante, in forma scritta e verbale e di tipo dialettico, come in una sana democrazia che riconosce autorità indipendenti. Nel caso specifico delle decisioni prese per fronteggiare gli effetti della pandemia, abbiamo informato gli uffici o personalmente il Ministro. Per quanto mi riguarda non esistono dissensi nelle materie esaminate. È stato anche ricordato che esiste un Comitato di coordinamento presieduto dal Ministro, al quale partecipa la Consob, la Banca d'Italia e altri organi di vigilanza.

Sui rapporti tra me e la società Euklid mi sono già pronunciato nella precedente udienza. Non ho niente da aggiungere e ho chiesto agli uffici di condurre un'indagine sulle relazioni che mi vengono attribuite e di riferire quanto a loro conoscenza nell'azione di vigilanza svolta anche su questo tema, come pure sui rapporti tra Consob e università e sui corsi di formazione. In questo caso o rinviemo la lettura dell'intero documento, che in parte è secretata, oppure leggiamo.

In conclusione, la Consob non ha registrato ritardi od omissioni nella sua azione ai sensi dei poteri che la legge a essa attribuisce. Ho più volte indicato al Parlamento la necessità di meglio definire norme

per far coincidere responsabilità e poteri decisionali. Ultima in ordine di tempo, la richiesta avanzata il 16 giugno, in occasione della presentazione della relazione annuale Consob, di adeguare le istituzioni del mercato finanziario alla realtà mutata e in mutazione dando vita a una consulta di esperti che studi e proponga come migliorare la normativa di protezione del risparmio e il suo incanalamento verso l'attività produttiva. Ho fatto specifico riferimento alla necessità di riunificare il TUB (Testo unico bancario) e il TUF citando le richieste di Carlo Azeglio Ciampi avanzate dopo il mutamento del regime deciso con legge del 1993 – a quei tempi, quando la legge è stata approvata, io ero Ministro nel Governo Ciampi – quando c'è stato il mutamento del regime bancario dallo specialistico, che distingueva quindi le competenze monetarie dalle competenze finanziarie, a quello universale, dove invece queste competenze sono riunite. Questo giustifica il fatto che sovente noi deleghiamo la Banca d'Italia, che ha molti più mezzi ed è un'organizzazione più dotata di risorse, ad analizzare i due aspetti e quindi nasce un'interlocuzione. Il riesame e la riunificazione sono resi ancora più urgenti – questa è la mia spiegazione nel caso del discorso di presentazione in relazione – della centralità della politica monetaria nel promuovere la stabilità dei mercati finanziari. Abbiamo ricordato l'episodio del 12 marzo, quando sembrava che la BCE (Banca Centrale Europea) non volesse intervenire, e in quell'occasione i corsi sono crollati ed è stata avviata tutta l'operazione di proibizione, nonostante inizialmente l'ESMA non ci abbia voluto seguire. La realtà è che chi stampa la moneta comanda sul mercato e quindi occorre, a questo punto, che anche le istituzioni e la normativa si adattino a questo tipo di condizioni esistenti, facendo coincidere strumenti con obiettivi, strumenti che, ovviamente, come quello di stampare moneta, la Consob non ha. Meglio così, perché guai se ci fossero più emittenti di moneta, come si delinea nel mondo con le criptovalute. Grazie, presidente.

PRESIDENTE. È in distribuzione il materiale accessibile. Dispongo ora che si vada in seduta segreta.

MASSIMO FERRO. Sull'ordine dei lavori. Noi al Senato alle 15,30 abbiamo l'audizione del Ministro Speranza e quindi volevamo capire come pensava di proseguire. Posso farle una proposta? Per quanto ci sia buona volontà, visto che mi sembra di capire che vogliamo tutti andare lì, credo che non ci siano i tempi obiettivi. O ci aggiorniamo oppure non so.

PRESIDENTE. L'audizione è stata chiesta dalla Commissione. Quindi chiaramente stiamo dando spazio alla Commissione per avere delle risposte.

MASSIMO FERRO. Potremmo finire la parte pubblica e poi aggiornarci sulla parte secretata.

PRESIDENTE. Non c'è divieto di sovrapposizione nel caso dell'audizione, poi ci sono i deputati che sono venuti fin qui: sarebbe scortese nei loro confronti se a un certo punto si interrompesse del tutto l'audizione. Direi di andare avanti. Quello che si può fare eventualmente è, per questa parte pubblica, consentire ai senatori che poi devono andar via di fare delle domande; poi per la parte segreta avranno accesso comunque ai documenti tramite l'archivio. Siamo in seduta pubblica. I senatori prima Ferro e poi Pesco per un rapido intervento.

MASSIMO FERRO. Sarò velocissimo. Chiedo scusa se vado un po' fuori argomento, ma sono veneto e dopo l'esperienza delle banche venete popolari non vorrei succedesse una cosa simile. Mi rivolgo espressamente alla dottoressa Scopelliti e mi riferisco a Cattolica Assicurazioni. Come sicuramente saprete, Cattolica ha fatto un accordo con Generali al 24,4 per cento e questo può anche nascondere un'OPA mascherata, nel senso che il limite mi sembra sia dal 24,5 per cento. Si chiede, nell'ambito dei poteri di vigilanza, come mai non è stata fatta un'OPA pubblica, anche perché

in questo modo ne avrebbero beneficiato i soci.

È stata convocata un'assemblea straordinaria al 31 luglio. Al primo punto all'ordine del giorno dell'assemblea straordinaria non si fa cenno alle modifiche di alcuni articoli che prevedono per la loro modifica la maggioranza qualificata. Si utilizza cioè una procedura che consente giuridicamente e con l'approvazione di un punto all'ordine del giorno di sopprimere gli articoli suddetti. Questa è una procedura che formalmente è corretta, però lede i diritti dei soci che non sono stati nemmeno avvisati dell'adozione di tale procedura.

Terzo punto è che l'accordo commerciale tra Cattolica e Generali è inserito nello statuto sociale che sarà votato dall'assemblea del 31 luglio e prevede — questo è il tema forse più delicato — che un socio istituzionale con il 20 per cento delle azioni abbia la Presidenza del Comitato di gestione, la Presidenza del Comitato di remunerazione, tre consiglieri in Consiglio e il diritto di veto su qualsiasi investimento superiore a un milione di euro. Cosa succede se nel frattempo o dopo l'approvazione di questo statuto, arriva un investitore con il 20,01 per cento? A chi spettano questi diritti che nello statuto sono riservati alle Generali?

Sempre nell'ambito del potere di vigilanza, se sul tema « Autostrade » di questi giorni Consob non ritiene ci possa essere una turbativa di mercato, anche questo per tutelare i soci. Grazie.

PAOLO SAVONA, *Presidente della Consob*. La Presidenza, dottoressa Scopelliti, ci dà l'opzione o di inviare un documento o di dare una risposta subito. Essendo una pratica in fieri, decida lei.

PRESIDENTE. Prego.

MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, *Capo della Divisione mercati*. Sicuramente, per avere una risposta puntuale e precisa, la cosa migliore è fornire un documento. È evidente però che quello che lei ha detto, che può accadere, dipende dai soci, nel senso che durante l'assemblea ci sarà una

votazione da parte dei soci. Nel proseguo, chiaramente, sarà tutto da vedere.

Per quanto riguarda Autostrade, è chiaro che possiamo fornire un'informativa di tutte le attività di monitoraggio dell'andamento dell'informativa e del prezzo del titolo, che comunque giornalmente si svolgono.

PRESIDENTE. Grazie. Collega Pesco, prego.

DANIELE PESCO. Grazie, professor Savona, per le informazioni che ci ha portato. Volevo approfittare della sua presenza per chiederle della sua idea, di cui si è parlato tanto, sui titoli irredimibili, non per altro, perché in fase di pandemia — penso che siamo qui riuniti per parlare anche di questo — per lo Stato è opportuno trovare sistemi nuovi per finanziarsi. Volevo chiedere, secondo il professor Savona, quale potrebbe essere il miglior tasso di riferimento per questo strumento di debito innovativo, quale potrebbe essere la quantità di debito che si potrebbe emettere con questa tipologia di strumento e se, secondo il Presidente, andrebbe computato come debito privilegiato oppure come debito ordinario quali i titoli di Stato, ad esempio i BTP (Buoni del Tesoro Poliennali), se va tutto a debito o solo gli interessi e soprattutto — non so se c'entra, però preferisco chiederglielo lo stesso — se questi titoli possono avere un certo impatto sul mercato vigilato da Consob. Grazie.

PRESIDENTE. Grazie a lei. Se vuole, può rispondere ora.

PAOLO SAVONA, *Presidente della Consob*. Credo che sia possibile operare. La Consob ha manifestato tramite me la preoccupazione sulla leva finanziaria delle imprese e dello Stato. Nell'ambito delle imprese ho avanzato la proposta — naturalmente non dipende da me ma dal Governo e dal Parlamento — di estendere i privilegi che vengono concessi sull'indebitamento anche al capitale di rischio. Naturalmente, politicamente questo fa una certa differenza, però, se si vuole affrontare la leva

finanziaria delle imprese, bisogna compiere quell'operazione.

Il secondo punto è la proposta di emettere prestiti irredimibili e ho indicato anche specificatamente il tasso, che è il 2 per cento, manifestando un atto di fiducia che in vita mia raramente ho fatto nei confronti della Banca Centrale Europea, che avrebbe rispettato l'impegno di non far superare l'inflazione del 2 per cento, perché il titolo funziona se non c'è il timore che il potere d'acquisto inserito nel titolo, e quindi la sua negoziabilità, possa avere dei tracolli, come è successo nella storia degli irredimibili di fronte alle guerre. È subentrata la proposta a livello europeo e a questo punto è emerso chiaramente che sarebbe il titolo ideale per l'Europa perché supererebbe le obiezioni fondamentali che Olanda e Germania non vogliono superare della mutuabilità del debito. Non essendo rimborsabile, non nasce un problema di mutualità e il problema è iniziare ad appostare nel bilancio statale — questo vale ed è la risposta che ho dato alla Cannata sia per l'Europa che per l'Italia — le cifre corrispondenti agli interessi che uno deve pagare. Mi è stato comunicato dai miei amici a livello europeo che già nel bilancio europeo esiste una voce di bilancio che prevede il pagamento degli interessi; quindi anche qui è l'iniziativa politica che conta. Certamente lei ha detto « privilegio ». Oggi il problema per il debito pubblico italiano (da qui lo *spread*) è che la gente ha timori nel rimborso. Nel caso degli irredimibili il rimborso non c'è; c'è solo la capacità dei Governi e quindi la possibilità della Banca Centrale Europea di continuare a pagare un tasso di interesse che in questo momento è assolutamente vantaggioso, il 2 per cento. Poi, se è l'1, se è 0,5, di questo bisogna discutere. Grazie, presidente.

PRESIDENTE. Grazie a lei. Chiudiamo questa prima parte con l'onorevole Rizzone. Prego.

MARCO RIZZONE. Grazie. Ringrazio anche le dottoresse che hanno già in parte risposto ad alcune delle domande che volevo fare ma mi hanno incuriosito riguardo

agli indicatori. Io chiedo, nella scelta di fermare le vendite allo scoperto, qual è il livello di discrezionalità della Consob rispetto all'utilizzo di indicatori quantitativi che automaticamente possono far scattare degli *alert*? Vi avvalete di sistemi *software* di monitoraggio automatico i cui log, per esempio, potrebbero anche dimostrare la tempestività del vostro intervento in relazione alla richiesta fatta? Questi log potrebbero essere una prova inconfutabile e inoppugnabile.

Altre due domande molto di attualità (spero che vada bene lo stesso parlarne ora): se il Presidente ritiene la vertiginosa crescita di un titolo come quello di Tesla nelle ultime settimane una pericolosa bolla pronta a scoppiare che possa danneggiare anche i piccoli risparmiatori, in analogia a quello che era avvenuto nella *new economy*, e se questa situazione è monitorata, essendo il titolo Tesla quotato alla Borsa Italiana. Seconda domanda. Considerando quello che sta avvenendo ora in Consiglio dei Ministri, come intende muoversi Consob in relazione alla potenziale revoca delle concessioni autostradali ad ASPI (Autostrade per l'Italia), che è una controllata di Atlantia? Ovviamente se queste informazioni possono essere rivelate in virtù dei mercati aperti. Grazie.

PRESIDENTE. Prego, Presidente. A sua discrezione e a sua responsabilità.

PAOLO SAVONA, *Presidente della Consob*. Possiamo rispondere che è parte della risposta che ho dato nei rapporti tra la Consob e il Presidente, col MEF e col Ministro. Noi li teniamo costantemente informati in qualsiasi forma, anche attraverso gli SMS, su quali sono le nostre valutazioni. Questo è il punto fondamentale. Insisto su questo punto, noi non abbiamo la possibilità di interventi diretti. Se i titoli cadono sotto il 10 per cento — questo è stato spiegato — allora noi dobbiamo prendere delle decisioni. Naturalmente la decisione non va presa ogni volta che cade sotto il 10. Primo punto, valutazione per cui la dottoressa Scopelliti ci vive dall'alba al tramonto, è se esistono fattori oggettivi.

Nel caso di Autostrade esistono fattori oggettivi; nel caso di Tesla noi stiamo analizzando e seguiamo quotidianamente. Noi riceviamo esposti, riceviamo proteste, siamo in un'elaborazione continua. Io sono stato quattordici volte in vita mia responsabile da qualche parte e non mi è mai capitato di avere gli impegni e le preoccupazioni che vengono fuori da un tipo di normativa in cui la preoccupazione principale è la tutela del risparmio, ma le norme mettono in equilibrio quella funzionalità del mercato. Ed ecco quindi il mio invito all'organo politico: riflettiamo sulle norme esistenti, anche perché — gliel'ho già detto e lo ripeto — l'invasività delle norme europee, quindi la partecipazione, che richiede che ci sia una maggioranza di ventisette persone con ventisette istanze diverse, devo dire che è una cosa faticosa. Però, alla fine della storia è meglio rimanere agganciati a una collettività che non rimanere isolati, perché saremmo come una nave priva di una direzione precisa, ma questo è un ripensamento rispetto alle mie critiche del passato. Infatti lo sottolineano con accuse di incoerenza, ma sull'incoerenza ci sono utili definizioni che non sto a ricordare in questa sede. Grazie.

PRESIDENTE. Prego, collega D'Ettore. Rapidamente, per favore.

FELICE MAURIZIO D'ETTORE. Sono notoriamente logorroico, però sarò sintetico. Grazie, presidente.

Io volevo riprendere un tema che è tecnico, ma che continua a essere di grande attualità. C'è un riferimento qui, negli atti che sono stati consegnati, ai prospetti informativi e al Regolamento Prospetto. Io vorrei invece essere informato, rispetto ai Regolamenti Consob, riguardo alla tematica dell'adeguatezza delle operazioni sulle attività degli investitori non professionali e quindi se c'è qualche novità da parte della Consob rispetto a questo tema che continua a essere centrale. La valutazione dell'adeguatezza, visto ciò che è accaduto in questi anni, al di là della disciplina di derivazione comunitaria, diventa un'esigenza di regolamentazione interna italiana.

C'è una poderosa giurisprudenza sulla responsabilità conseguente alla violazione degli obblighi con riguardo ai prospetti informativi, ma non si ha, se non attraverso la corretta attività della Consob, un'ulteriore disciplina che caratterizzi in maniera chiara questa parte dell'adeguatezza del corrispettivo e delle dichiarazioni secondo cui gli investitori non professionali diventano automaticamente professionali sulla base di autocertificazioni e quindi solo la Consob si è mossa in questi anni in maniera efficiente. Vorrei capire se c'è, nell'ambito dell'autonomia normativa che ha la Commissione, la volontà di intervenire e se vi è necessità, mi rivolgo al Presidente, anche di un quadro normativo nazionale che aiuti questa attività. Credo di sì, ma vorrei sapere se ci sono sviluppi su questo in collegamento e in relazione alla questione dei prospetti informativi che qui è stata ben presentata. Grazie.

PRESIDENTE. Prego.

TIZIANA TOGNA, *Vice Direttore Generale*. Per quanto riguarda il tema dell'adeguatezza, che è uno dei temi centrali della vigilanza della Consob, come lei ha correttamente rilevato, da un lato c'è l'aspetto della trasparenza, cui il prospetto informativo specificatamente e anche il KID (Key Information Document), che è l'ultimo documento a consegna obbligatoria per tutti gli strumenti particolarmente complessi, presidiano; poi c'è il tema della valutazione che l'intermediario deve fare nel momento in cui fa un suggerimento a un cliente sullo strumento finanziario in ordine al tema dell'adeguatezza. Come lei ha correttamente rilevato, il tema dell'adeguatezza è l'altro corollario per la tutela degli investitori. Su questo tema lei ha ricordato le nostre iniziative, a cui si affiancano le iniziative che quotidianamente il nostro arbitro, rispetto al quale c'è una dotazione di segreteria che la Consob ha messo a disposizione, opera sulla base di questo nuovo strumento che è stato dato ai risparmiatori di risoluzione delle controversie in maniera extragiudiziale. Se si leggono i risultati di questa attività giornaliera, ci si accorge

quanto quelle attività sono proprio riferite al tema dell'adeguatezza. Sul tema dell'adeguatezza, MiFID II, da ultimo, ha ancora di più sottolineato l'esigenza che questo aspetto venga presidiato e su questo, nell'ambito dell'allegato n. 7 che abbiamo rappresentato, abbiamo fatto una campagna di accertamenti ispettivi specifici nei confronti dei principali intermediari per andare a operare sul campo, una valutazione in ordine alle loro procedure e ai loro presidi. Abbiamo fatto una serie di iniziative, oltre che sanzionatorie, anche di vigilanza e insieme all'ESMA siamo praticamente attivi perché si facciano sempre più chiarimenti su questa tematica. Uno dei temi più delicati è fondamentalmente la profilatura del cliente, perché nella maggior parte dei casi la profilatura del cliente è uno dei pilastri dell'adeguatezza. L'adeguatezza vuole essere la congiunzione tra il tipo di cliente che ho di fronte e il tipo di prodotto che gli sto suggerendo. Su questo tema e sulla profilatura del cliente, sull'affidamento che l'intermediario fa alle auto-certificazioni, la Consob ha fatto un'azione molto forte e stiamo pensando, anche insieme all'Associazione dei consumatori e alle associazioni, di immaginare, anche dopo aver fatto delle indagini sul campo proprio con dei questionari, se non sia il caso, così come abbiamo fatto da ultimo sul tema dei costi, di intervenire con delle iniziative a livello nazionale.

PRESIDENTE. Se non ci sono obiezioni, passerei alla seduta segreta. Dispongo la disattivazione dell'impianto audiovisivo a circuito chiuso e della web-tv.

(La Commissione prosegue in seduta segreta).

PRESIDENTE. Dispongo la riattivazione dell'impianto audiovisivo a circuito chiuso e della web-tv.

(La Commissione riprende in seduta pubblica).

PRESIDENTE. Grazie a lei Presidente. Dispongo che la documentazione sia allegata al resoconto stenografico della seduta odierna. Non avendo altri interventi, dichiaro conclusa la seduta.

Comunicazioni della Presidente.

PRESIDENTE. Comunico che l'Ufficio di Presidenza, integrato dai rappresentanti dei Gruppi, nella riunione di martedì 7 luglio ha deliberato:

il programma di attività della Commissione, che sarà pubblicato in allegato al resoconto della seduta odierna;

di consentire al dott. Toni Marcelli, collaboratore della presidente della Commissione, di accedere agli atti e alle attività della Commissione con le stesse regole e modalità previste per i consulenti già nominati;

di completare il ciclo di audizioni, inerenti all'attuazione degli interventi previsti dai decreti-legge n. 18 e 23 del 2020, relativamente al settore bancario e finanziario, per il sostegno alle aziende ed imprese colpite dall'emergenza epidemiologica, con le banche che saranno definite nell'ufficio di presidenza integrato che sta per aver luogo. L'Ufficio di presidenza si è riservato altresì di prevedere la predisposizione di una specifica relazione alle Assemblee sul tema, al termine del ciclo di audizioni. La prossima seduta plenaria avrà luogo martedì 21 luglio con l'audizione di FederCasse.

(La Commissione prende atto).

La seduta termina alle 16.15.

*Licenziato per la stampa
il 15 ottobre 2020*

ALLEGATO 1

Documentazione lasciata dal professor Paolo Savona

IL PRESIDENTE
 Prof. Scpx. 4566/20

Roma, 14 luglio 2020

Cara Presidente Ruocco,

Le invio le mie risposte ai quesiti del Sen. De Bertoldi. Esso è composto da un testo che leggerò personalmente e da 8 allegati curati dagli Uffici, secondo le regole che governano l'attività Consob. Questi allegati sono parte indispensabile delle risposte fornite e, se Lei lo permetterà, verranno illustrati dal Vice Direttore generale dott.ssa Tiziana Togna e dal Capo della Divisione mercati dott.ssa Maria Antonietta Scopelliti.

Gli allegati NN. 3, 7 e 8 Le vengono consegnati a parte in busta chiusa, perché contengono dati secretati.

Sul caso Bion-on, sul quale è in atto un'indagine giudiziaria, non mi è stata rivolta una precisa richiesta da parte del Sen. De Bertoldi; se Lei lo richiede, Le invierò di seguito un pro-memoria delle informazioni di conoscenza Consob.

L'allegato N. 8 contiene informazioni riservate di vigilanza forniteci dalla FCA inglese e quelle raccolte dalla Consob che confermano l'assenza di quote Euklid nelle gestioni patrimoniali italiane. Per non trascinare ulteriormente la questione, ho chiesto agli uffici di condurre un'indagine indipendente e specifica sull'operatività di Euklid, oltre a quella ordinaria svolta dalla Vigilanza Consob su tutti gli intermediari di risparmio italiano.

La ringrazio per l'attenzione e Le porgo distinti saluti,


 Paolo Savona

Allegati:

Testo dell'intervento, 5 allegati e una busta chiusa con altri 3 allegati

~~~~~  
 Per l'On. Carla Ruocco  
 Presidente della Commissione parlamentare  
 di inchiesta sul sistema bancario e finanziario  
 Palazzo San Macuto - Via del Seminario, 76  
 Roma

00198 ROMA: VIA G.B. MARINI, 3 - TEL. 0684771 - FAX 068416703 - 068417707  
 20121 MILANO: VIA BROLETTO, 7 - TEL. 02724201 - FAX 0289010696

*Ricevuto il 14-7-20  
 in occasione dell'  
 audizione -  
 Distintamente  
 in seduta  
 MS*



**IL PRESIDENTE**

Roma, 14 luglio 2020

***Testo dell'intervento del Presidente Consob e degli 8 allegati in risposta ai quesiti del Sen. De Bertoldi avanzati in sede di Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario***

Desidero premettere che alcuni dei quesiti rivoltimi dal Sen. De Bertoldi avanzano ipotesi esplicative non assestate in letteratura, né incorporate in norme; altre riguardano materie coperte da segreto d'ufficio, che implicano la secretazione della seduta; altre infine richiedono di considerare come funziona la Consob sulla base delle leggi e dei regolamenti che la governano. Parto perciò da queste ultime e, salvo diverso avviso della Presidente, sul tema riferirò in estrema sintesi la Vice direttore generale **dott.ssa Tiziana Togna**.

**La dott.ssa Togna legge l'allegato N. 1**

Nel prosieguo della mia esposizione va tenuto presente in particolare che le decisioni Consob sono collegiali ed esse si basano su analisi documentate preparate in piena autonomia dagli uffici.

Esamino i singoli punti:

1. **Funzioni segnaletiche degli short selling.** Non esiste evidenza che le vendite allo scoperto siano la forza trainante delle altre operazioni di borsa. È possibile che esista una causazione inversa. Nella recente vicenda connessa alla pandemia Covid-19 esistono condizioni oggettive, come la caduta dell'attività produttiva, che influiscono sulle vendite al ribasso non catalogabili come speculazione, almeno nei termini consueti negativi attribuiti al concetto.
2. **Roboadvisor.** Non mi risulta che quanto accaduto sia frutto di "roboadvisors ... che agiscono in modo meccanico". Se l'interpellante non si riferisce all'attività di consulenza svolta da questi operatori che gli utenti del servizio innestano nei loro computer, essi sono oggetto di regole riconosciute a livello europeo, monitorate da Borsa italiana e Consob secondo le rispettive competenze. Se invece si riferisce all'uso fatto dagli operatori di borsa di algoritmi basati sull'intelligenza artificiale, essi non agiscono di per sé in modo meccanico, ma si limitano a dare una valutazione ex ante di come si comporteranno gli



## CONSOB

operatori nel complesso (ossia su indici di borsa) o su singoli titoli. Nello strumento non vi è alcuna trasmissione meccanica delle previsioni.

3. Finanza comportamentale. L'attribuzione a questa corrente di pensiero che "gli investitori sbagliano sistematicamente" mi sembra generalista, sia perché sul mercato italiano prevalgono gli investitori professionali, sia perché, se così fosse, verrebbe inficiata l'intera operatività dell'economia di mercato, non solo della borsa valori. Come pure lo è la tesi che il rischio si autoalimenta, poiché lo si individua nella sola volatilità, come se in essa non agissero fattori oggettivi, come gli effetti del *lockdown* sulla produzione. Sono concezioni legittime, ma opinabili e, comunque, non possono essere usate per esprimere giudizi sulle scelte della Consob, esclusivamente basate su leggi e regolamenti che presuppongono un livello di razionalità delle decisioni degli operatori.
4. Fondi comuni. Non posso asseverare la tesi che i fondi comuni di investimento siano stati creati per svolgere "funzione anticiclica", mentre hanno lo scopo di investire al meglio il risparmio raccolto "diversificando il rischio", affidando a professionisti le scelte. I Fondi hanno bisogno di mercati aperti, incluse le borse, perché essi, come altre forme presenti sul mercato del risparmio, ne hanno necessità per svolgere le funzioni di gestori del risparmio; soprattutto se, nel caso dei Fondi, gli investitori hanno diritto al riscatto delle quote, che sarebbe impossibile ed esposto a distorsioni se le borse fossero chiuse. Ovviamente l'operatività del mercato si svolge sotto vigilanza delle autorità, tra cui la Consob, che operano in modo continuativo, sistematico e indipendente. Per la Consob, questa attività ha avuto carattere particolarmente intenso, nonostante le difficoltà incontrate con il lavoro "in remoto", nel corso del periodo in cui i mercati, borsa inclusa, hanno percepito le conseguenze della pandemia Covid-19.
5. Poteri di intervento Consob. Sui questi poteri come interpretati dall'interpellante, se la Presidente lo consente, si pronuncerà il direttore della Divisione Mercati **dott.ssa Maria Antonietta Scopelliti**. Queste note chiariscono anche i poteri attribuiti al Presidente citati nei quesiti 10 e 11 dell'interpellante, confermando che la Consob li ha esercitati collegialmente e senza indugio, allorché le condizioni di mercato previste dalle norme vigenti lo hanno consentito. Va segnalato che ciò è avvenuto unitamente ad analoghe decisioni prese da altri paesi, non tutte con la stessa durata, ma tutte seguendo le procedure europee.

La dott.ssa Scopelliti legge gli allegati N. 2 e N. 3

6. Contendibilità. Sul collegamento che il Senatore interpellante stabilisce tra caduta dei corsi e tentativi di scalata delle società italiane, confermo quanto già

## CONSOB

comunicato nella precedente audizione: la maggior parte dei 21 provvedimenti presi da Consob (23 a oggi) a seguito dello scoppio della pandemia Covid-19, incluso quello adottato in sede Esma, ha lo scopo di tenere sotto controllo le possibili scalate e si è affiancata, fornendo opportune basi informative, alle decisioni prese del Governo in materia, in *primis* quelle riguardanti l'estensione dell'esercizio del c.d. *golden power*. Il giudizio espresso dal Sen De Bertoldi che la Consob non abbia tenuto conto della contendibilità è infondato, come pure lo è che la Consob non abbia un quadro delle situazioni di azionariato instabile e in evoluzione. Segue ogni operazione di questo tipo e interviene per fornire al mercato, oltre che al Governo, ogni informazioni necessaria. Nel corso della pandemia non è accaduto alcun episodio che sia catalogabile tra quelli ipotizzati dall'interpellante. Se la Presidente lo consente, la **dott.ssa Togna** riferirà in dettaglio su questo tema.

La dott.ssa Togna legge l'allegato N. 4

7. AIM e caso Bio-on. Per Bio-on la Consob ha svolto un ruolo determinante, come riconosciuto dalla stessa Magistratura inquirente, sia pure entro i limiti dei poteri che esercita sul funzionamento dell'AIM. In proposito, se la Presidente lo consente, riferisce il Capo divisione mercati **dott.ssa Scopelliti**.

La dott.ssa Scopelliti legge l'allegato N. 5

8. Tempistica prospetti informativi. Se la Presidente lo consente, sul tema riferisce la **dott.ssa Togna**.

La dott.ssa Togna legge l'allegato N. 6

9. Task force. Anche in questo caso, l'organo collegiale e non il Presidente dispone del potere di istituire *task force*. Questa forma di operatività integrativa è stata sempre attivata ove necessario, tenendo conto dei limiti imposti dalle risorse disponibili. Lo ha fatto anche a seguito del giudizio OCSE, al quale il Sen De Bertoldi si riferisce, costituendo un task force allo scopo di effettuare a un *self assesment* dei poteri e delle relative attuazioni.
10. Vigilanza e ispezioni. La vigilanza Consob è attività sistematicamente svolta da 6 divisioni di vigilanza, a cui si affiancano 5 uffici non coordinati, e ricorre alla Divisione Ispettorato solo in casi limiti. La vigilanza Consob conta attualmente su 412 risorse. È perciò infondato il giudizio che il Senatore De Bertoldi pone in forma di affermazione e non di quesito che "la funzione di vigilanza .... negli ultimi anni è stata progressivamente sguarnita di personale, determinando una

## CONSOB

riduzione sia nel numero che nella qualità degli interventi ispettivi”. Se la Presidente acconsente, la memoria che illustrerà la **dott.ssa Togna** indica che i dati a cui l’interpellante si riferisce non tengono conto del fatto che una parte della funzione svolta dalla Divisione Ispettorato antecedente al 2019 è stata trasferita alla Divisione Corporate Governance, che ha il compito di vigilare sul controllo di qualità delle società di revisione, riunendo in un unico centro la vigilanza dell’attività ordinaria di vigilanza sugli operatori con quella delle organizzazioni di revisione che effettuano i controlli. Le ispezioni sono state condotte anche dalla Banca d’Italia su nostra richiesta; con la Bdl è stato recentemente potenziato l’accordo di collaborazione nell’ambito delle rispettive competenze e risorse.

### La dott.ssa Togna legge l’allegato N. 7

11. Per quanto riguarda rapporti con MEF essi sono costanti, essendo il MEF e il Ministro, il riferimento normativo della nostra attività. L’interlocuzione del Presidente con il Ministro e gli Organi Mef per conto della Commissione è costante e di tipo dialettico, come in una sana democrazia che riconosce autorità indipendenti. Sul caso specifico delle decisioni prese per fronteggiare gli effetti della pandemia, abbiamo informato gli Uffici o personalmente il Ministro. Per quanto mi riguarda non esistono dissensi nelle materie esaminate.

12. Sui rapporti tra me e la società Euklid mi sono già pronunciato anche nella precedente udienza. Non ho niente da aggiungere e ho chiesto agli uffici di riferire quanto a loro conoscenza nell’azione di vigilanza svolta anche su questo tema, come pure sui rapporti tra Consob e Università e sui corsi di formazione. Se la Presidente acconsente, sull’argomento dell’indagine interna condotta riferisce il vice direttore generale **dott.ssa Togna**.

### La dott.ssa Togna legge l’allegato N. 8

In conclusione, la Consob non ha registrato ritardi od omissioni nella sua azione ai sensi dei poteri che la legge a essa attribuisce. Ho più volte indicato al Parlamento la necessità di meglio definire norme per far coincidere responsabilità e poteri decisionali; ultima in ordine di tempo la richiesta avanzata il 16 giugno in occasione della presentazione della Relazione annuale Consob di adeguare le istituzioni del mercato finanziario alla realtà mutata e in mutazione, dando vita a una Consulta di esperti che studi e proponga come migliorare la normativa di protezione del risparmio e il suo incanalamento verso l’attività produttiva. Ho fatto specifico riferimento alla necessità di riunificare in un Testo unico il TUB e il TUF citando le richieste di Carlo Azeglio Ciampi avanzate dopo il mutamento, deciso con legge del 1993, del regime



bancario dallo specialistico all'universale. Il riesame e la riunificazione sono resi ancora più urgenti dalla centralità della politica monetaria nel promuovere la stabilità dei mercati finanziari e dall'incessante incalzare delle innovazioni tecnologiche applicate e applicabile alla finanza.

**Allegati:**

- N. 1 – Scheda di sintesi sul funzionamento della Consob
- N. 2 – Poteri di sospensione delle negoziazioni di borsa
- N. 3 – Risposta ai quesiti dell'interpellante dal 6 all'8 (memoria che contiene dati secretati)
- N. 4 – Vigilanza Consob in materia di trasparenza e contendibilità
- N. 5 – Vigilanza Consob su emittenti negoziati all'AIM (caso Bion-on)
- N. 6 – Tempistica prospetti informativi
- N. 7 – Attività ispettiva Consob e controlli di qualità sulle società di revisione (memoria che contiene dati secretati)
- N. 8 – Euklid (memoria che contiene dati secretati). Convenzioni Consob con Università. Corsi di formazione sull'intelligenza artificiale

**Allegato n. 1****SCHEDA DI SINTESI SUL FUNZIONAMENTO DELLA CONSOB<sup>1</sup>**

- La Commissione, composta da un Presidente e da quattro commissari (nominati con decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Presidente del Consiglio dei Ministri<sup>2</sup>), è l'organo di vertice della Consob. Le deliberazioni della Commissione sono adottate collegialmente.
- La struttura della Consob si articola in 10 Divisioni (nell'ambito delle quali sono coordinati 41 uffici), nella Consulenza Legale (nell'ambito della quale sono coordinati 4 uffici) e in 9 Uffici non coordinati.
- Il Presidente rappresenta la Commissione, mantiene i rapporti con gli organi di Governo, con il Parlamento e con le altre istituzioni nazionali e internazionali; sovrintende all'attività istruttoria e cura l'esecuzione delle deliberazioni; convoca le riunioni della Commissione, stabilendone l'ordine del giorno e dirigendone i lavori.
- Le decisioni della Commissione sono assunte su proposta delle Unità Organizzative e, in casi specifici, su proposta del Direttore Generale o del Presidente. La Commissione delibera, a maggioranza dei componenti presenti, salvo alcune specifiche deliberazioni per le quali è richiesta dalla legge una maggioranza qualificata.

---

<sup>1</sup> Fonti: Legge 7 giugno 1974 n. 216 e Regolamento organizzazione e funzionamento adottato dalla CONSOB con delibera n. 8674 del 17 novembre 1994 e successive modifiche.

<sup>2</sup> L'incarico del Presidente e dei Commissari dura sette anni e non è rinnovabile.

**Allegato n. 2****POTERI DI SOSPENSIONE DALLE NEGOZIAZIONI DI CONSOB**

- Ai poteri di sospensione attribuiti ai gestori del mercato – articoli 32 e 52 della Direttiva 2014/65/EU (MiFID II) – si affiancano i **poteri generali di sospensione ed esclusione diretta da parte delle autorità competenti di cui all’articolo 69, comma 2, lettere m) e n), MiFID II**: “*Alle autorità competenti sono conferiti tutti i poteri di vigilanza, inclusi i poteri di indagine ed i poteri di imporre misure correttive, necessari allo svolgimento dei loro compiti a norma della presente direttiva e del regolamento (UE) n. 600/2014. 2). I poteri di cui al paragrafo 1 comprendono quanto meno i seguenti elementi: [...] m) richiedere la sospensione delle negoziazioni di uno strumento finanziario; n) richiedere l’esclusione di uno strumento finanziario dalla negoziazione, sia in un mercato regolamentato che nell’ambito di altri dispositivi di negoziazione;*”

Tali poteri sono attribuiti nell’ottica di consentire all’autorità competente lo svolgimento dei compiti di vigilanza attribuiti e sono recepite nel D. Lgs n. 58/1998 (TUF) agli **articoli 66-ter e 66-quater**.

- Ai sensi degli articoli 62, commi 3 e 4, e *62-decies*, comma 2, del TUF, la Consob (e la Banca d’Italia per il mercato all’ingrosso di titoli di Stato, MTS Italy) dispone altresì di alcuni poteri straordinari di adozione di “*provvedimenti necessari*” e “*ogni misura idonea*”, da esercitare nei casi di “*necessità e urgenza*”, per il perseguimento delle **finalità istituzionali di garanzia della trasparenza, dell’ordinato svolgimento delle negoziazioni e della tutela degli investitori**.
- Tali poteri, apparentemente di natura molto ampia, nel richiamare le finalità di cui all’articolo 62, comma 1, del TUF sono comunque poteri di vigilanza e non di sicurezza o di ordine pubblico e come tali richiedono una valutazione da parte della Consob ( per i mercati di Borsa) e della Banca d’Italia (per il mercato all’ingrosso di titoli di Stato, MTS Italy) del contemperamento dei vari interessi, nonché di valutare i relativi costi e benefici, nell’ottica di garantire che il mercato continui a svolgere la propria funzione essenziale di supporto all’economia e fornitura di liquidità agli investitori istituzionali e *retail* e alle imprese
- In sostanza le autorità di vigilanza hanno poteri di vigilanza con specifiche finalità. **Non a caso le norme relative alla sospensione degli strumenti finanziari usano il singolare**. Per la gestione delle crisi finanziarie, nel nostro ordinamento è stato istituito nel 2008 (con Protocollo di intesa per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria’ firmato in occasione della riunione del Cicer, tra Ministero dell’Economia e delle Finanze, Banca d’Italia, Consob e Isvap) il **Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria**, composto dal Ministro dell’Economia e delle Finanze, che lo presiede, dal Governatore della Banca d’Italia, dal Presidente della Consob e dal Presidente dell’Isvap perché le eventuali azioni che minacciano la stabilità finanziaria devono essere prese in stretto coordinamento tra governo e autorità.
- Infatti, la sospensione delle negoziazioni di Borsa in assenza di un’analogha sospensione di MTS, le cui attività sono fondamentali anche per il corretto funzionamento delle aste relative alle emissioni sul mercato primario, potrebbe portare ad un aumento delle vendite di titoli di Stato per soddisfare, le esigenze di liquidità degli investitori, nell’impossibilità di liquidare le azioni italiane in portafoglio, con un ulteriore aggravio per i prezzi e per il differenziale di rendimento con il Bund che potrebbe ulteriormente ampliarsi.



## APPENDICE ALL. 2

SCHEDA ANALITICA  
ANDAMENTI DI MERCATO

## 1. QUADRO GENERALE DALL'INIZIO DELL'EPIDEMIA

Il grafico e la tabella che seguono rappresentano, nel periodo compreso tra il 3 febbraio ed il 3 luglio 2020 l'andamento del principale indice italiano, FTSE MIB (blu), a confronto con gli indici dei principali listini europei: CAC 40 – Francia (giallo); FTSE 100 – UK (verde); DAX – Germania (viola); IBEX – Spagna (rosso).

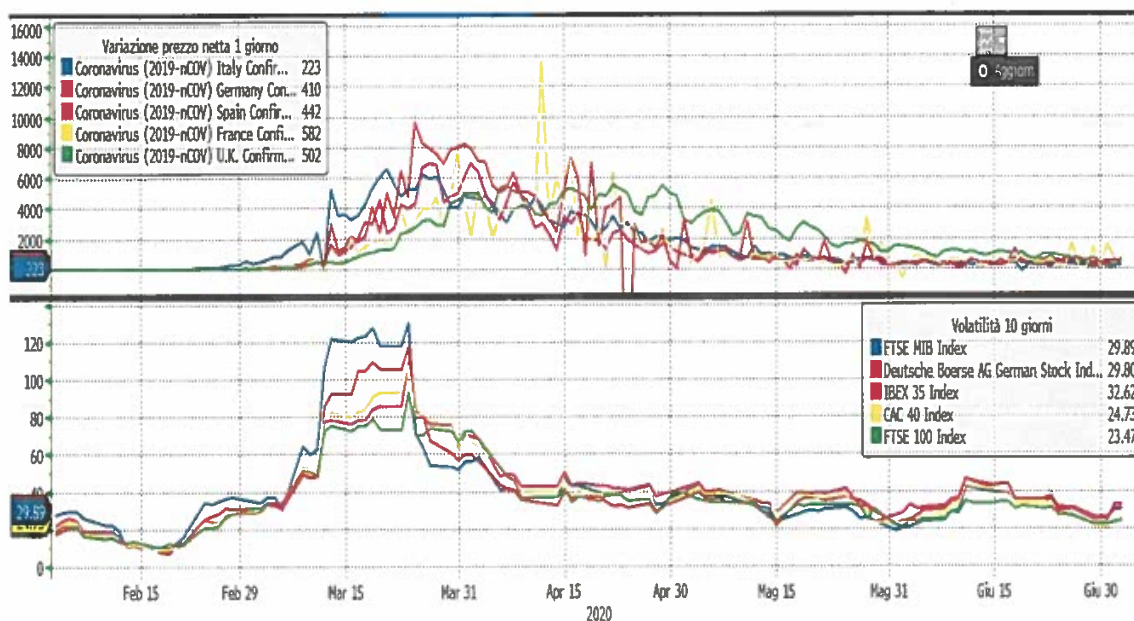
ANDAMENTO INDICI DI MERCATO ITALIA, UK, FRANCIA, GERMANIA, SPAGNA (3 febbraio - 3 luglio)



| Data                                                                             | FTSEMIB | CAC     | UK      | DAX    | IBEX    |
|----------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 03/02/2020                                                                       | 23.460  | 5.833   | 7.326   | 13.045 | 9.405   |
| 03/07/2020                                                                       | 19.727  | 5.007   | 6.157   | 12.528 | 7.404   |
| Delta % (*)                                                                      | -15,11% | -13,76% | -15,49% | -3,50% | -20,97% |
| <b>Variazioni % calcolate rispetto ai valori di chiusura del 31 gennaio 2020</b> |         |         |         |        |         |

Il grafico che segue mostra, per il medesimo periodo, l'andamento del numero dei contagi nei principali paesi europei (parte superiore del grafico) a confronto con l'andamento della volatilità dei rispettivi indici (parte inferiore del grafico).

**ANDAMENTO NUMERO CONTAGI VS VOLATILITA'**  
ITALIA, UK, FRANCIA, GERMANIA, SPAGNA (3 febbraio - 3 luglio)



I dati mostrano come l'andamento dei principali indici dei mercati europei inizia a risentire dell'evoluzione della diffusione del coronavirus da giovedì 20 febbraio, per poi soffrire in modo molto acuto per quasi tutto il mese di marzo, in un contesto di elevata volatilità, a causa dell'accelerazione nel numero dei contagi e del susseguirsi di una serie di interventi normativi urgenti e di natura eccezionale. L'indice FTSE MIB mostra solo per un breve periodo una volatilità superiore agli altri mercati in considerazione del fatto che l'Italia è stata il primo paese a soffrire per la pandemia.

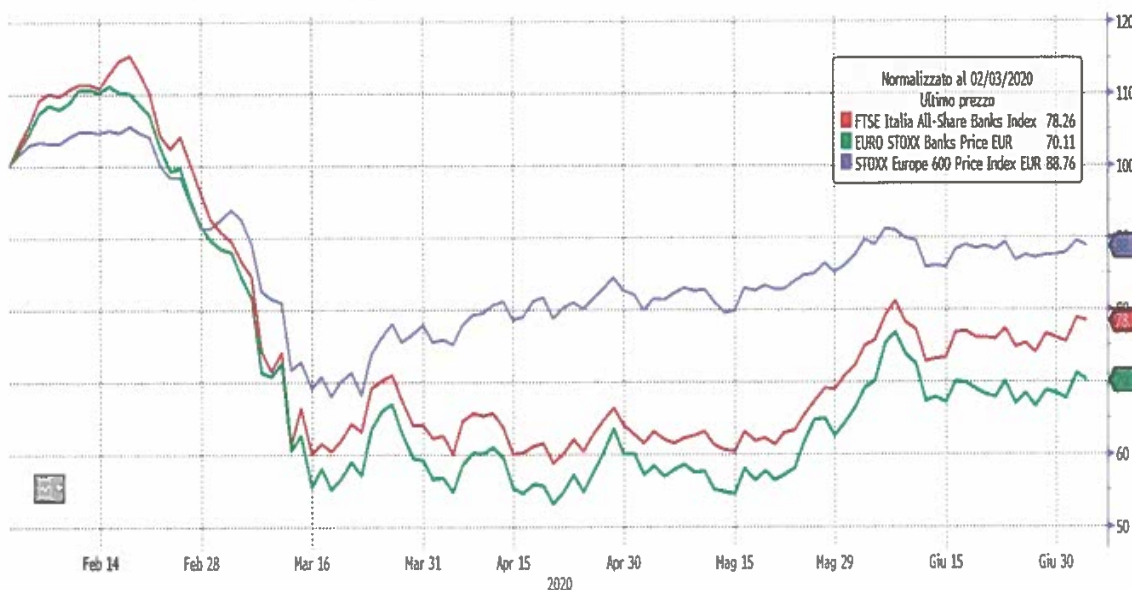
Dalla fine di marzo e nei mesi di aprile, maggio e giugno le condizioni generali di mercato si sono progressivamente normalizzate grazie all'evolversi positivo della situazione sul lato sanitario, ma gli andamenti sono ancora altalenanti e i valori hanno recuperato solo parzialmente i ribassi registrati tra febbraio e marzo. In questo periodo la volatilità del mercato italiano si è sostanzialmente allineata agli altri paesi europei.

#### L'ANDAMENTO DEL SETTORE BANCARIO

I timori di una nuova recessione hanno avuto in Europa e in Italia un immediato impatto negativo sull'andamento del sistema bancario.

Come si evince dal grafico seguente, che riporta l'andamento dell'indice bancario italiano (FTSE Italia All-share Banks, IT8300 - rosso) e europeo (Euro STOXX Banks verde) a confronto con l'indice generale del mercato europeo (Stoxx Europe 600 – viola?), dall'inizio della crisi il comparto bancario (europeo e italiano) ha registrato un ribasso più accentuato rispetto all'indice generale. Dalla fine di marzo, nonostante - come detto - si è assistito ad una generale normalizzazione della situazione, il comparto bancario ha fatto registrare un recupero più contenuto rispetto agli altri settori economici.

## ANDAMENTO INDICI BANCHE ITALIA, BANCHE UE E EUROPE (3 febbraio - 3 luglio)



## ANDAMENTI INDICI BANCHE ITALIA – UE (2012 – 2020)

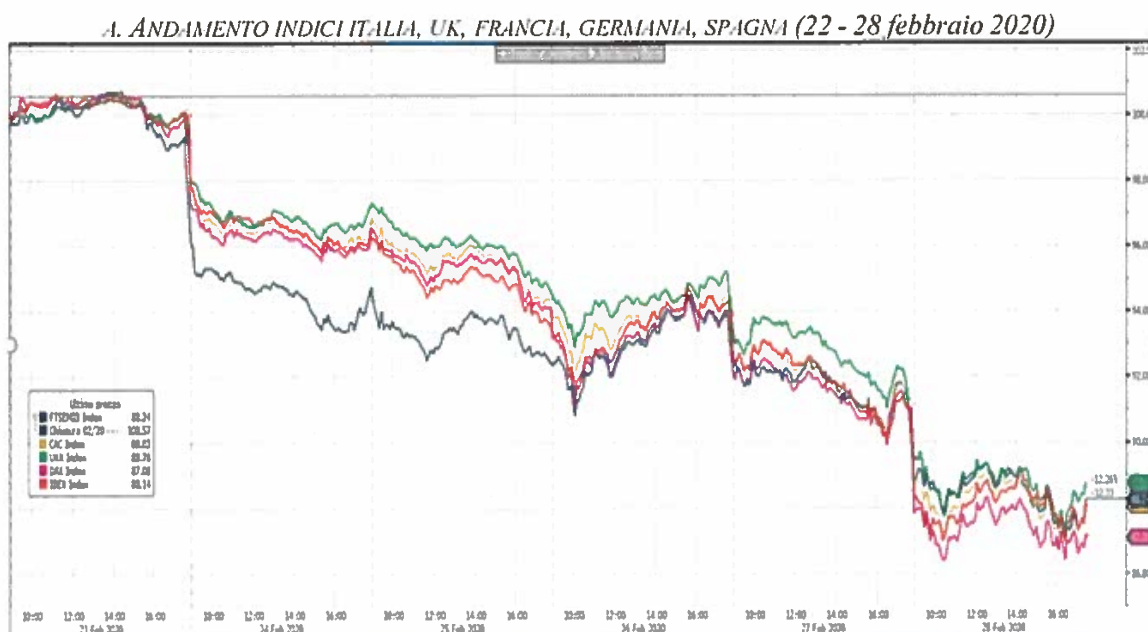


Si osserva, tuttavia, che i corsi azionari delle banche dopo aver toccato valori inferiori a quelli della crisi del 2012 - quando il governatore della BCE, Draghi, affermò il 26 luglio 2012 che avrebbe fatto qualsiasi cosa per salvare l'Euro, avviando il ben noto programma di *quantitative easing* - hanno nell'ultimo periodo avviato un importante recupero (più evidente per il settore bancario italiano).

## 2. MERCATO ITALIANO: FOCUS

I grafici seguenti riportano il dettaglio dell'andamento del FTSE MIB (in blu), paragonato all'andamento degli indici dei mercati francese (giallo), inglese (verde), tedesco (fucsia), spagnolo (rosso) con riferimento:

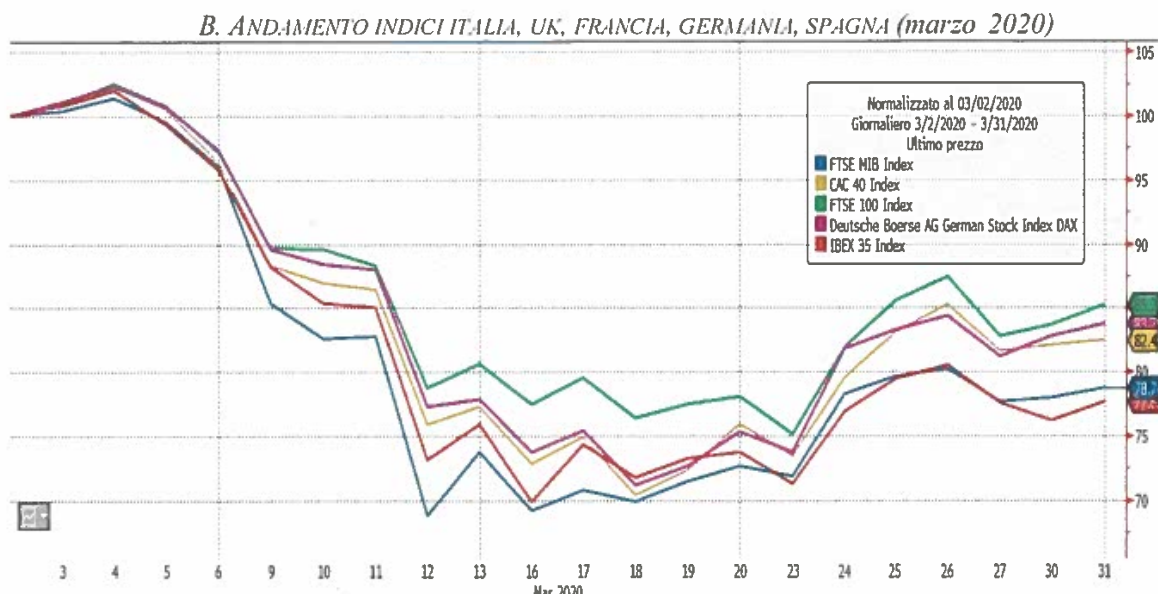
- alla prima settimana di diffusione della crisi (22-28 febbraio);
- al mese di marzo;
- al periodo aprile – 3 luglio.



| Data           | CAC     | UKX     | DAX     | IBEX    | FTSEMIB |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 21/02/2020     | 6.030   | 7.404   | 13.579  | 9.886   | 24.773  |
| 24/02/2020     | 5.792   | 7.157   | 13.035  | 9.484   | 23.427  |
| 25/02/2020     | 5.680   | 7.018   | 12.790  | 9.251   | 23.090  |
| 26/02/2020     | 5.685   | 7.042   | 12.775  | 9.317   | 23.423  |
| 27/02/2020     | 5.496   | 6.796   | 12.367  | 8.986   | 22.799  |
| 28/02/2020     | 5.310   | 6.581   | 11.890  | 8.723   | 21.984  |
| Delta Weekly % | -11,94% | -11,12% | -12,44% | -11,76% | -11,26% |

Nella settimana in cui si sono registrati i primi casi in Europa di contagi da covid-19 non importati, l'Italia (primo paese ad essere colpito) ha subito nei primissimi giorni un calo più marcato rispetto agli altri mercati europei. Tuttavia, dal momento in cui si è compreso che il problema non sarebbe stato solo italiano, l'andamento negativo degli altri mercati ha subito un'accelerazione che li ha, di fatto, allineati al mercato italiano. Alla fine della settimana, infatti, l'Italia si è posizionata all'interno dell'intervallo compreso tra il minimo di -12,44% registrato dalla Germania e il massimo di -11,12% registrato da UK.



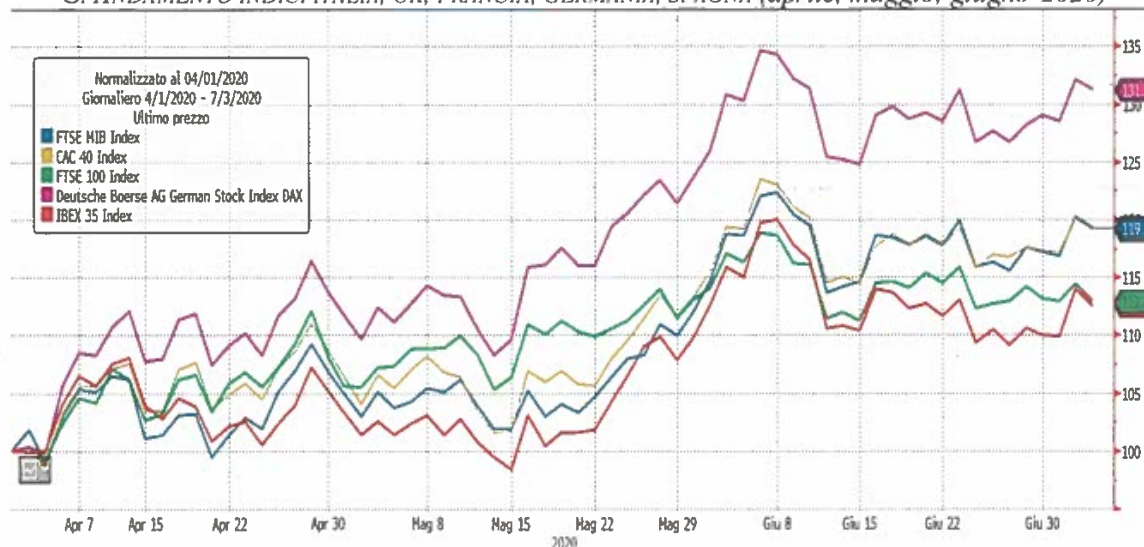


| Data                          | CAC     | UK      | DAX     | IBEX    | FTSEMIB |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 02/03/2020                    | 5.334   | 6.655   | 11.858  | 8.742   | 21.655  |
| 31/03/2020                    | 4.396   | 5.672   | 9.936   | 6.785   | 17.051  |
| Delta period % <sup>(*)</sup> | -17,21% | -13,81% | -16,44% | -22,21% | -22,44% |

<sup>(\*)</sup> Calcolato rispetto al valore di chiusura del giorno precedente all'inizio del periodo

La prima metà del mese di marzo, in un contesto di incertezza sul futuro della crisi e sulle misure emergenziali che sarebbero state attuate a livello europeo, è stato sicuramente il periodo peggiore per i mercati, che hanno registrato nella sola giornata del 12 marzo rendimenti negativi a due cifre. La seconda metà del mese è stata, al contrario, caratterizzata dall'avvio di un *trend* di recupero che ha riguardato tutti i mercati. Complessivamente nel mese di marzo l'Italia e la Spagna, maggiormente colpite dai contagi, hanno conseguito i ribassi più consistenti (rispettivamente pari a -22,44% e -22,21%), pur mantenendo un'elevata correlazione con le altre piazze europee.

## C. ANDAMENTO INDICI ITALIA, UK, FRANCIA, GERMANIA, SPAGNA (aprile, maggio, giugno 2020)



| Data                      | CAC           | UK           | DAX           | IBEX         | FTSEMIB       |
|---------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 01/04/2020                | 4.207         | 5.455        | 9.545         | 6.579        | 16.545        |
| 03/07/2020                | 5.007         | 6.157        | 12.528        | 7.404        | 19.727        |
| <b>Delta period % (*)</b> | <b>13,90%</b> | <b>8,56%</b> | <b>26,09%</b> | <b>9,11%</b> | <b>15,69%</b> |

(\*) Calcolato rispetto al valore di chiusura del giorno precedente all'inizio del periodo

Nei mesi di aprile, maggio e giugno si è assistito ad un consolidamento del recupero avviato nel mese di marzo, con la piazza finanziaria italiana che ha segnato un +15,69%, posizionandosi dietro al mercato tedesco (+26,09%) ma davanti a quello francese (+13,90%), spagnolo (+9,11%) e inglese (+8,56%).



**Allegato n. 4****VIGILANZA CONSOB IN MATERIA DI TRASPARENZA E CONTENDIBILITÀ**

- In considerazione della situazione eccezionale connessa alla diffusione del COVID-2019 con conseguente significativo andamento al ribasso del corso dei titoli azionari e tenuto conto del possibile rischio di manovre speculative sui titoli delle società quotate, la Consob, a partire da **marzo**, ha attivato i poteri all'epoca disponibili in materia di trasparenza del mercato del controllo societario ed ha adottato il **17 marzo u.s.**, con delibera n. **21304**, **l'abbassamento delle soglie di notifica delle partecipazioni rilevanti**, con riferimento a società quotate *“ad elevato valore corrente di mercato”* e *“ad azionariato particolarmente diffuso”*, individuate come le società aventi una capitalizzazione al 31/12/2019 superiore ai 500 milioni di euro e quelle non controllate di diritto da un unico azionista.

**Tale provvedimento è stato assunto nella medesima seduta di Commissione nella quale è stata adottata la delibera n. 21303 del 17 marzo 2020 di divieto temporaneo di assumere o incrementare posizioni nette corte** su tutti i titoli azionari italiani negoziati sul mercato regolamentato MTA.

- Contestualmente **l'Istituto ha chiesto al legislatore il rafforzamento dei poteri** in materia di trasparenza del mercato del controllo societario e con le nuove disposizioni contenute nel Decreto-legge 8 aprile 2020, n. 23 (Decreto liquidità), è stato attribuito alla Consob il **potere adottare delibere di abbassamento delle soglie di notifica delle partecipazioni rilevanti di più ampia portata applicativa** e il **nuovo potere di abbassamento della soglia di comunicazione delle dichiarazioni di intenzioni**, da rilasciare in occasione dell'acquisizione di partecipazioni significative nelle società quotate.
- Nell'ambito dei nuovi poteri conferiti all'Autorità dal Decreto Liquidità, la Consob, con delibera n. **21326 del 9 aprile 2020** (nella medesima data di entrata in vigore del Decreto in parola), ha adottato il **regime di trasparenza rafforzata** per quanto riguarda l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, **anche con riferimento a società quotate a minor capitalizzazione** (cioè inferiore ai 500 milioni di euro) tenuto conto del solo criterio della diffusione dell'azionariato (escluse cioè le società controllate di diritto).

**Le soglie di comunicazione ridotte delle partecipazioni rilevanti sono, rispettivamente, al superamento della soglia del 1% nelle società quotate non PMI e al superamento della soglia del 3% per le società quotate PMI**, come individuate rispettivamente nella **sezione A** e nella **sezione B** degli elenchi allegati alle delibere.

- Sempre in base ai nuovi poteri conferiti dal Decreto Liquidità, la Consob, con **delibera n. 21327 del 9 aprile 2020**, ha adottato il **regime di trasparenza rafforzata** anche per quanto riguarda la c.d. **“dichiarazione delle intenzioni”** (cioè l'obbligo in capo agli investitori di rendere noti, al superamento di una determinata soglia, i propri obiettivi di investimento per il periodo relativo ai successivi sei mesi), **in caso di acquisizione di partecipazioni nelle imprese quotate, in misura pari o superiore al 5%**, ferme restando le ulteriori soglie già previste nel **regime ordinario** del 10, 20 e 25%.

Anche questo provvedimento si applica alle medesime **società quotate in Italia interessate dalla delibera di riduzione della soglia di comunicazione**, di cui all'allegato alla delibera, individuate secondo il criterio della diffusione dell'azionariato (escluse cioè le società quotate controllate di diritto) e senza distinzione fra non PMI e PMI.

- Entrambi i citati provvedimenti Consob n. 21326 e 21327 del 9 aprile prevedevano un **periodo di applicazione fino all'11 luglio u.s.**, che è **stato prorogato** dall'Istituto, con delibera n. 21434 dell'8 luglio 2020, per un periodo di ulteriori tre mesi dal 12 luglio 2020 al **12 ottobre 2020**.

La Consob ha infatti ritenuto ancora sussistente l'esigenza di tutela rafforzata degli investitori nonché quella di garantire l'efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario, a fronte di eventuali manovre speculative sui titoli delle società quotate, in un particolare periodo di congiuntura economico-finanziaria riconducibile alla diffusione dell'epidemia da COVID-19.

- **Le comunicazioni di partecipazioni rilevanti pervenute e pubblicate sul sito della Consob nel periodo in considerazione per effetto dell'abbassamento delle soglie di comunicazione hanno consentito alla Consob e al mercato di intercettare le movimentazioni delle partecipazioni nelle società quotate ad azionariato diffuso o "scalabili"** (in quanto non controllate di diritto da un unico azionista), anche in misura inferiore alle soglie ordinarie stabilite dall'ordinamento italiano in attuazione della Direttiva *Transparency*, con un significativo incremento della trasparenza degli assetti proprietari delle società quotate italiane.
- **L'applicazione delle delibere ha comportato un numero triplice di comunicazioni rispetto all'analogo periodo del 2019 e rispetto alle comunicazioni pervenute nel 2020 in relazione alle soglie ordinarie.**
- **Ai superamenti delle soglie ridotte intercettati dalle delibere, pur numerosi, non sono finora seguite comunicazioni di superamento delle soglie successive.** Si rilevano a riguardo solo 4 casi (di cui 2 partecipanti esteri)<sup>1</sup>. L'applicazione delle delibere, pertanto, non ha finora evidenziato fenomeni di incrementi progressivi di partecipazioni a partire dalle soglie ridotte. Dato il ridotto periodo temporale di osservazione non è escluso che il fenomeno si possa verificare più avanti<sup>2</sup>.
- **Le comunicazioni rese complessivamente evidenziano che il fenomeno delle riduzioni della presenza di soggetti italiani negli emittenti ad azionariato diffuso è stato contenuto:** le riduzioni di partecipazioni che hanno portato le stesse sotto le soglie ordinarie o ridotte hanno riguardato **8 emittenti, in prevalenza PMI.**

**È maggiore il numero di emittenti per i quali è aumentata, anche temporaneamente, la presenza di soggetti esteri.**

Analizzando i soggetti esteri che hanno effettuato comunicazioni nel periodo considerato si evince che il soggetto estero più ricorrente (in termini di numero di comunicazioni) è Norges Bank che ha comunicato partecipazioni in 34 emittenti non PMI, tutte inferiori al 3%, con "nuovi ingressi" in 13 società, di cui 2 banche (UBI Banca e Banca Mediolanum).

La maggior parte delle comunicazioni riguarda partecipazioni già detenute alla data di entrata in vigore delle citate delibere (24 emittenti).

- Con riferimento alle **dichiarazioni di intenzioni** pervenute nel periodo esaminato si rileva che, in relazione agli emittenti individuati dalle suddette delibere, **sono pervenute solo 5 dichiarazioni di intenzioni** per partecipazioni superiori alla nuova soglia del 5%, su un totale di 10 dichiarazioni pervenute per le ulteriori soglie previste ai sensi dell'art. 120 comma 4-bis del TUF. Non sono pervenute dichiarazioni relative a banche quotate. **Nessun partecipante si è dichiarato intenzionato**

<sup>1</sup> Si tratta di: 1) Avdeev Roman in Pirelli & C. S.p.A., passato dall'1,109% l'11/4/2020 al 6,239% l'11/5/2020; successivamente, il 9/6/2020 ha ridotto la sua partecipazione indiretta in azioni allo 0,009%, ma mantiene al 15/06/2020 una posizione lunga di 6,230% tramite contratti "*repurchase agreement*"; 2) Di Bartolo Giacomo in Gabetti Property Solutions S.p.A. passato dal 4,125% l'11/4/2020 al 5,051% il 16/4/2020; 3) First Capital S.p.A. in Orsero S.p.A. passata da 4,999% l'11/4/2020 al 5,072% il 13/5/2020. Vi è poi una partecipazione di Norges Bank in Unicredit S.p.A. per la quale, contrariamente a tutte le altre detenute da Norges, che oscillano intorno alla quota del 2%, è stata comunicata una variazione intorno al 3%: dal 2,951% il 18/3/2020 al 3,011% il 29/4/2020.

<sup>2</sup> Con riferimento ai c.d. "nuovi ingressi" la quasi totalità è avvenuta con riferimento alle nuove ridotte soglie (49 comunicazioni su un totale di 68). Tenendo conto anche degli ingressi avvenuti alle soglie ordinarie, la maggior parte dei nuovi ingressi (49 su 68) è stata effettuata da soggetti esteri (entrati in 29 emittenti). Per quanto riguarda le banche, vi sono stati 4 "nuovi ingressi" avvenuti alle nuove soglie ridotte e 5 alle soglie ordinarie. I nuovi ingressi nelle banche sono stati operati esclusivamente da soggetti esteri (7), come nel 2019.

**ad acquisire il controllo dell'emittente o ad esercitare un'influenza sulla gestione della società partecipata.**

- Nel corso di questo **primo semestre 2020 sono state annunciate al mercato o realizzate nr. 8 OPA/OPS<sup>3</sup>** (alcune delle quali sono ancora in corso di svolgimento), di cui **4 offerte sono state annunciate prima del manifestarsi dell'emergenza COVID-19.**

*Per quanto concerne le offerte su Gedi e su Gamenet si è trattato di OPA obbligatorie a seguito del cambio di controllo per effetto dell'acquisto dei pacchetti di maggioranza dai precedenti azionisti. L'OPS Intek, avente ad oggetto le azioni di risparmio della stessa società è stata rinviata al fine di disporre di un quadro informativo più esaustivo che tenga conto degli effetti della Pandemia sulla società e l'OPS Intesa/UBI rappresenta una operazione di integrazione bancaria in un'ottica di crescita sinergica.*

- **4 offerte sono state comunicate quando la pandemia da COVID 19 si era già diffusa in Italia e i primi segnali della crisi finanziaria conseguente alla crisi sanitaria si erano già manifestati.**

*Si tratta dell'OPA su MOLMED (annunciata il 17 marzo 2020); l'OPA su Retelit (23 marzo 2020); l'OPAS su Centrale del Latte (1° aprile 2020); l'OPA parziale su Guala Closures (16 aprile 2020):*

- ✓ *Nel caso dell'OPA su Retelit si tratta di un'offerta pubblica di acquisto parziale (il 7 % circa del capitale sociale dell'emittente) promossa dalla controllata sulle azioni della controllante quotata; le azioni acquisite tramite l'offerta sono destinate a essere utilizzate come corrispettivo per l'acquisizione di un'altra società.*
- ✓ *Quanto a MolMed, l'OPA è stata promossa da AGC Inc., una società di diritto giapponese con un modello di business diversificato e globalizzato, attivo anche nel settore delle Life Science dove opera MolMed. Nonostante si tratti formalmente di un'offerta volontaria totalitaria, l'operazione era già stata negoziata nei mesi precedenti con Fininvest – l'azionista che deteneva la maggioranza relativa del capitale sociale di MolMed (23,125%) – e il corrispettivo offerto riflette gli accordi raggiunti. Per completezza si segnala che in relazione a tale offerta la Presidenza del Consiglio dei Ministri ha esercitato i poteri di cui al Decreto Legge 15 marzo 2012, n. 21 (c.d. decreto Golden Power) ai fini del mantenimento delle attività produttive, forze lavoro e brevetti in Italia<sup>4</sup> e <sup>5</sup>.*
- ✓ *L'offerta pubblica di acquisto e di scambio su Centrale del Latte è stata promossa da NewLat Food, una società quotata sull'MTA, con finalità di integrazione industriale fra società operanti nel medesimo settore agroalimentare.*
- ✓ *L'offerta pubblica di acquisto parziale su Guala Closures (il 22% circa del capitale sociale dell'emittente) è stata promossa dal fondo di private equity Investindustrial VII, riconducibile ad*

<sup>3</sup> Si fa riferimento alle offerte promosse sui seguenti emittenti: Gamenet; INTEK Retelit; MolMed; GEDI; UBI; Guala Closures; Centrale del Latte d'Italia.

<sup>4</sup> In particolare, in data 6 luglio la Presidenza del Consiglio dei Ministri ha esercitato i poteri di cui all'art. 2 del Decreto Golden Power, richiedendo l'impegno di AGC a: i) comunicare al Ministero dello sviluppo economico qualsiasi accordo di trasferimento di proprietà intellettuale tra MolMed S.p.A. e le società del Gruppo AGC; ii) mantenere sul territorio nazionale l'attività di Ricerca e Sviluppo; iii) mantenere inalterati i livelli occupazionali del personale preposto a svolgere attività essenziali per la Ricerca e lo Sviluppo; iv) garantire la prosecuzione delle attuali collaborazioni con le istituzioni italiane ed europee. L'Offerta, era tra l'altro condizionata al mancato esercizio da parte della Presidenza del Consiglio dei poteri speciali previsti Decreto Golden Power (cd. Condizione Golden Power). In data 10 luglio AGC ha comunicato di rinunciare alla suddetta condizione e pertanto, l'Offerta prosegue secondo i termini e le condizioni di cui al Documento di Offerta.

<sup>5</sup> Anche le operazioni riguardanti Gedi, Guala Closures e Retelit hanno formato oggetto di notifica preventiva alla Presidenza del Consiglio ai sensi della normativa Golden Power, come modificata per effetto del "Decreto Liquidità" (n.23 dell'8 aprile 2020, art. 15) che ne ha rafforzato i relativi poteri, ampliandone l'ambito di operatività a nuovi settori per proteggere attività nazionali ritenute strategiche per il Paese da scalate ostili e acquisizioni estere. In relazione a tali operazioni la Presidenza del Consiglio dei Ministri ha ritenuto non rientranti nel relativo ambito di applicabilità le operazioni GEDI e Guala Closure, mentre con riferimento all'operazione Retelit, pur rientrando nell'ambito di applicabilità, ha disposto la chiusura del procedimento "non esercitando i poteri speciali previsti dalla normativa".

*Andrea C. Bonomi. L'operazione ha carattere finanziario e non mira all'acquisizione del controllo della società<sup>6</sup>.*

- **Il corrispettivo di tutte e quattro le operazioni è risultato a premio rispetto alle quotazioni del giorno precedente l'annuncio delle offerte<sup>7</sup>, seppure in relazione a Guala Closures sia stato ritenuto non congruo dall'emittente nel comunicato emesso ai sensi dell'art. 103 del Tuf.**

*Le offerte Gamenet e Gedi si sono concluse con il delisting (prossimo per Gedi) dei due emittenti.*

*Le offerte Retelit e Guala Closures si sono concluse con livelli di adesione inferiori ai quantitativi oggetto delle offerte stesse.*

*L'OPS Intek è stata rinviata al mese di settembre 2020.*

*Le offerte UBI, Molmed e Centrale del Latte sono tutt'ora in corso.*

---

<sup>6</sup> Stando a quanto dichiarato nel documento di offerta, nella sua posizione di socio di minoranza, l'offerente intenderebbe sostenere il processo di crescita di Guala Closures, sulla base della strategia presentata dall'attuale management.

<sup>7</sup> Le offerte sono inoltre a premio anche rispetto alle medie delle quotazioni a 3, 6 e 12 mesi, con l'eccezione dell'offerta su Guala Closures, il cui corrispettivo è a sconto rispetto alle medie dei periodi considerati. L'offerta su Retelit è leggermente a sconto solo con riferimento alla media a 6 mesi del titolo.

## APPENDICE ALL. 4

### ANALISI DELLE COMUNICAZIONI DI PARTECIPAZIONI RILEVANTI E DICHIARAZIONI DI INTENZIONI PERVENUTE AI SENSI DELLE DELIBERE N. 21304, 21326 E 21327

#### 1. Oggetto dell'analisi

E' stata compiuta sulla base delle comunicazioni di partecipazioni rilevanti relative ad operazioni sugli emittenti quotati interessati dalle delibere di abbassamento delle soglie<sup>1</sup> avvenute a partire dalla data di entrata in vigore della prima delibera (18/03/2020) e pervenute sino al 26/06/2020. Le comunicazioni pervenute ai sensi delle suddette delibere sono pubblicate nel sito internet della Consob nella sezione Società quotate/Partecipazioni rilevanti<sup>2</sup>.

Sono state altresì esaminate, ad integrazione del quadro informativo, le comunicazioni relative alle soglie di rilevanza già vigenti prima delle suddette delibere, in relazione ai medesimi emittenti.

Un *focus* particolare ha riguardato i **sogetti partecipanti esteri e gli emittenti bancari**.

#### 2. Esiti dell'analisi

**L'introduzione delle delibere ha portato, ad un notevole incremento delle comunicazioni pervenute con riferimento agli emittenti ad azionariato diffuso<sup>3</sup> rispetto all'analogo periodo del 2019; tale effetto tuttavia sembra essersi esaurito nei primi due mesi di applicazione (si registra un ritorno in crescita nel mese di giugno).**

In particolare, dal 18/03/2020<sup>4</sup> al 26/06/2020<sup>5</sup> (pari a 100 giorni) sono pervenute **216** comunicazioni ai sensi delle delibere di abbassamento delle soglie di rilevanza riguardanti pertanto partecipazioni tra l'1% e il 3% per le non PMI e (in numero minore) tra il 3% e il 5% per le PMI. Si aggiungono, per gli emittenti ad azionariato diffuso, 77 comunicazioni relative alle soglie già vigenti, per un totale di 293 (nell'analogo periodo del 2019 sono state 91)<sup>6</sup>. Vi sono poi 30 comunicazioni relative ad altri emittenti, per un totale di 323 (128 nel 2019).

Pertanto l'applicazione delle delibere ha comportato un numero triplice di comunicazioni rispetto all'analogo periodo del 2019 e rispetto alle comunicazioni pervenute nel 2020 in relazione alle soglie ordinarie.

---

<sup>1</sup> Alle delibere in questione risultano allegati appositi **elenchi** che individuano le società interessate. In particolare, in allegato alla delibera di abbassamento delle soglie di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, l'elenco è suddiviso in due sezioni: la **sezione A** relativa a **Emittenti non PMI** con abbassamento della soglia dal 3% all'1% e la **sezione B** relativa agli **Emittenti PMI** con abbassamento della soglia del 5% al 3%. Gli elenchi in questione hanno formato oggetto di successive delibere di aggiornamento per espungere dagli stessi emittenti che, per effetto di operazioni societarie siano divenuti controllati di diritto da un unico soggetto o per inserire negli stessi emittenti il cui primo azionista abbia perso il controllo di diritto.

<sup>2</sup> Tali comunicazioni sono riconoscibili da una apposita annotazione della delibera fonte dell'obbligo apposta sulla comunicazione della partecipazione pubblicata sul sito Consob. L'elaborazione della presente analisi è stata effettuata sulla base di apposito *file di excel*, regolarmente aggiornato a fini interni in occasione delle nuove pubblicazioni delle partecipazioni rilevanti negli emittenti individuati dalle delibere.

<sup>3</sup> Intendendosi per tali le società non controllate da un unico soggetto ai sensi dell'art. 2359, primo comma, n. 1, del codice civile, come richiamato dall'art. 93 del TUF.

<sup>4</sup> Data di entrata in vigore della prima delibera.

<sup>5</sup> Data di comunicazione al mercato. L'analisi riguarda tutti gli emittenti individuati fino a tale data dalle delibere di abbassamento soglie e tutte le comunicazioni con data operazione pari o successiva al 18/03/2020.

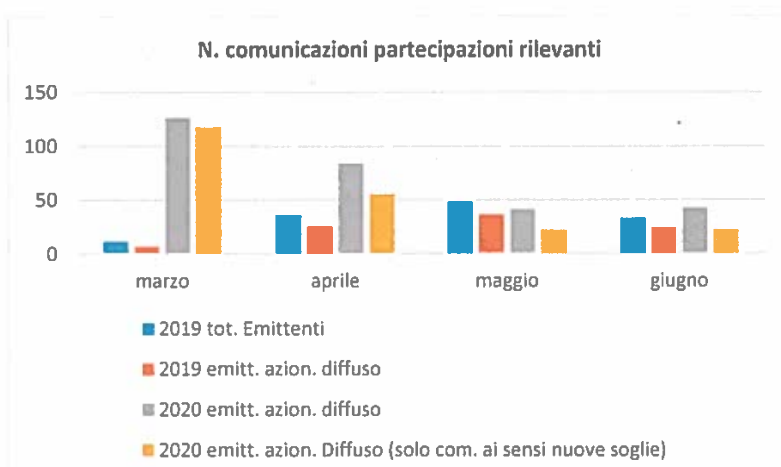
<sup>6</sup> Del totale del periodo esaminato nel 2020, 13 comunicazioni riguardano acquisti di azioni proprie.



La quasi totalità (74%) delle comunicazioni relative ad emittenti ad azionariato diffuso nell'intero periodo deriva dall'applicazione delle delibere.

Negli ultimi due mesi, tuttavia, le comunicazioni ai sensi delle delibere rappresentano circa il 50% di quelle ricevute in relazione ad emittenti ad azionariato diffuso, ossia una percentuale rilevante, ma in riduzione rispetto ai primi mesi.

La maggiore onerosità derivante dall'applicazione delle delibere si è prodotta, infatti, nei primi due mesi in cui, in conseguenza dell'obbligo di comunicare le **partecipazioni già detenute** alle date di entrata in vigore delle delibere n. 21304 e 21326 e riferite alle nuove più ridotte soglie, si è avuto il maggior incremento di comunicazioni. In seguito, il numero è sceso e sembra essersi stabilizzato, pur rimanendo a livelli superiori al 2019<sup>7</sup>:



**Le comunicazioni ai sensi delle delibere hanno riguardato in prevalenza società non PMI (76% delle comunicazioni). Hanno interessato la quasi totalità degli emittenti non PMI individuati (38 su 40), ma solo la metà delle PMI (32 su 64).**

Per quanto concerne le **banche**, le comunicazioni ai sensi delle delibere di abbassamento delle soglie di rilevanza sono state **45** e hanno interessato la quasi totalità delle banche individuate dalle stesse (12)<sup>8</sup>. Si aggiungono 14 comunicazioni relative alle soglie già vigenti, per un totale di 59<sup>9</sup>.

**La maggior parte dei dichiaranti sono italiani (78, contro 26 soggetti esteri che hanno inoltrato comunicazioni ai sensi delle delibere).** In maggioranza si tratta di persone giuridiche (67 su 104). Tra i soggetti esteri vi sono molte società d'investimento/gestori di portafogli/fondi sovrani.

**Si è registrata una movimentazione intensa da parte di soggetti esteri: le comunicazioni ai sensi delle delibere pervenute da soggetti esteri (107) hanno raggiunto quelle inoltrate da soggetti italiani (109); se si conteggiano anche quelle relative alle soglie già vigenti, ne sono pervenute 154 da soggetti esteri e 139 da soggetti italiani.**

<sup>7</sup> In dettaglio, con riferimento agli emittenti ad azionariato diffuso, sono state ricevute, ai sensi delle delibere e non (distribuite per data operazione): 126 comunicazioni per operazioni di marzo (6 nel 2019), 84 per aprile (25 nel 2019), 41 per maggio (36 nel 2019), 42 al 26 di giugno (24 nel 2019). Le comunicazioni ai sensi delle delibere sono state 117 per operazioni di marzo, 55 per aprile, 22 per maggio, 22 per giugno.

<sup>8</sup> Le uniche banche per le quali non si sono ricevute comunicazioni sono Banca Farmafactoring e Banca Sistema.

<sup>9</sup> Una comunicazione riguarda l'acquisto di azioni proprie da parte di Mediobanca.

**La maggior parte delle comunicazioni** (184 ai sensi delle delibere, 205 includendo anche quelle relative alle soglie ordinarie) **ha riguardato partecipazioni nuove o già detenute alle date di entrata in vigore delle delibere e per le quali non sono state comunicate variazioni.**

**Solo un numero marginale di comunicazioni ha riguardato riduzioni di partecipazioni già detenute** (32 ai sensi delle delibere, 70 includendo anche quelle relative alle soglie ordinarie). Nessuna ha riguardato incrementi di partecipazioni già detenute (vi sono 18 comunicazioni relative alle soglie ordinarie).

Tale andamento ha riguardato anche le banche: le comunicazioni di riduzioni sono 13 e 1 sola di aumento.

Ai superamenti delle soglie ridotte intercettati dalle delibere, pur numerosi, non sono finora seguite comunicazioni di supero delle soglie successive. Si rilevano a riguardo solo 3 casi (di cui 1 partecipante estero<sup>10</sup>).

**L'applicazione delle delibere, pertanto, non ha finora evidenziato fenomeni di incrementi progressivi di partecipazioni a partire dalle soglie ridotte; dato il ridotto periodo temporale di osservazione non è escluso che il fenomeno si verifichi più avanti.**

**Le delibere hanno consentito di intercettare un elevato numero di partecipazioni sotto le soglie ordinarie:** come anticipato, il 74% (216) di tutte le comunicazioni relative ad emittenti ad azionariato diffuso (293) riguarda partecipazioni riferite alle nuove soglie.

Inoltre per effetto delle delibere è **emerso un elevato numero di partecipazioni già detenute alle date del 18/03/2020 o 11/04/2020**, ossia alla data di entrata in vigore delle stesse, sotto le soglie ordinarie: 135 comunicazioni (35 per le banche), pari al **63%** di quelle ai sensi delle delibere è riferita a tale casistica.

Gli emittenti in cui sono risultate già presenti al 18/3 o all'11/4 partecipazioni riferite alle nuove soglie sono 63, di cui 11 banche. I dichiaranti sono in maggioranza italiani (71, contro 20 esteri). I soggetti esteri sono presenti in 32 emittenti. I dichiaranti presenti nelle banche sono 5 esteri (in 6 banche) e 22 italiani.

I c.d. **“nuovi ingressi”** alle soglie ridotte ossia le comunicazioni di partecipazioni non già detenute alle date di entrata in vigore delle citate delibere (o detenute sotto soglia)<sup>11</sup> intercettati dal regime di trasparenza rafforzata sono stati **49** (pari al 23% delle comunicazioni ai sensi delle delibere), di cui la quasi totalità (41) in non PMI e da parte di soggetti esteri (34).

Gli emittenti interessati da **“nuovi ingressi”** alle soglie ridotte sono stati 29 (28% degli emittenti individuati dalle delibere); in 20 di essi gli ingressi sono stati operati da soggetti esteri. I partecipanti sono stati 9 esteri e 8 italiani.

**La quasi totalità dei nuovi ingressi in emittenti diffusi è avvenuta con riferimento alle nuove ridotte soglie** (49 comunicazioni su un totale di 68); **tenendo conto anche degli ingressi avvenuti alle soglie ordinarie, la maggior parte dei nuovi ingressi (49 su 68) è stata effettuata da soggetti esteri** (entrati in 29 emittenti).

**Nel periodo esaminato, pertanto, il fenomeno dell'ingresso nell'azionariato alle nuove soglie ridotte da parte di soggetti che non le detenevano già alla data di entrata in vigore delle delibere**

<sup>10</sup> Si tratta di Avdeev Roman in Pirelli & C. S.p.A. che successivamente ha ridotto la sua partecipazione indiretta in azioni allo 0,009%, ma mantiene al 15/06/2020 una posizione lunga di 6,230% tramite contratti *"repurchase agreement"*.

<sup>11</sup> Diversi da variazioni di partecipazioni precedenti o da acquisti di azioni proprie da parte dello stesso emittente.

**è stato limitato in termini di numero di emittenti, di partecipanti, di comunicazioni (ca. il 20%), ma preponderante rispetto a quello avvenuto alle soglie ordinarie.**

Nel 2020 i nuovi ingressi in emittenti ad azionariato diffuso alle soglie ordinarie sono stati inferiori al 2019<sup>12</sup> (19, contro i 35 del medesimo periodo del 2019).

**L'andamento temporale dei “nuovi ingressi” riferiti alle soglie ridotte è stato pressoché costante:** 10 per operazioni di marzo, 15 per aprile, 12 per maggio, 12 per giugno. Nel 2019 ci sono stati in relazione ad emittenti ad azionariato diffuso: 3 ingressi per operazioni di marzo (contro 13 totali nel 2020), 11 di aprile (contro 21 totali nel 2020), 13 di maggio (contro 16 totali nel 2020), 8 di giugno (contro 18 totali nel 2020).

Per quanto riguarda le banche, vi sono stati 4 “nuovi ingressi” avvenuti alle nuove soglie ridotte e 5 alle soglie ordinarie. **I nuovi ingressi nelle banche sono stati operati esclusivamente da soggetti esteri (7), come nel 2019.**

Di seguito si riporta una **tabella riepilogativa dei “nuovi ingressi” alle soglie ridotte emersi per effetto delle delibere:**

| Emittente                                   | Partecipante estero                        | Partecipante italiano |
|---------------------------------------------|--------------------------------------------|-----------------------|
| <b>Non PMI</b>                              |                                            |                       |
| <b>Emittenti bancari</b>                    |                                            |                       |
| INTESA SANPAOLO SPA                         | Abu Dhabi Investment Authority             |                       |
| UNIONE DI BANCHE ITALIANE SPA               | Norges Bank                                |                       |
| CREDITO VALTELLINESE                        | Morgan Stanley                             |                       |
| BANCA MEDIOLANUM                            | Norges Bank                                |                       |
| <b>Emittenti non bancari</b>                |                                            |                       |
| A2A SPA                                     | Norges Bank                                | Inarcassa             |
| ANIMA HOLDING SPA                           |                                            | Caltagirone F. G.     |
| AZIMUT HOLDING                              | Norges Bank                                |                       |
| CERVED GROUP SPA                            |                                            | Broggian G.           |
| INFRASTRUTTURE WIRELESS ITALIANE SPA -INWIT | Norges Bank                                |                       |
| IREN SPA                                    | Norges Bank                                |                       |
| ITALGAS SPA                                 | Norges Bank                                | Banca d'Italia        |
| ITALMOBILIARE SPA                           | Briarwood Capital Partners<br>gp llc       | Inarcassa             |
| LEONARDO - SOCIETA' PER AZIONI              |                                            | Banca d'Italia        |
| MONCLER SPA                                 |                                            | Banca d'Italia        |
| OVS SPA                                     | Credit Suisse Group Ag,<br>Norges Bank     |                       |
| PIRELLI & C. SPA                            | Norges Bank                                |                       |
| PRYSMIAN SPA                                |                                            | Banca d'Italia        |
| REPLY SPA                                   | Norges Bank                                |                       |
| SAIPEM SPA                                  | Norges Bank                                | Banca d'Italia        |
| SALINI IMPREGILO SPA                        | Credit Suisse Group Ag,<br>Norges Bank     |                       |
| SNAM SPA                                    |                                            | Banca d'Italia        |
| SOCIETA' CATTOLICA DI ASSICURAZIONE         | Credit Suisse Group Ag,<br>Bank Of America |                       |

<sup>12</sup> Identificati con casuale “superamento prima soglia di rilevanza”.

|                                      |                                         |
|--------------------------------------|-----------------------------------------|
| TELECOM ITALIA SPA                   | Norges Bank                             |
| TERNA - RETE ELETTRICA NAZIONALE SPA | Banca d'Italia                          |
| <b>PMI</b>                           | Segre M.                                |
| BF SPA                               |                                         |
| CAREL INDUSTRIES SPA                 | Wertheimer Ruth                         |
| GUALA CLOSURES SPA                   | Investindustrial Advisors               |
| SAFILO GROUP SPA                     | Brandes Investment P. Lp                |
| TREVI - FINANZIARIA INDUSTRIALE SPA  | Unicredit Spa; Banco Bpm Spa; Banca MPS |

Analizzando tutte le comunicazioni inoltrate da **sogetti esteri**, ai sensi delle delibere e non, in relazione ad emittenti ad azionariato diffuso, si fornisce di seguito un quadro della situazione generale, indicando i soggetti che hanno inoltrato comunicazioni per:

- partecipazioni già detenute alle date di entrata in vigore delle delibere e relative alle nuove soglie (emerse, pertanto, per effetto delle delibere);
- “nuovi ingressi” (alle soglie ridotte o ordinarie);
- incrementi che hanno portato a superi di soglie successive<sup>13</sup>.

Si indicano inoltre i casi in cui al 26/06/2020 risultano pervenute comunicazioni di riduzione sotto la soglia minima (o la soglia di esenzione del 5% per i gestori ai sensi dell'art. art. 119-bis del Regolamento Emittenti):

|    | Dichiarante estero                      | Emittente                                                                      | Part. già detenute | Nuovi ingressi | Incremento part. | Riduz. al 26.06/20 |
|----|-----------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|--------------------|----------------|------------------|--------------------|
| 1  | ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY          | INTESA SANPAOLO SPA                                                            |                    | si             |                  | si                 |
| 2  | ALLIANZ SE                              | UNICREDIT SPA                                                                  | si                 |                |                  |                    |
| 3  | AQUILUS MANAGEMENT LIMITED              | CERVED GROUP SPA                                                               | si                 |                |                  |                    |
| 4  | ASSET VALUE INVESTORS                   | DOVALUE SPA                                                                    | si                 |                |                  |                    |
| 5  | AVDEEV ROMAN                            | PIRELLI & C. SPA                                                               | si                 |                | si               | si                 |
| 6  | AVI GLOBAL TRUST PLC                    | DOVALUE SPA                                                                    | si                 |                |                  |                    |
| 7  | BAIN CAPITAL CREDIT MEMBER LLC          | DOVALUE SPA                                                                    |                    | si             | si               |                    |
| 8  | BANK OF AMERICA                         | SOCIETA' CATTOLICA DI ASSICURAZIONE                                            |                    | si             |                  | si                 |
| 9  | BLACKROCK INC.                          | AZIMUT HOLDING SPA; INTESA SANPAOLO SPA; ENEL SPA; MEDIOBANCA SPA; MONCLER SPA |                    | si             |                  | si (ENEL SPA)      |
| 10 | BRANDES INVESTMENT PARTNERS LP          | SAFILO GROUP SPA                                                               |                    | si             |                  | si                 |
| 11 | BRIARWOOD CAPITAL PATNERS               | ITALMOBILIARE SPA                                                              | si                 | si             |                  |                    |
| 12 | CAISSE DES DEPOSTS ET CONSIGNATIONS     | PIRELLI & C. SPA                                                               | si                 |                |                  |                    |
| 13 | CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY | UNICREDIT SPA                                                                  |                    | si             |                  |                    |
| 14 | CHINA NATIONAL CHEMICAL CORPORATION     | RCS MEDIAGROUP SPA                                                             | si                 |                |                  |                    |

<sup>13</sup> Le banche sono indicate in grassetto. La tabella non contempla ulteriori 11 soggetti esteri che hanno comunicato riduzioni di partecipazioni e che in taluni casi permangono sopra le soglie minime.

|    |                                                  |                                                                                    |    |    |                                           |
|----|--------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|----|----|-------------------------------------------|
|    | CREDIT SUISSE GROUP AG                           | SALINI IMPREGILO SPA; OVS SPA; BPER BANCA SPA; SOCIETA' CATTOLICA DI ASSICURAZIONI |    |    | si (BPER BANCA SPA; SALINI IMPREGILO SPA) |
| 15 |                                                  |                                                                                    | si | si |                                           |
| 16 | DWS INVESTMENT GMBH                              | ANIMA HOLDING SPA                                                                  |    | si |                                           |
| 17 | EMPLOYEES PROVIDENT FUND BOARD                   | PRYSMIAN SPA                                                                       | si |    |                                           |
| 18 | GIC PRIVATE LIMITED                              | MONCLER SPA                                                                        | si |    |                                           |
| 19 | GIOVANNI AGNELLI BV                              | GEDI GRUPPO EDITORIALE SPA                                                         |    |    | si                                        |
| 20 | GWM GROUP HOLDING SA                             | IGD - IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZIONE SIIQ SPA                                    | si |    |                                           |
| 21 | HOSKING PARTNERS LLP                             | CREDITO VALTELLINESE SPA                                                           |    | si |                                           |
| 22 | INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA          | PIRELLI & C. SPA                                                                   |    | si | si                                        |
| 23 | INVESTINDUSTRIAL ADVISORS LIMITED                | GUALA CLOSURES SPA                                                                 |    | si |                                           |
| 24 | INVESTMENT CONSTRUCTION TECHNOLOGY GROUP LTD     | TISCALI SPA                                                                        |    | si |                                           |
| 25 | JO HAMBRO CAPITAL MANAGEMENT LIMITED             | FINCOBANK BANCA FINECO SPA                                                         |    | si |                                           |
| 26 | JPMORGAN CHASE & CO.                             | INTESA SANPAOLO SPA                                                                | si |    |                                           |
| 27 | KAYNE ANDERSON RUDNICK INVESTMENT MANAGEMENT LLC | GRUPPO MUTUIONLINE SPA                                                             |    | si |                                           |
| 28 | KOBAYASHI HIROAKI                                | SABAF SPA                                                                          | si |    |                                           |
| 29 | MORGAN STANLEY                                   | CREDITO VALTELLINESE SPA                                                           |    | si | si                                        |
| 30 | NN GROUP NV                                      | EL.EN. SPA                                                                         | si |    | si                                        |
|    |                                                  |                                                                                    |    |    | si <sup>14</sup>                          |
|    | NORGES BANK                                      | Vari emittenti                                                                     |    |    |                                           |
| 31 |                                                  |                                                                                    | si | si | si                                        |
| 32 | PARTNERS TELECOM SARL                            | TELECOM ITALIA SPA                                                                 | si |    |                                           |
| 33 | PEOPLE'S BANK OF CHINA                           | ENI SPA                                                                            | si |    |                                           |
| 34 | POLARIS CAPITAL MANAGEMENT LLC                   | TREVI - FINANZIARIA INDUSTRIALE SPA                                                |    |    | si                                        |
| 35 | PRAUDE ASSET MANAGEMENT LIMITED                  | OPENJOBMETIS SPA                                                                   |    |    | si                                        |
| 36 | UBS GROUP AG                                     | PRYSMIAN SPA                                                                       | si |    |                                           |
| 37 | UIFRA SA                                         | UNIONE DI BANCHE ITALIANE SPA                                                      | si |    |                                           |
| 38 | VODAFONE GROUP PLC                               | INFRASTRUTTURE WIRELESS ITALIANE SPA -INWIT                                        |    | si |                                           |
| 39 | WERTHEIMER RUTH                                  | CAREL INDUSTRIES SPA                                                               |    | si |                                           |

Si evince che il soggetto estero più ricorrente (in termini di numero di comunicazioni) è Norges Bank che ha comunicato partecipazioni in 34 emittenti non PMI, tutte inferiori al 3%, con “nuovi ingressi” in 13 società, di cui 2 banche (UBI Banca e Banca Mediolanum). La maggior parte delle comunicazioni riguarda partecipazioni già detenute alla data di entrata in vigore delle citate delibere (24 emittenti).

Infine, analizzando tutte le comunicazioni rese ai sensi e non delle delibere, emerge che il fenomeno delle riduzioni della presenza di soggetti italiani negli emittenti ad azionariato diffuso è stato contenuto: le riduzioni di partecipazioni che hanno portato le stesse sotto le soglie ordinarie o ridotte hanno riguardato 8 emittenti, in prevalenza PMI (Avio, BF, Caleffi, Centrale del Latte, Gedi, Trevi Finanziaria e, per le non PMI, Assicurazioni Generali ed Eni). Tuttavia è maggiore il numero di emittenti per i quali è aumentata, anche temporaneamente, la presenza di soggetti esteri: gli

<sup>14</sup> In: A2a Spa; Banca Mediolanum Spa; Fineco Spa; Italgas Spa; Pirelli & C. Spa; Società Cattolica Di Assicurazione; Ubi Banca Spa.



emittenti in cui sono stati comunicati, da parte di soggetti esteri, incrementi di maggiore entità<sup>15</sup> sono 16:

- Pirelli, Anima Hdg, Moncler, Mediobanca, Enel, Fineco Bank, Inwit, Intesa Sanpaolo, Unicredit (non PMI);
- Credito Valtellinese, Dovalue, GEDI, Gruppo Mutuonline, Openjobsmetis, Tiscali, Trevi (PMI).

**In relazione agli emittenti individuati dalle suddette delibere nel periodo esaminato sono pervenute solo 5 dichiarazioni di obiettivi ai sensi della delibera n. 21327 (ossia per partecipazioni superiori alla nuova soglia del 5%), su un totale di 10 dichiarazioni ai sensi dell'art. 120 comma 4-bis del TUF. Non sono pervenute dichiarazioni relative a banche quotate. Nessun partecipante si è dichiarato intenzionato ad acquisire il controllo dell'emittente o ad esercitare un'influenza sulla gestione:**

| Data     | Dichiarante                             | Emittente                               | Tipo emittente | Ai sensi delibera n. 21327 |
|----------|-----------------------------------------|-----------------------------------------|----------------|----------------------------|
| 22/06/20 | Investment Construction Tecnology Group | Tiscali Spa                             | PMI            | si                         |
| 15/06/20 | Intesa San Paolo Spa                    | Trevi Finanziaria Industriale Spa       | PMI            | si                         |
| 12/06/20 | Polaris Capital Management LLC          | Trevi Finanziaria Industriale Spa       | PMI            | no                         |
| 27/05/20 | Emera Srl                               | Eurotech Spa                            | PMI            | no                         |
| 15/05/20 | Roman Avdeev                            | Pirelli & C. S.p.A.                     | non PMI        | si                         |
| 14/05/20 | Briarwood Capital Partners GP LLC       | Italmobiliare Spa                       | non PMI        | si                         |
| 30/04/20 | Federico Vecchioni                      | BF S.p.A.                               | PMI            | no                         |
| 23/04/20 | Bain Capital Credit Member LLC          | doValue S.p.A.                          | PMI            | no                         |
| 20/04/20 | Giacomo Di Bartolo                      | Gabetti Property Solutions S.p.A.       | PMI            | si                         |
| 07/04/20 | Vodafone Europe BV                      | Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A. | non PMI        | no                         |

<sup>15</sup> Ossia "nuovi ingressi" o incrementi che hanno portato a partecipazioni superiori al 3% per non PMI e al 5% per PMI.

**Allegato n. 5****VIGILANZA CONSOB SU EMITTENTI NEGOZIATI ALL'AIM (CASO BIO-ON)**

- Con il Decreto Legislativo n. 107 del 2018, in esecuzione della delega contenuta nell'art. 8 della legge n. 163 del 2017, è stata data attuazione nell'ordinamento nazionale al Regolamento (UE) n. 596/2014 relativo agli **abusi di mercato**; gli artt. 114, 115 e 187-*octies* del TUF sono stati adeguati a tale Regolamento, e trovano applicazione anche nei confronti degli emittenti che hanno chiesto o ottenuto la negoziazione degli strumenti finanziari di propria emissione su un sistema multilaterale di negoziazione italiano.
- L'art. 114, comma 1 del TUF recita “*Gli emittenti quotati comunicano al pubblico le informazioni privilegiate ai sensi dell'articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014*”, che, a sua volta, inizia disponendo che “*l'emittente garantisce che le informazioni privilegiate siano rese pubbliche secondo modalità che consentano un accesso rapido e una valutazione completa, corretta e tempestiva delle informazioni da parte del pubblico*”.
- **Le società negoziate su AIM sono quindi vigilate dalla Consob per i profili relativi alla normativa di derivazione europea sugli abusi di mercato e, in tale ambito, i poteri di cui agli artt. 114 e 115 del TUF, nonché quelli di cui all'art. 187-*octies* del medesimo Testo unico, finalizzati alla prevenzione ed all'accertamento degli illeciti di *market abuse*, sono esercitati dalla Consob.**
- **Il mercato AIM, si qualifica come *SME Growth Market* ai sensi della Disciplina MIFID II e, in quanto rivolto a PMI, prevede requisiti meno stringenti in fase di quotazione dei titoli, un livello di informativa *ex post* nei confronti del pubblico inferiore rispetto a quanto richiesto agli emittenti quotati in un mercato regolamentato o con titoli diffusi.**
- Per quanto attiene all'**informativa contabile**, nei confronti degli emittenti non quotati, seppur negoziati sull'AIM, la CONSOB **non dispone di poteri di accertamento analoghi a quelli previsti per le società quotate**; non può cioè intervenire rispetto ai bilanci di tali emittenti per censurarne la eventuale scorrettezza, impugnandoli o esercitando i poteri di cui all'articolo 154-*ter*, comma 7, del TUF.

Solo nel caso in cui è anche emittente diffuso ai sensi dell'art. 116 del TUF, è possibile richiedere, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF, dati e notizie aggiuntivi da diffondere al pubblico. Tale potere, evidentemente meno pervasivo dell'impugnazione dei bilanci o della pubblica censura prevista per le società quotate, è esercitato a fronte di evidenze di anomalie o incompletezze del quadro informativo disponibile.

- In materia di ***corporate governance***, agli emittenti negoziati all'AIM non si applicano la disciplina e i poteri della CONSOB previsti dal TUF con riguardo, tra l'altro, all'**organo di controllo**, all'elezione, composizione e requisiti degli organi sociali.

Anche con riferimento alla disciplina in materia di **operazioni con parti correlate**, sebbene l'adesione a tale disciplina sia prevista tra i requisiti di ammissione del Regolamento di Borsa Italiana, non risulta applicabile in forza dell'art. 2391-*bis* del codice civile e pertanto non sono previsti i relativi poteri sanzionatori della Consob a meno che la società non abbia azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante.

- I poteri di vigilanza della Consob **nei confronti dei revisori di emittenti AIM** si applicano solo ove gli stessi revisori abbiano incarichi su “Enti di Interesse Pubblico” (banche o società di assicurazioni”) o “enti sottoposti a regime intermedio” (emittenti titoli diffusi, intermediari,

nonché altre categorie di soggetti elencati nell'art. 19-bis del D.Lgs. 39/2010), essendo la vigilanza sugli altri revisori demandata al MEF.

- Agli emittenti i cui titoli azionari sono scambiati su un MTF, **non si applica la disciplina di trasparenza delle partecipazioni rilevanti** di cui all'art. 120 del TUF, né il regime di pubblicità dei patti parasociali di cui all'art. 122 del TUF; laddove l'emittente sia qualificabile come emittente diffuso, troveranno però applicazione le norme civilistiche in tema di pubblicità dei patti di cui all'art. 2341-ter del codice civile.
- Per quanto riguarda la **disciplina dell'OPA obbligatoria** l'art. 105 del TUF ha delimito l'ambito di applicazione ai soli emittenti i cui titoli siano negoziati su un mercato regolamentato.

Il Regolamento Emittenti AIM ha optato per una soluzione che consente di assicurare una analoga forma di tutela agli interessi degli azionisti di minoranza in caso di cambio di controllo, disponendo, per gli emittenti che richiedono l'ammissione alle negoziazioni sull'AIM, l'obbligo di prevedere nei propri statuti una clausola che dia applicazione volontaria alla normativa in materia di OPA obbligatoria. Cionondimeno i due modelli di OPA obbligatoria non sono equivalenti. Infatti, la natura contrattuale dell'obbligo di OPA endosocietaria e la mancanza di un organo con poteri di accertamento e sanzionatori assimilabili a quelli a disposizione della CONSOB limita la possibilità di intervento di fronte a operazioni potenzialmente elusive, come ha evidenziato anche la recente prassi applicativa.

- Come detto, gli "SME Growth Markets" (di seguito, anche "SME GM") rappresentano una specifica categoria di sistemi multilaterali di negoziazione e **sono destinatari di apposita disciplina nella MiFID II**, dedicata alla promozione dell'accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI, con l'obiettivo di contribuire allo sviluppo di tali imprese, che stanno svolgendo un ruolo importante nella crescita economica dell'Unione.

*La disciplina degli SME GM è disegnata per fornire un quadro di regole flessibili a livello UE volte a stabilire, tramite normativa primaria, un set di presidi, compresa la vigilanza delle Autorità proposte, ritenuti necessari ad assicurare sufficienti livelli di tutela degli investitori, lasciando tuttavia ai singoli mercati la definizione delle concrete regole di funzionamento con riferimento all'ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni, ai requisiti degli emittenti e alla microstruttura dei mercati. Regole e disposizioni che operano solo su di un piano strettamente privatistico e vincolanti esclusivamente nei confronti delle società che aderiscono allo SME GM e degli operatori che accedono alle negoziazioni.*

- *Attualmente, sono 20 gli MTF che hanno ottenuto la registrazione in Europa (incluso il Regno Unito) come SME GM. Il mercato più rilevante in termini di volumi di negoziazione risulta quello svedese (in cui operano il "NASDAQ FIRST NORTH GROWTH MARKET" e il più piccolo "Nordic Growth Market"), seguito da quello del Regno Unito (con "AIM UK" e "NEX Exchange Growth Market"), quello dell'Italia ("AIM Italia") e da ultimo quello della Francia ("Euronext Growth Market").*
- *Dall'analisi condotta, emerge una tensione costante tra gli interessi degli investitori e quelli degli emittenti che si avvicinano per la prima volta al mercato dei capitali, ai quali i diversi mercati europei hanno tentato di fornire diverse soluzioni.*
- I poteri di controllo nella fase di ammissione e successiva permanenza sul mercato AIM sono affidati a Borsa Italiana S.p.A

Ai fini della quotazione sull'AIM è richiesto un documento di ammissione in luogo del prospetto, non è previsto nessun limite in termini di capitalizzazione ed è richiesta una soglia minima del flottante ridotta.

*Non vi è inoltre l'obbligo di presentare a Borsa Italiana il piano industriale e la descrizione del sistema di controllo gestione. L'informativa post quotazione sull'AIM non comprende le relazioni*

*trimestrale a differenza di quanto previsto sull'MTA. Inoltre, come già detto, non sono previsti per gli emittenti quotati sull'AIM Italia le previsioni legislative in materia di requisiti di governance che si applicano sul MTA.*

*Borsa Italiana ha integrato il proprio Regolamento prevedendo la possibilità di rifiutare l'ammissione all'AIM Italia ove i rischi di danno all'ordinato funzionamento del mercato o alla reputazione dell'AIM Italia siano cagionati anche dalle caratteristiche dello strumento finanziario.*

*Per quanto riguarda la vigilanza in fase di permanenza sul mercato si evidenzia che, anche dopo l'ammissione, l'Emittente AIM Italia deve continuare ad essere "accompagnato" da un Nomad che lo assiste e supporta nell'assolvimento dei compiti e delle responsabilità derivanti dal Regolamento Emittenti di Borsa. Se l'Emittente cessa di avere il Nomad, Borsa Italiana sospende le negoziazioni dei suoi strumenti finanziari; se entro sei mesi dalla data della sospensione l'Emittente non provvede a sostituire il Nomad, viene disposta la revoca dalle negoziazioni.*

- Recentemente sono state approvate da Borsa Italiana alcune **modifiche ai regolamenti del mercato AIM Italia** volte, tra l'altro, a rafforzare gli obblighi di informativa al pubblico in capo alle società negoziate all'AIM nonché il ruolo del Nomad quale "gatekeeper" del mercato a garanzia della qualità dell'informazione.

Le modifiche proposte da Borsa Italiana rappresentano un passo in avanti nella definizione di un nuovo quadro di disciplina del mercato AIM che potrà trovare un ulteriore sviluppo al termine del processo di analisi svolto dall'ESMA sull'adeguatezza dell'attuale disciplina degli *SME Growth Markets*.

**Allegato n. 6****TEMPISTICA PER L'APPROVAZIONE DEI PROSPETTI INFORMATIVI****Risposta al quesito dell'interpellante n. 14, lettera a):**

- La disciplina europea in materia di prospetto è stata oggetto di recente modifica. A partire dal luglio 2019 è entrato in vigore il **Regolamento Prospetto**, che ha sostituito la precedente normativa. La disciplina del prospetto è stata modificata proprio per venire incontro alle **esigenze di semplificazione che tutti gli operatori europei e le autorità di vigilanza, inclusa la Consob, avevano più volte manifestato**.
- Il Regolamento Prospetto e i connessi atti delegati **stabiliscono il formato e il contenuto del prospetto**, indicando specifici requisiti informativi minimi per le diverse tipologie di operazioni, direttamente applicabile a tutti gli emittenti europei e alle autorità di vigilanza. Tali requisiti informativi minimi non possono essere modificati e adattati dal legislatore nazionale.
- Il legislatore europeo ha introdotto delle semplificazioni alle informazioni che devono rispondere al requisito di essere sufficienti e obiettive, scritte e presentate in una forma facilmente analizzabile, succinta e comprensibile, ciò al fine di consentire agli investitori una decisione di investimento informata.
- **Da un primo esame dei prospetti informativi redatti sulla base della nuova normativa si può notare una maggiore chiarezza e comprensibilità e un volume notevolmente inferiore rispetto al passato (in molti casi il numero delle pagine si è dimezzato).**

**Risposta al quesito dell'interpellante n. 14, lettera a):**

- La redazione dei prospetti informativi è, come detto, disciplinata a livello europeo. **Il Regolamento Prospetto**, entrato in vigore nel luglio 2019, **stabilisce la tempistica e le informazioni che gli emittenti devono fornire agli investitori nell'ambito delle operazioni di capitale o di debito**.
- Le tempistiche di approvazione e le informazioni da includere nel prospetto informativo relativamente alle operazioni di rafforzamento patrimoniale sono analoghe sia per quelli che prevedono l'esercizio del diritto d'opzione da parte degli azionisti sia in quelle con esclusione di tale diritto e riservate a specifici investitori.
- **Il Regolamento**, a differenza della precedente disciplina dettata dalla Direttiva, non deve essere recepito nella disciplina nazionale **ma deve essere applicato direttamente dagli emittenti e dalle autorità di vigilanza. Non è pertanto possibile apportare adattamenti e semplificazioni a livello nazionale**.
- **Con riferimento alle tempistiche di approvazione**, il Regolamento Prospetto include alcuni termini per lo scambio di informazioni tra le autorità competenti e gli emittenti. Al fine di assicurare un ordinato svolgimento dell'attività istruttoria il Regolamento Emittenti fissa dei termini di decadenza e dei termini massimi per la conclusione dell'istruttoria. **La Consob ha sempre rispettato tali termini**.
- **Tenuto conto degli schemi rigidi imposti dal Regolamento Prospetto**, per venire incontro alle esigenze manifestate dagli operatori di poter utilizzare, nell'attuale situazione di crisi, strumenti più flessibili, è **allo studio da parte della Commissione Europea l'introduzione di modifiche alla disciplina attuale**.



In particolare per le operazioni di ricapitalizzazione che saranno effettuate nei prossimi mesi per rispondere alla crisi pandemica, è allo studio l'introduzione di uno *short form prospectus* con informazioni più sintetiche rispetto a quelle attualmente previste.

- **Solo con un intervento in sede europea è possibile ridurre gli adempimenti in capo agli emittenti europei, rendere più snello il processo di predisposizione dei prospetti e conseguentemente più veloce l'approvazione da parte delle autorità preposte. La Consob sta supportando tale iniziativa nelle competenti sedi europee.**
- Il legislatore nazionale ha, inoltre, all'esame iniziative volte ad introdurre alcune semplificazioni alle procedure stabilite dal codice civile per l'approvazione delle operazioni di rafforzamento patrimoniale.
- Anche la Consob è intervenuta negli ultimi mesi per fornire agli operatori indicazioni per agevolare la redazione della documentazione necessaria per le operazioni di aumento di capitale, fornendo indicazioni soprattutto per le aree informative dove, sulla base dell'esperienza maturata, gli operatori riscontrano maggiori difficoltà.

Nello scorso mese di aprile, è stata richiamata l'attenzione degli operatori sulla necessità di riportare specifiche informazioni circa gli impatti della pandemia da COVID-19 sullo specifico *business* aziendale e sui piani aziendali.

- Proprio recentemente, il 9 luglio scorso, la Commissione ha pubblicato una comunicazione in materia di criteri di controllo del prospetto. Tale Comunicazione giunge all'esito di una procedura di consultazione del mercato, dall'esame delle prime applicazioni della nuova disciplina e dal confronto avviato in sede europea. Anche tale iniziativa ha l'obiettivo di agevolare la redazione del prospetto da parte degli operatori e le interlocuzioni con l'Autorità di vigilanza.
- Da ultimo sono state avviate iniziative, che verranno intensificate nei prossimi mesi, volte ad incentivare l'utilizzo da parte degli operatori degli istituti di semplificazione, ad oggi non pienamente utilizzati, introdotti dal Regolamento Prospetto e dalla normativa nazionale (ad esempio il *pre-filing*).

Per venire incontro alle esigenze manifestate dagli operatori, sarà stimolato il dialogo preventivo con gli Uffici della Consob al fine di affrontare tematiche preliminari e questioni tecniche complesse. Anche questa iniziativa si inserisce nell'obiettivo di rendere più spedito l'*iter* formale di approvazione dei prospetti e quindi per agevolare le operazioni di rafforzamento patrimoniale necessarie per rispondere alla crisi pandemica.

ALLEGATO 2

**Programma dei lavori della Commissione per il periodo luglio 2020-  
marzo 2023**COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA SUL  
SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO  
LA PRESIDENTE**PROGRAMMA DI ATTIVITÀ DELLA COMMISSIONE PARLAMENTARE D'INCHIESTA  
SUL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO**

PERIODO LUGLIO 2020 - MARZO 2023

**Premessa** - Si ritiene che, per avvalorare la vocazione della Commissione, che è quella d'essere dedicata ad un'attività di inchiesta, si debba procedere ad esaminare, sia con riferimento ai temi specifici che a quelli di tenore invece più generale, gli aspetti attinenti ai profili di criticità nel funzionamento del sistema bancario e finanziario. Per questo motivo, si è ritenuto utile ripartire i temi oggetto della proposta secondo tre distinti ambiti di criticità.

Fermi restando i vari compiti e le attività di indagine assegnati dalla legge 26 marzo 2019, n. 28, alla Commissione bicamerale, nella realizzazione del programma seguente saranno, se del caso, promosse iniziative anche di carattere legislativo.

**1.** - Un primo ambito è dedicato ad esaminare le questioni di criticità emerse nel rapporto fra le banche, gli altri intermediari finanziari e le rispettive clientele. Si tratta di un ambito che sostanzialmente si articola - per le banche (e gli altri intermediari finanziari, quali le società di credito al consumo, o quelle attive nel *leasing*, nel *factoring*, piattaforme di *social lending*, etc.) - sulla verifica del rispetto, formale e sostanziale, della normativa sulla trasparenza bancaria (compresi i servizi di pagamento); mentre quanto ai servizi di intermediazione - sia che siano offerti dalle banche, dalle SIM o da SGR - sulla verifica del rispetto, formale e sostanziale, delle regole di comportamento.

*In materia bancaria, la principale informazione di trasparenza, che consente di avere un'indicazione di sintesi del costo complessivo del finanziamento, è rappresentata dal tasso annuo effettivo globale (TAEG); quest'ultimo esprime, in percentuale e su base annua, la totalità dei costi da sostenere in relazione al credito concesso e permette di confrontare facilmente e rapidamente le diverse offerte di finanziamento, anche quelle proposte da operatori stranieri sul mercato italiano, trattandosi di un indice armonizzato a livello europeo.*

*La legge sull'usura (L. 108/1996) ha introdotto un limite ai tassi di interesse sulle operazioni di finanziamento oltre il quale gli stessi sono considerati usurari (tasso soglia). I tassi soglia sono determinati per legge sulla base dei tassi medi di mercato rilevati trimestralmente dalla Banca d'Italia per conto del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF); le tabelle che riportano i tassi effettivi globali medi (TEGM) segnalati dagli intermediari sono pubblicate in Gazzetta Ufficiale. Dal 14 maggio 2011 il limite oltre il quale gli interessi sono ritenuti usurari è calcolato*



*aumentando il TEGM di un quarto, cui si aggiunge un margine di ulteriori quattro punti percentuali. In ogni caso la differenza tra il tasso soglia e il tasso medio non può essere superiore a otto punti percentuali.*

*I TEGM rilevati dalla Banca d'Italia includono, oltre al tasso nominale, tutti gli oneri collegati con l'erogazione del credito, esclusi quelli per imposte e tasse.*

*Quanto, invece, ai servizi di intermediazione, il principale fattore di criticità nelle dinamiche relazionali tra cliente e intermediario continua ad essere rappresentato dalla qualità dei flussi informativi che precedono e indirizzano la scelta di investimento. Non può trascurarsi il fatto che da una completa, chiara e sintetica trasparenza informativa sulle caratteristiche e anche sui costi<sup>1</sup> dei servizi e dei prodotti finanziari dipendono le scelte consapevoli di investimento degli investitori. Da una prima analisi dei ricorsi presentati dai risparmiatori presso l'ACF e i vari Tribunali è emersa la tendenza da parte degli intermediari a ritenere sufficiente - ai fini dell'assolvimento degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza previsti dalla normativa di settore - l'adempimento "formale" degli stessi, ad esempio attraverso la mera messa a disposizione del cliente della documentazione di rito nella fase precontrattuale. Ulteriori profili di criticità emergono in relazione alla fase di profilatura della clientela e all'applicazione delle conseguenti regole di condotta (valutazione di appropriatezza/adequatezza) soprattutto nel caso delle c.d. riprofilature strumentali e dell'abbinamento di offerta di prodotti di investimento e di finanziamento in modalità "bacciate". Ciò a discapito del perseguimento del miglior interesse del cliente che deve, invece, orientare il comportamento degli operatori professionali che prestano servizi di investimento.*

Sia per il primo che per il secondo terreno di indagine, la proposta è di farsi guidare - per l'individuazione dei temi specifici - dagli esiti delle attività svolte, nei due campi d'intervento (bancario e finanziario), dalle due strutture arbitrali attive<sup>2</sup>: l'ABF Arbitro Bancario e Finanziario<sup>3</sup> e l'ACF<sup>4</sup>

<sup>1</sup> La disciplina di matrice MiFID II richiede agli intermediari trasparenza informativa sui costi e oneri connessi alla prestazione di servizi di investimento e accessori sia ex ante sia ex post. Ciò al fine di assicurare che gli investitori siano consapevoli di tutti i costi e gli oneri per la valutazione degli investimenti, anche in un'ottica di confronto fra servizi e strumenti finanziari. Nonostante ciò si registrano comportamenti di alcuni intermediari non orientati ad una completa e chiara trasparenza informativa sui costi e sugli oneri connessi alla prestazione dei servizi e attività di investimento.

<sup>2</sup> Per completezza informativa si rammenta che è in corso di istituzione anche l'Arbitro assicurativo che si occuperà della risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia di assicurazioni, verrà gestito dall'Ivass, l'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni, e avrà le stesse caratteristiche e le stesse funzioni che hanno attualmente l'Arbitro Bancario Finanziario (ABF) e l'Arbitro Controversie Finanziarie (ACF).

<sup>3</sup> L'Arbitro Bancario Finanziario (ABF) è un sistema di risoluzione alternativa delle controversie (ADR) che possono sorgere tra i clienti e le banche e gli altri intermediari in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari; rappresenta un'opportunità di tutela più semplice, rapida ed economica rispetto a quella offerta dal giudice ordinario. L'ABF è un organismo indipendente e imparziale nei compiti e nelle decisioni, sostenuto nel suo funzionamento dalla Banca d'Italia. Il ricorso è deciso esclusivamente sulla base della documentazione prodotta dalle parti (ricorrente e intermediario); non è necessaria l'assistenza di un avvocato. Le decisioni dell'ABF non sono vincolanti come quelle del giudice ma, se l'intermediario non le rispetta, la notizia del loro inadempimento è resa pubblica. Dopo una decisione dell'ABF, la parte interessata può comunque ricorrere al giudice ordinario.

<sup>4</sup> L'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), istituito dalla Consob con la delibera n. 19602 del 4 maggio 2016, è uno strumento di risoluzione delle controversie tra investitori "retail" e intermediari per la violazione degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza che gli intermediari devono rispettare



Arbitro Controversie Finanziarie. Due entità che trattano mediamente ogni anno migliaia di casi e che costituiscono la prima sede di approdo (rispetto a quella successiva giudiziale) proprio delle criticità fra intermediari e clienti.

Per l'individuazione degli argomenti sui quali concentrare l'attività d'inchiesta della Commissione sarà necessario esaminare le principali tematiche sollevate dai clienti ricorrenti, comprendendone la dimensione, la gravità, l'eventuale adozione di misure di mitigazione da parte delle varie tipologie di intermediari e, da ultimo, le attività di vigilanza concretamente poste in essere dalle due Autorità (Banca d'Italia e Consob) – di cui i due Arbitri costituiscono un'appendice operativa – per potenziarne l'operatività e nel, più generale, svolgimento delle rispettive attività di vigilanza.

E' bene sottolineare che, sebbene gli intermediari siano obbligati ad aderire ai procedimenti instaurati presso tali Organismi, le decisioni prese dagli Arbitri non sono obbligatorie per gli intermediari stessi (diversamente da quelle di un giudice) e le mancate esecuzioni da parte degli intermediari delle decisioni favorevoli per gli investitori impattano sia sulla tutela sostanziale dei risparmiatori *retail* sia sul *sentiment* degli stessi verso le Autorità di riferimento. Ad oggi, purtroppo, si registrano casi non marginali di intermediari inadempienti alle decisioni favorevoli degli Arbitri nei confronti dei clienti *retail*.

In tale ultima prospettiva e per rafforzarne l'operatività, si potrebbe, ad esempio, valutare l'opportunità di estendere ai giudizi dell'ACF e dell'ABF, istituti già presenti nell'ordinamento giuridico italiano, ed in particolare nell'arbitrato, in cui per rendere esecutivo il provvedimento arbitrale la parte interessata deve proporre istanza, all'uopo depositando il lodo in originale o in copia conforme unitamente alla convenzione di arbitrato, nella cancelleria del Tribunale<sup>5</sup> territorialmente competente nel cui circondario si trova la sede dell'Arbitrato.

---

quando prestano servizi di investimento o il servizio di gestione collettiva del risparmio. Solo i risparmiatori possono fare ricorso all'ACF, per richieste di risarcimento danni non superiori a 500.000 euro. Gli intermediari sono obbligati ad aderire all'ACF. E' uno strumento che consente all'investitore di ottenere una decisione sulla controversia in tempi rapidi, senza costi e senza obbligo di assistenza legale. L'ACF assicura imparzialità e indipendenza di giudizio. Qualora l'investitore non sia soddisfatto della decisione, può comunque rivolgersi all'Autorità giudiziaria. Presentare ricorso all'ACF o ad altro sistema alternativo di risoluzione delle controversie è condizione di procedibilità per avviare un procedimento giudiziario.

<sup>5</sup> Il Tribunale, previo accertamento sulla regolarità formale dello stesso, esula il controllo nel merito, lo dichiara esecutivo con Decreto; tale prospettiva di intervento dovrebbe mettere il legislatore al riparo da eventuali eccezioni, e successivo giudizio, di incostituzionalità (cfr. art. 25 Cost.) del provvedimento eventualmente licenziato stante la qualificazione del medesimo ad altro strumento deflattivo del contenzioso e vertente in materia di diritti disponibili.



Nella stessa prospettiva si potrebbero altresì dotare le singole Autorità di vigilanza di nuovi poteri di indagine, tra cui, ad esempio, il *mystery shopping*<sup>6</sup> che permetterebbe agli stessi Organi di vigilanza di verificare il comportamento effettivamente tenuto dagli intermediari nei confronti della propria clientela.

Nel 2018<sup>7</sup> sono stati presentati all'ABF Arbitro Bancario e Finanziario oltre 27.000 ricorsi per contrastare condotte improprie e promuovere l'adozione di comportamenti corretti nei confronti della clientela.

Nel 69% dei casi l'esito è stato sostanzialmente favorevole ai clienti, con l'accoglimento totale o parziale delle richieste formulate, oppure con la dichiarazione della cessazione della materia del contendere per l'accordo intervenuto tra le parti. Con riferimento alle controversie con esito positivo per il ricorrente, il valore complessivo delle restituzioni nel 2018 è cresciuto rispetto all'anno precedente, raggiungendo i 21 milioni di euro.

Le banche di credito cooperativo continuano a detenere la quota di soccombenza più bassa, mentre le banche estere e le finanziarie quella più alta, anche in connessione con l'elevata incidenza dei ricorsi relativi a forme di finanziamento (i.e. la cessione del quinto) che caratterizzano l'attività di queste tipologie di intermediari.

Nel corso del 2019 sono pervenuti all'ACF Arbitro Controversie Finanziarie 1.678 ricorsi; 5.341 a far data dall'avvio dell'operatività (9 gennaio 2017). Si tratta di dati fortemente influenzati dalle vicende che hanno interessato Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca, i cui azionisti si sono fatti promotori di oltre il 40% dei ricorsi pervenuti durante il primo anno di attività dell'Organismo. Hanno concorso in misura apprezzabile, nel triennio, anche i ricorsi presentati da azionisti e obbligazionisti di tre delle quattro banche poste in risoluzione nel novembre 2015, nonché da risparmiatori detentori di titoli, emessi da talune banche popolari, caratterizzati da situazioni più o meno risalenti di diffusa illiquidità.

Nel complesso, sono state avanzate richieste di ristoro per un controvalore che sfiora i 300 milioni di euro. Supera i 55 milioni di euro la somma complessivamente liquidata finora a favore dei risparmiatori, di cui 15,8 milioni nel corso dell'ultimo anno. Il *petitum medio* per ricorso, nel triennio, è risultato di quasi 60 mila euro, con un trend al rialzo. La media unitaria dei risarcimenti riconosciuti nel 2019 è di poco inferiore ai 30 mila euro, di oltre 35 mila euro nel triennio.

Sono 93 gli intermediari finanziari coinvolti in procedimenti nel corso dell'ultimo anno e 163 i destinatari di almeno un ricorso nel triennio, con una netta prevalenza di intermediari bancari.

Nel 2019 l'ACF ha adottato 854 decisioni: la percentuale di accoglimento dei ricorsi è stata di circa il 55% (381 decisioni), dato in flessione rispetto ai due anni precedenti (61,6% nel 2017; 77,3% nel 2018; 67% di media nel triennio), quando l'attività decisionale aveva in buona parte condotto ad accertare violazioni massive della normativa in tema di prestazione di servizi

<sup>6</sup> In particolare, il *mystery shopping* è un *audit* non dichiarato e condotto in modo non riconoscibile (in incognito) dal personale delle singole Autorità, avente la caratteristica di simulare il comportamento e le azioni di un cliente potenziale o reale nei confronti dei soggetti vigilati che erogano attività, allo scopo di rilevare la qualità e la *compliance* alla normativa di riferimento del servizio erogato.

<sup>7</sup> La relazione per l'attività svolta nel 2019 verrà resa nota il 20 c.m.





*d'investimento da parte di quegli intermediari bancari poi sottoposti a procedura di liquidazione, ovvero di risoluzione, con una percentuale di accoglimento dei ricorsi in questi casi di circa il 90%.*

Sempre con riferimento alla tutela effettiva dei risparmiatori, soprattutto perché le eventuali sanzioni amministrative e/o penali, di per sé, non eliminano i pregiudizi ai risparmiatori danneggiati, appare altresì fondamentale il monitoraggio periodico dello stato di attuazione della legge del 30 dicembre 2018 n.145, come novellata dalla L. 28 giugno 2019, n. 58 ed integrata dalla Legge di bilancio 2020 - L. 27/12/2019 n. 160 e dal Decreto Legge del 17 marzo 2020, n. 18 che ha istituito presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze il Fondo Indennizzo Risparmiatori (FIR)<sup>8</sup>, con una dotazione iniziale di 525 milioni di Euro per ciascuno degli anni 2019, 2020 e 2021.

Nella prospettiva di valutare gli strumenti per un miglioramento sostanziale nella trasparenza sui servizi bancari e di intermediazione finanziaria, si reputa necessario approfondire le conseguenze e i potenziali ambiti di applicazione della recente pronuncia delle Sezioni Unite della Cassazione Civile<sup>9</sup> con riguardo ai contratti derivati stipulati tra banche ed enti locali. Dopo anni di contenziosi, la sentenza in parola risolve definitivamente ogni incertezza in materia, affermando la *regula iuris* secondo cui - pena la nullità - gli enti potevano stipulare derivati solo per finalità di copertura<sup>10</sup> e solo in presenza dell'informativa sul valore di mercato (*mark-to-market*), gli scenari probabilistici ed i costi occulti del contratto.

Attratti dalla possibilità di incassare subito una somma iniziale (*upfront*) e sprovvisti delle informazioni su scenari probabilistici e valore di mercato, gli enti pubblici hanno sovente stipulato contratti a loro sfavorevoli e capaci di comprometterne l'equilibrio finanziario futuro. Il risultato di questa operatività impropria - spesso aggravata da rinegoziazioni a condizioni peggiorative durante la vita del contratto - è che *ex post* la stragrande maggioranza dei derivati conclusi da regioni, province e comuni si è rivelata una scommessa in perdita.

Sulla base dei dati della Banca d'Italia, le operazioni in derivati concluse dalle amministrazioni locali con banche operanti in Italia (incluse le filiali

<sup>8</sup> Il Fondo dovrebbe indennizzare i risparmiatori danneggiati dalle banche e loro controllate con sede legale in Italia, poste in liquidazione coatta amministrativa dopo il 16 novembre 2015 e prima del 1° gennaio 2018, a causa delle violazioni massive degli obblighi di informazione, diligenza, correttezza, buona fede oggettiva e trasparenza previsti dal Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria (TUF), di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

<sup>9</sup> Cassazione Sezioni Unite 12 maggio 2020 n.8770.

<sup>10</sup> Fino al 2013, anno in cui ne è stata vietata la stipula.



italiane di banche estere) hanno fatto costantemente segnare per gli enti un *mark-to-market* netto negativo con una media annua di oltre 1 miliardo di euro. A fine 2019, il valore di mercato ammontava a -911 milioni di euro, pari al 16,5% del nozionale (€5.539 milioni). A queste perdite potenziali, vanno aggiunte quelle effettive patite nel tempo dagli enti che, per onorare gli impegni assunti, hanno dovuto sborsare rilevanti somme alle date di pagamento previste dal contratto.

Anche l'Amministrazione centrale dello Stato ha fatto ampio ricorso ai derivati con un'assunzione di rischi significativa, in parte già materializzatasi sotto forma di uscite di cassa (mediamente €4 miliardi l'anno nell'ultimo decennio) e in parte concretizzabile nei prossimi anni, tenuto conto del valore di mercato negativo delle posizioni in essere (oltre € 36 miliardi a fine marzo 2020).

Si è dunque complessivamente trattato di perdite rilevanti per le finanze territoriali e per quella centrale, inevitabilmente tradottesi in minori servizi per la cittadinanza e in un incremento del debito pubblico.

Per incrementare il livello di tutela ed efficienza di questa operatività sarebbe opportuno che essa venisse affidata ad un'agenzia ad hoc, seguendo l'esempio della tedesca *Finanzagentur* che fornisce servizi legati all'emissione di titoli governativi e al monitoraggio e gestione dei rischi del debito – anche tramite derivati – con l'obiettivo di garantire in ogni momento la solvibilità del governo federale tedesco e minimizzare la spesa per interessi.

*I derivati sono strumenti finanziari complessi e spesso particolarmente insidiosi per la presenza di vari tipi di clausole che ne possono modificare, o addirittura stravolgere, le caratteristiche durante la vita del contratto talora a discrezione di una sola controparte (tipicamente la banca) che deciderà secondo la propria convenienza. Ad esempio, possono esserci clausole che consentono alla controparte bancaria di chiedere la chiusura anticipata (c.d. early termination) del derivato e ottenere la liquidazione del valore di mercato con conseguente sopravvenienza di perdite per l'altra parte. Altre clausole possono comportare una trasformazione della tipologia del derivato e/o della sua vita residua.*

*Come riconosciuto nella summenzionata sentenza della Cassazione Civile i derivati sono caratterizzati da una «spiccata aleatorietà». Ne discende che questi contratti producono effetti solo se le due parti trovano un accordo sull'alea del derivato che, pertanto, dev'essere preventivamente misurata attraverso il mark-to-market ma anche attraverso gli scenari probabilistici poiché, afferma la Cassazione, «il primo è solo un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea». Il concetto più rivoluzionario della sentenza è dunque il riconoscimento apertis verbis che per un'adeguata misurazione dei rischi contrattuali il valore di mercato (il mark-to-market) non è sufficiente giacché, in quanto valore attuale atteso (media) della distribuzione di probabilità dei possibili pagamenti/incassi futuri, offre solo una prima idea dell'alea del contratto rispetto all'informazione molto più ricca contenuta nella distribuzione da cui proviene. Per un ente locale*



(come pure per un'impresa non finanziaria o per un comune cittadino) sarebbe complesso decifrare l'intera distribuzione di probabilità da cui vengono questi numeri.

Gli scenari probabilistici sono invece capaci di veicolare informazioni essenziali sulla ripartizione delle alee tra i due contraenti, sulla loro entità e sulla loro natura. Gli scenari mostrano infatti la probabilità che il derivato generi oneri (o guadagni) netti per l'ente locale e forniscono anche una stima dell'ordine di grandezza di quegli oneri (guadagni). In conclusione, gli scenari estraggono informazioni rilevanti e di immediata comprensibilità che consentono di decidere consapevolmente in merito alla stipula.

Sebbene la decisione riguardi contratti in cui il cliente è la PA, è prevedibile che i principi della decisione siano estesi anche ai contratti conclusi da clienti non PA. La pronuncia della Cassazione costituisce poi un importante spunto di riflessione anche quanto ad una migliore trasparenza sui rischi in occasione dell'offerta al pubblico (investitori al dettaglio o *retail*) di alcune categorie di prodotti d'investimento.

Nel caso dei prodotti *non-equity* (i.e. diversi dalle azioni, ossia dal capitale di rischio dell'emittente) esiste, infatti, una significativa asimmetria informativa determinata da una contrapposizione tra un investitore, che inizialmente non possiede alcuna conoscenza del prodotto, e un emittente che coincide (letteralmente o, comunque, in modo sostanziale) con il soggetto che lo ha ingegnerizzato e, quindi, ne conosce a pieno tutte le caratteristiche e i connessi profili di rischio, onerosità e redditività prospettica.

L'obbligo per gli intermediari di fornire informazioni adeguate sui prodotti finanziari è una misura fondamentale per la tutela degli investitori. La complessità della documentazione informativa sul prodotto finanziario riflette dunque la complessità e la versatilità della funzione economica nonché la modularità della struttura del prodotto finanziario. In materia, nonostante la normativa dell'Unione Europea - che prevede scenari basati su dati storici (il c.d. *what if*) che pretendono di estrapolare dal passato informazioni sul possibile andamento futuro dell'investimento - a cui quella italiana si è dovuta adeguare, appare opportuno effettuare approfondimenti sulla possibilità di reintrodurre i cosiddetti scenari probabilistici, quale elemento informativo supplementare necessario per ridurre le asimmetrie informative sul prodotto e sull'emittente, soprattutto per alcune tipologie di prodotti illiquidi e complessi.

Infine, appare necessario avviare un'indagine sulle attività di educazione finanziaria poste in essere sul territorio nazionale dai vari soggetti pubblici e privati in materia di educazione finanziaria, tra cui il *Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria*, istituito nel 2016 ed, in particolare, l'iniziativa Edufin. In materia sarebbe opportuno



effettuare approfondimenti per introdurre, ad esempio, l'insegnamento dell'educazione finanziaria, da parte di soggetti di indubbia capacità ed esperienza in materia di tecnica bancaria-finanziaria e di provata indipendenza (tra cui a titolo esemplificativo i docenti abilitati dal Ministero dell'Istruzione), nelle scuole secondarie superiori. Si potrebbero altresì sensibilizzare i *mass media* nazionali (in particolare il servizio pubblico (RAI) e le principali reti televisive nazionali) per promuovere programmi ed iniziative formative in materia bancaria e finanziaria.

2.- Il secondo ambito, quello cioè delle criticità (del sistema bancario, finanziario e assicurativo) relative ai profili gestionali (ivi compreso gli aspetti di *corporate governance*, limiti al cumulo degli incarichi e divieti di *interlocking*), di assetto proprietario e del sistema dei controlli interni (ivi compreso il ruolo delle società di revisione), va anch'esso definito non seguendo un approccio generalista, ma piuttosto facendosi guidare dalle "vicende" emerse in questi ultimi anni su tali profili.

Con riferimento agli assetti proprietari saranno analizzati, tra l'altro, gli aspetti relativi alla trasparenza e alle dinamiche del mercato del controllo del sistema finanziario - nel rispetto dell'art.41 della Costituzione e della regolamentazione di settore - soprattutto con riferimento all'operatività posta in essere da soggetti extra UE, tra cui, da ultimo il fondo *Parvus Asset Management Europe Limited*.

Quanto ai profili critici di tipo gestionale, si ritiene che il punto centrale - visti gli effetti prodotti sui conti economici e patrimoniali delle banche - sia il tema dei NPL, cioè dei crediti problematici (*non performing loans*).

*L'Italia è uno dei paesi in cui il volume di crediti deteriorati (NPL) è cresciuto più rapidamente per effetto della lunga crisi economica avviatasi nel 2008.*

*L'aumento delle sofferenze è stato molto significativo per tutte le categorie di clienti, anche se con intensità diverse. Per le famiglie consumatrici e le famiglie produttrici (imprese individuali, società semplici con meno di 5 addetti) il valore è quasi triplicato, mentre tra le società non finanziarie si è registrata una crescita di quasi cinque volte.*

*L'aumento dello stock è stato determinato in questi anni da una forte crescita delle sofferenze in ingresso, non compensata da un adeguato flusso di uscite dai bilanci bancari. Il volume di sofferenze in uscita dai bilanci bancari dipende in larga misura dai tempi di recupero dei crediti, che in Italia sono strettamente legati alla durata delle procedure concorsuali ed esecutive.*

*Per accelerare l'uscita delle sofferenze dai bilanci bancari è quindi necessario attivare il mercato dei NPL, che in Italia ha finora avuto una dimensione limitata, a causa dell'ampia forbice di prezzo esistente tra chi vende i crediti deteriorati, le banche, e i potenziali compratori, principalmente Fondi di investimento specializzati in NPL.*



*Le banche, anche per effetto dell'Asset Quality Review, hanno fortemente ridotto la valutazione delle proprie sofferenze. Finora tuttavia le valutazioni formulate dagli investitori specializzati sono state sensibilmente più basse: incidono tassi di interesse meno favorevoli (gli investitori attivi in questo segmento si finanziano a tassi del 5-8% contro tassi dell'1-3% a cui possono finanziarsi le banche) e asimmetrie informative, che spingono i potenziali compratori a valutazioni più prudenti sui tempi necessari per recuperare i crediti e sulle quote di realizzo.*

*Promuovere in tempi brevi lo sviluppo del mercato dei NPL richiede una serie di condizioni aggiuntive. Una prima è coinvolgere nel mercato investitori istituzionali con un orizzonte di medio-lungo periodo e che possono finanziarsi a tassi di interesse simili a quelli delle banche, quali ad esempio i Fondi pensione, la promozione di fondi ad hoc di private equity/private debt (anche ad iniziativa pubblica). Un'altra è ampliare i segmenti di mercato in cui la forbice di prezzo tra chi compra e chi vende è ridotta o annullata. In questo senso, tutte le azioni che riducono le asimmetrie informative possono effettivamente far innalzare le valutazioni degli investitori verso quelle di chi vende e ampliare la quota di sofferenze per cui è possibile effettuare delle compravendite. In questa cornice, l'ipotesi di una bad bank che contribuisca ad accrescere la liquidità e fornisca forme di garanzia agli investitori istituzionali potrebbe contribuire in modo determinante alla crescita del mercato dei NPL.*

Un tema che – per l'appunto – ha visto il sistema bancario italiano a lungo in posizione di ritardo rispetto ai (comportamenti tenuti dai) sistemi degli altri paesi europei, ed il cui forzato e tardivo recupero (su sollecitazione dell'EBA) ha prodotto – com'è noto – ripetute operazioni di rafforzamento patrimoniale che hanno determinato un sostanziale cambiamento degli assetti proprietari di molte realtà bancarie italiane (con un significativo ridimensionamento delle Fondazioni sostituite dalla presenza di Investitori Istituzionali stranieri) nonché l'arrivo – nella sub *industry* del *debt collecting* – di Fondi speculativi (i c.d. Fondi Avvoltoio) e di *servicer* di matrice e proprietà straniera.

Non va trascurato come l'approccio prima tardivo e poi accelerato nella gestione dei NPL abbia per altro verso concorso (accanto ad abusi nella *governance* aziendale) a determinare la crisi del modello di business di quella parte del sistema bancario (banche locali) che, non avendo né per dimensione né per tipologia giuridica di assetto proprietario (cooperative) accesso al mercato dei capitali di rischio, ha cercato nelle rispettive comunità locali il reperimento (spesso forzato) di nuovi mezzi patrimoniali (azioni e obbligazioni subordinate). In tale ambito, si ritiene altresì opportuno analizzare – per favorire la tempestiva rilevazione dei crediti deteriorati, la loro corretta classificazione nell'informativa contabile e "limitare" il *moral hazard* del ritardo nella loro rilevazione – l'operato, gli obblighi e le responsabilità delle società di revisione, del sistema dei controlli interni nonché la regolamentazione di settore primaria e secondaria.





COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA SUL  
SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO

LA PRESIDENTE

In materia saranno approfonditi anche gli aspetti relativi alle inadempienze probabili (“unlikely to pay” o “UTP”) tra cui, ad esempio, i profili di trasparenza informativa, contabili e gestionali di tali posizioni per individuare, possibili iniziative, anche di carattere legislativo, finalizzate a ristrutturare le posizioni debitorie e/o a favorire la concessione di nuova finanza alle imprese.

E’ d’ogni evidenza infatti come la coincidenza – in capo alla stessa comunità locale – dei contestuali ruoli di soggetti depositari, di prenditori dei finanziamenti nonché di potenziali sottoscrittori delle (continue) emissioni di azioni sia stata la causa principale di estese situazioni di conflitti di interesse che hanno causato danni patrimoniali per decine di migliaia di piccoli clienti/azionisti.

Da questo punto di vista, la Commissione esaminerà con attenzione gli aspetti attinenti ai profili di criticità emersi nell’operatività delle banche (popolari) locali ed anzitutto dell’ultima: la Popolare di Bari. Il loro esame inoltre rappresenterà un’occasione per meglio comprendere cosa non abbia funzionato nell’azione delle due Autorità di vigilanza, magari suggerendo un modello maggiormente caratterizzato – rispetto all’attuale – da una più netta configurazione dei rispettivi campi per finalità di intervento (i.e. stabilità vs trasparenza).

Su questi aspetti occorre interrogarsi alla luce della prossima ed inevitabile ondata di NPL che, a seguito del marcato deterioramento del quadro economico, renderanno non esigibili molti dei crediti in essere del sistema bancario e finanziario nei confronti delle aziende attive in certi settori o comunque in situazione di marginalità reddituale.

In tale prospettiva sarà altresì utile approfondire l’esame di eventuali misure per la rivitalizzazione del rapporto banca-impresa, logorato dalle vicissitudini di questi anni e invece fondamentale per il recupero della competitività del sistema-Italia. In particolare, è risaputo che i NPL presenti nei bilanci bancari non sono qualitativamente uniformi: una parte è effettivamente espressione di posizioni del tutto deteriorate, ma un’altra è invece da ricondursi alle difficoltà finanziarie che, a causa della protratta congiuntura avversa, hanno colpito imprese fondamentalmente sane e produttive. Dunque, a causa di fattori esogeni, tali imprese ora si vedono preclusa la possibilità di accesso a nuovi e vitali finanziamenti stante lo stigma di “cattivi pagatori” con cui sono classificate nell’ambito della Centrale dei Rischi della Banca d’Italia.



COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA SUL  
SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO  
LA PRESIDENTE

In proposito andrebbe osservato che ormai nei bilanci bancari queste esposizioni creditizie sono già rettificatae per tenere conto dell'entità attesa della loro svalutazione. Pertanto, appare ragionevole e opportuno un intervento volto ad allineare il valore contabile di questi debiti nei bilanci delle imprese-debitrici al valore contabile netto a cui gli stessi sono ormai iscritti nei bilanci bancari. Una simile misura, riducendo l'indebitamento complessivo delle imprese sane ma in difficoltà, potrebbe consentirne il recupero della capacità di accesso al credito a condizioni eque e la piena ripresa dell'attività produttiva, a beneficio non solo della proprietà e dei dipendenti ma anche degli stessi creditori e dell'erario che negli ultimi anni ha sofferto una significativa perdita di gettito proprio imputabile al fenomeno sopra descritto.

Sempre nella prospettiva di preparare il paese a meglio affrontare la prossima (prevedibile) ondata di NPL, occorrerà esaminare se non sia il caso di rivedere il funzionamento delle garanzie pubbliche (GACS) sui bond (senior) emessi in occasione di operazioni di cartolarizzazione di NPL.

*Sul tema se lo strumento Gacs abbia permesso di ridurre o comunque attenuare il problema dei NPL nelle banche italiane, pesa il dato che - secondo stime condivise - un buon terzo dei recuperi vadano peggio di quanto previsto.*

*Il tema è rilevante, visto che in totale dal 2015 a metà 2019 le banche hanno ceduto oltre 200 miliardi di crediti deteriorati, di cui 69 miliardi tramite cartolarizzazioni con Gacs, che hanno dato luogo a emissioni di asset backed securities (ABS) per 16 miliardi di euro, per un prezzo medio del 23-24% del valore lordo<sup>11</sup>. Tra le possibili cause dell'andamento non soddisfacente delle Gacs c'è probabilmente la sproporzione tra volumi gestiti e capacità oggettiva di gestione dei servicer coinvolti in questo tipo di operazioni. In tal senso, e anche nella prospettiva delle agenzie di rating, non si può non tenere in considerazione il rischio sistemico associato all'elevato livello di concentrazione del servicing nelle mani di un numero esiguo di soggetti.*

*In realtà, oltre ad auspicare che altri servicer siano coinvolti in futuro in questo tipo di operazioni, la situazione verosimilmente suggerisce una riconsiderazione della stessa funzione delle operazioni Gacs, vista non più come la fase terminale del processo di gestione e recupero delle sofferenze, ma piuttosto come uno snodo intermedio attraverso cui riversare - in modo organizzato, efficiente e trasparente - in un momento successivo sul mercato secondario masse di NPL in tranche (piccoli pacchetti o single name). Va letta in questo senso la proliferazione di piattaforme di trading apparse più o meno di recente sul mercato. E' evidente che, quanto più detti crediti cartolarizzati vengono suddivisi in tranche minori tanto più probabile è che finiscano in mano a investitori retail, per i quali sorge in modo chiaro l'esigenza di definire adeguati strumenti di tutela informativa per l'effettuazione di consapevoli scelte di investimento.*

<sup>11</sup> In particolare, sono state emesse note senior per un valore pari al 19% del valore lordo complessivo dei portafogli cartolarizzati, ABS mezzanine per un 3% e junior per un 2%.



Così come occorrerà approfondire se sia opportuno rivedere una scelta fatta in passato da altri Paesi: cioè la creazione di una *bad bank* a capitale nazionale sulla quale far confluire ed alla quale affidare la gestione in maniera aggregata e più conveniente le posizioni problematiche provenienti da vari intermediari bancari.

*La dimensione dell'impegno di ricapitalizzazione e del fenomeno dei crediti problematici (significativa è l'incidenza ormai raggiunta dagli stock dei crediti problematici sul core capital delle banche) riapre il tema della opportunità di costituire in Italia per queste banche locali, come già fatto in Spagna e in Grecia, una c.d. "bad bank", cioè una struttura anche che, rilevando una parte dei crediti "cattivi" (cioè problematici), le alleggerisca dalle esigenze di maggiore capitalizzazione e consenta il riavvio del canale di nuovi finanziamenti.*

*Per i grandi gruppi bancari, capaci individualmente di mobilitare portafogli di crediti non performing di ammontari significativi, la via seguita è stata quella di procedere anzitutto alla segregazione di (tutto o parte di) detti crediti in appositi veicoli societari (se non addirittura la creazione di vere e proprie società di scopo) e poi attivare procedure competitive per l'individuazione di "partner" (tipicamente, fondi chiusi specializzati americani) da associare nell'attività di recupero; la soluzione è l'adozione di complessi meccanismi negoziali che consentano alle banche conferenti di non dover subire una ulteriore svalutazione dei crediti oggetto di conferimento (i.e. mediante la creazione di accordi pattizi di continuo aggiustamento fra il prezzo pagato al momento della cessione e il valore delle quote del veicolo in ragione della maggiore o minore successo dell'attività di recupero). Occorre trovare una soluzione di sistema per le banche locali.*

Infine, l'esame di queste stesse vicende guiderà l'attenzione della Commissione verso il tema connesso qual è quello dell'intervento pubblico nel capitale delle aziende di credito e – in modo ancor più rilevante – sulla sua natura, finalità e soprattutto sul suo esito atteso, per comprendere se si tratti d'una circostanza temporanea o, viceversa, dell'attuazione di un disegno di tipo strategico.

Sul punto, come è noto, alla già presente questione della partecipazione detenuta dal Tesoro nel capitale del MPS, s'è di recente aggiunta la decisione dell'intervento del Medio Credito Centrale al fine d'assumere un ruolo di rilevanza nel processo di ricapitalizzazione della Banca Popolare di Bari.

*La società Banca del Mezzogiorno Mediocredito Centrale-Mcc (controllata da Invitalia) è risultata destinataria di un rafforzamento patrimoniale fino a 900 milioni di euro nel 2020, per promuovere attività finanziarie e di investimento, anche a sostegno delle imprese nel Mezzogiorno, mediante l'acquisizione di partecipazioni al capitale di banche e società finanziarie. Questo aumento di capitale consentirà a Mcc, insieme al Fitd (il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi) e ad eventuali altri investitori, di partecipare al rilancio della commissariata Banca Popolare di Bari. L'intervento pubblico dunque si affianca ad un intervento privato, visto che il Fondo ha disposto, il 31 dicembre scorso, un'iniezione di capitale di 310 milioni e si è impegnato a un ulteriore intervento nel capitale della banca fino a complessivi 700 milioni. Il progetto è di stipulare un Accordo Quadro che contenga le linee strategiche del piano industriale per il rilancio della banca, il*



COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA SUL  
SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO  
LA PRESIDENTE

*recupero del suo equilibrio economico e patrimoniale, l'assunzione di un ruolo centrale nel finanziamento dell'economia del Mezzogiorno.*

*In seguito è prevista la possibilità di scindere Mcc e di costituire una nuova società alla quale assegnare le attività e le partecipazioni acquisite da banche e società finanziarie. Le azioni rappresentative del capitale sociale di questa società saranno attribuite, senza corrispettivo, al Ministero dell'Economia e delle Finanze.*

*E' invece slittata la presentazione del piano di dismissione – che deve avvenire entro il 2021 – della quota della banca MPS in mano al Tesoro, azionista di maggioranza del gruppo con il 68%. Il Ministero dell'Economia ha ottenuto più tempo dall'Ue per riprivatizzare banca Monte dei Paschi di Siena, la quale ha annunciato una ulteriore cessione di crediti deteriorati per circa 1,8 miliardi di euro sulla base di accordi che, sommati ai precedenti già conclusi, portano a circa 3,8 miliardi di euro le non-performing exposures (NPE) cedute dal gruppo nel 2019.*

*Con questi accordi, il gross NPE ratio pro-forma del Gruppo Mps si attesta a circa 12,5%, raggiungendo con due anni di anticipo l'obiettivo del 12,9% previsto dal piano di ristrutturazione a fine 2021. Il piano del Tesoro punterebbe a ripulire ulteriormente il bilancio della banca cedendo 11 miliardi di crediti deteriorati (NPL) a prezzo di mercato.*

*Sempre più dunque la partecipazione pubblica nel capitale della banca sembra assumere una funzione di stabilizzazione in questo lungo e delicato percorso di "de-risking".*

*Infine, sempre in tema di intervento pubblico a sostegno delle banche vanno ricordate due disposizioni previste nel recente Decreto Rilancio.*

*Garanzia dello Stato su passività delle banche: per evitare di dover effettuare una notifica individuale alla Commissione europea nel caso fosse necessario intervenire "a sostegno della liquidità di banche solventi ma soggette a perturbamenti nell'economia", il Governo ha adottato uno schema generale e preventivamente sottoposto alla Commissione europea in base al quale il Ministero dell'Economia può concedere la garanzia dello Stato su passività di nuova emissione delle banche con sede legale in Italia fino ad un valore nominale di 19 miliardi di euro senza che sia necessario effettuare di volta in volta una notifica alla Commissione.*

*Sostegno pubblico nelle procedure di liquidazione di piccole banche: per evitare di dover effettuare una notifica individuale alla Commissione europea nel caso fosse necessario un intervento dello Stato per assicurare l'ordinato svolgimento delle procedure di liquidazione coatta amministrativa di piccole banche, con attività non superiori ai 5 miliardi di euro (escludendo quelle di credito cooperativo), il Governo ha adottato uno schema generale e preventivamente sottoposto alla Commissione europea in base al quale il Ministero dell'Economia può concedere il sostegno pubblico sotto varie forme alle operazioni di trasferimento ad una banca acquirente di attività e passività, di aziende o rami di azienda della banca in liquidazione senza che sia necessario effettuare di volta in volta una notifica alla Commissione.*

*Meritevole di indagine appare altresì l'operatività posta in essere dai Confidi<sup>12</sup> operanti in Italia per verificare, a titolo esemplificativo: i) la solidità,*

<sup>12</sup> I consorzi di garanzia collettiva dei fidi (Confidi) sono enti finanziari costituiti per favorire l'accesso ai finanziamenti, a breve, medio e lungo termine delle piccole e medie imprese e sono iscritti in elenchi tenuti dalla Banca d'Italia. L'andamento del ciclo economico e le numerose norme che, a vario titolo, richiedono la presentazione di garanzie a supporto di obbligazioni assunte, hanno fatto registrare un aumento della



COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA SUL  
SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO  
LA PRESIDENTE

l'efficienza e l'organizzazione del sistema dei confidi e sul rischio di impatto di questi sugli enti pubblici sia in qualità di sottoscrittori sia in qualità di controassicuratori; ii) eventuali casi di default di Confidi/difficoltà nell'escussione della garanzia da parte del soggetto creditore; iii) l'effetto della partecipazione ai confidi sul costo del credito per le imprese; iv) la normativa di riferimento; v) eventuali iniziative di *moral suasion* e/o di carattere legislativo finalizzate ad innalzare la patrimonializzazione dei Confidi stessi.

Sempre nell'ottica di ridurre la dipendenza/migliorare l'esposizione delle imprese verso il sistema bancario la Commissione potrebbe effettuare indagini sull'utilizzo effettivo dei fondi strutturali e d'investimento europei<sup>13</sup> da parte delle imprese e i procedimenti all'uopo definiti (complessità dell'iter, documentazione da produrre, durata dei procedimenti, fondi erogati, fondi non utilizzati, istanze accettate, istanze respinte, trasparenza istruttoria verso i soggetti istanti, ecc.).

Nella medesima prospettiva e per migliorare l'accesso delle PMI al capitale di rischio e di debito, incrementare e diversificare le fonti di finanziamento e promuovere una maggiore efficienza dei mercati dei capitali che favorisca, ad esempio, il contatto diretto tra investitori e imprese saranno approfonditi, anche attraverso l'analisi comparata dei principali Paesi UE, le forme di raccolta di capitale ulteriori e complementari al finanziamento bancario.

**3.-** Il terzo ambito, strettamente collegato ai risultati delle indagini di cui ai precedenti ambiti uno e due è l'analisi degli assetti di vigilanza bancaria e finanziaria e le possibili iniziative di carattere legislativo.

*Le riforme introdotte in Europa dopo lo scoppio della crisi finanziaria del 2008 hanno innescato grandi trasformazioni: quelle di maggiore rilievo hanno interessato la disciplina delle*

---

domanda di garanzie da parte delle imprese, dei privati e del settore pubblico. L'accrescimento della domanda ha concorso a "richiamare" nel mercato una pluralità di potenziali fornitori, con un aumento dei profili di rischio legati: alla capacità di fare fronte agli impegni assunti da intermediari che assumono rischi non sempre commisurati alle loro strutture patrimoniali e organizzative; alla legittimità di operatori che, potrebbero, svolgere attività non consentite dalla normativa.

<sup>13</sup> I Fondi strutturali e d'investimento europei (fondi SIE) sono istituiti dall'UE per favorire la nascita e il finanziamento di imprese, creare occupazione e favorire uno sviluppo europeo sostenibile. I fondi SIE si concentrano, in particolare, su 5 settori: i) ricerca e innovazione; ii) tecnologie digitali; iii) sostenere l'economia a basse emissioni di carbonio; iv) gestione sostenibile delle risorse naturali; v) piccole imprese. I fondi SIE sono gestiti dai Paesi stessi, attraverso i Programmi Operativi (PO) che declinano, per settori e territori, le priorità strategiche che lo Stato membro ha manifestato all'interno dell'Accordo di Partenariato con la Commissione europea. Si suddividono in Programmi Operativi Nazionali (PON, gestiti a livello nazionale e riguardanti l'intero territorio) e Programmi Operativi Regionali (POR, gestiti da Amministrazioni locali (Regioni o Province autonome)).





banche, e, in particolare l'introduzione del Meccanismo di Vigilanza Unico (Single Supervisory Mechanism - SSM) sugli enti creditizi dell'area euro, affidato alla Banca Centrale Europea. Anche la disciplina del mercato finanziario è stata interessata, seppur in maniera meno incisiva, da importanti trasformazioni attraverso l'introduzione del Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF) composto da varie istituzioni e agenzie europee.

La vigilanza in materia bancaria a livello dell'UE si è, pertanto, caratterizzata per una significativa cessione di "sovranità nazionale" in favore del SSM costituito in seno alla Banca Centrale Europea. Attraverso tale meccanismo si realizza un doppio livello di vigilanza ripartito tra la vigilanza europea e la vigilanza nazionale. In particolare, a partire dal 2015: i) le banche «significative» (c.d. significant) - 120 gruppi di cui 13 italiani, pari al 3% del totale delle banche dell'Eurozona, ma con oltre l'85% degli attivi - sono sottoposte alla vigilanza della Banca Centrale Europea; ii) le banche meno significative (c.d. less significant) - circa 3.500 banche - sono, invece, soggette alla Vigilanza nazionale (in Italia la Banca d'Italia) anche se nell'ambito di linee guida uniformi stabilite dalla BCE.

La vigilanza sul sistema finanziario è stata, invece, affidata al SEVIF che si articola in una componente macro-prudenziale, che fa capo all'European Systemic Risk Board<sup>14</sup>, cui è conferito il compito di monitorare i rischi sistemici per l'intero sistema finanziario UE, e in una micro-prudenziale, che fa capo a tre autorità di settore: l'EBA per il settore bancario, l'ESMA per i mercati finanziari e l'EIOPA per il comparto delle assicurazioni e dei fondi pensione. Al SEVIF è affidata la definizione di regole uniformi e applicabili a tutti gli intermediari operanti nell'Unione europea e la promozione della convergenza delle prassi di vigilanza delle singole Autorità nazionali (in Italia: la Banca d'Italia, la Consob, l'IVASS e la Covip).

In quanto autorità europea di vigilanza bancaria, la Banca Centrale Europea (BCE) opera in stretta collaborazione con le tre autorità europee di vigilanza, in particolare con l'Autorità bancaria europea (EBA).

In Italia, ai sensi del TUF, vigilano sul sistema finanziario la Banca d'Italia, la Consob, l'IVASS e la COVIP. Dette autorità collaborano tra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare le rispettive funzioni e non possono reciprocamente opporsi il segreto d'ufficio. La Banca d'Italia e la Consob collaborano altresì, anche mediante scambio di informazioni, con le Autorità e i comitati che compongono il SEVIF e con la Banca Centrale Europea (BCE) al fine di agevolare le rispettive funzioni.

Con riferimento agli assetti di *governance* delle singole Autorità nazionali si registrano differenti modelli che potrebbero condurre, in alcuni casi, anche a composizioni *sub-ottimali* dei diversi collegi (a titolo esemplificativo si registrano differenze nel: numero e durata degli incarichi, presenza o meno

<sup>14</sup> Sebbene non faccia parte della BCE il CERS ha sede a Francoforte sul Meno, in Germania, presso gli uffici della BCE. La BCE assicura al CERS il segretariato, l'assistenza logistica e amministrativa nonché le risorse umane e finanziarie per lo svolgimento dei propri compiti. Il capo del segretariato è nominato dalla BCE in consultazione con il consiglio generale del CERS. Il Presidente della BCE presiede anche il CERS, che riunisce rappresentanti delle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'UE e i presidenti delle tre autorità europee di vigilanza.



di personale delle Autorità stesse negli Organi di vertice, applicazione del tetto agli stipendi, contratti nazionali di riferimento, procedimenti di nomina, presenza di divieti in termini di assunzione di incarichi<sup>15</sup> per ex esponenti delle autorità di vigilanza/dipendenti delle stesse, ecc.). In materia sarebbe auspicabile armonizzare/semplificare la disciplina prevedendo regole più chiare finalizzate, ad esempio, a garantire una composizione "multidisciplinare" dei collegi con esponenti in parte provenienti dal mercato e in parte espressione della stessa Autorità. I modelli *governance* dovrebbero garantire il reclutamento, anche sul mercato, di personale altamente qualificato<sup>16</sup> nonché la valorizzazione dell'esperienza lavorativa e delle specifiche competenze maturate dal personale delle Autorità stesse.

Si registrano, infine, alcune aree "grigie" in termini di regolamentazione di settore e di chiara assegnazione delle relative attività di vigilanza, quali ad esempio: i) i fondi sanitari integrativi<sup>17</sup>; ii) gli enti di diritto privato di previdenza obbligatoria di cui ai decreti legislativi 30 giugno 1994, n. 509 e 10 febbraio 1996, n. 103<sup>18</sup>; iii) le forme pensionistiche complementari di cui al decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252<sup>19</sup>.

<sup>15</sup> In linea generale, si ricorda che la legge n. 190/2012 "Anticorruzione" (art. 1, comma 42), vieta per tre anni ai dipendenti che abbiano esercitato poteri autoritativi e negoziali per conto della P.A. - decorrenti dalla cessazione del rapporto di pubblico impiego - lo svolgimento di attività lavorativa o professionale presso i soggetti privati destinatari dell'attività di controllo svolta della P.A.. I contratti conclusi e gli incarichi conferiti in violazione sono nulli ed è fatto divieto ai soggetti che li hanno conclusi o conferiti di contrattare con le pubbliche amministrazioni per i successivi tre anni, con obbligo di restituzione dei compensi eventualmente percepiti e accertati. Per i componenti degli organi di vertice e i dirigenti della CONSOB (con esclusione dei dirigenti responsabili esclusivamente di uffici di supporto) cessati dall'incarico, l'art. 29-bis della legge n. 262/2005 prevede il divieto, nei due anni successivi alla cessazione dell'incarico, di intrattenere, direttamente o indirettamente, rapporti di collaborazione, di consulenza o di impiego con i soggetti regolati o con società controllate da questi ultimi. I contratti conclusi in violazione del divieto sono nulli. Tale articolo si dovrebbe applicare anche alla Banca d'Italia e all'IVASS a seguito di decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, da emanare previo parere della Banca Centrale Europea.

<sup>16</sup> Il sistema finanziario è globale, complesso e in continua evoluzione (ICO, STO, Fintech, Brexit, Abusivismo, ecc.) e richiede agli Organi di vigilanza di essere "competitivi" rispetto ai soggetti vigilati in termini di risorse umane competenti, produttive e internazionalizzate. La letteratura economica dimostra che gli aspetti retributivi impattano in maniera significativa sulle capacità di reclutamento di personale altamente qualificato nonché sulle capacità di "trattenere" le risorse "cresciute" all'interno delle Autorità. In tale direzione appaiono discutibili le misure relative al tetto agli stipendi, alle responsabilità di natura giuridica del personale delle Autorità, ai divieti in termini di assunzione di incarichi per ex esponenti degli Organi di vertice nonché per i dipendenti delle Autorità.

<sup>17</sup> In particolare, i fondi sanitari integrativi non sono soggetti ai controlli di un'Authority di vigilanza considerato che il Ministero della Salute - al netto delle attività amministrative (richiesta d'iscrizione all'anagrafe, variazioni di organigramma, dati di bilancio) - non esercita attività di vigilanza sulla complessiva operatività dei fondi stessi.

<sup>18</sup> Sugli Enti previdenziali privatizzati o privati (Casse professionali) l'assetto della vigilanza pubblica è, invece, più articolato e tutt'ora in fase di completamento. Non risulta ancora adottato lo Schema di Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministero del lavoro e delle politiche sociali,



Ciò detto, la Commissione potrebbe analizzare gli attuali assetti della vigilanza nazionale<sup>20</sup> ed eventualmente individuare soluzioni/semplificazioni di carattere normativo da proporre al Legislatore.

Si potrebbe, ad esempio, superare il vigente modello "ibrido" di vigilanza (per finalità e per soggetti), con il passaggio ad altri modelli di vigilanza che potrebbero semplificare gli attuali assetti della vigilanza garantendo anche una più netta suddivisione dei poteri e delle relative responsabilità.

Senza pretesa di esaustività, si potrebbero effettuare approfondimenti - anche attraverso analisi di Valutazione dell'Impatto della Regolamentazione (VIR) e analisi comparate fra i sistemi di vigilanza vigenti nei principali Paesi UE - almeno fra i seguenti approcci alla supervisione del sistema finanziario<sup>21</sup>: i) il modello del Regolatore Unico che prevede l'accentramento della vigilanza su un'unica Autorità di controllo; ii) il modello "puro" per finalità TP (c.d. Twin Peaks) da cui deriverebbe l'articolazione della vigilanza in capo a due sole autorità, specializzate l'una per la stabilità e l'altra per la correttezza dei comportamenti e per la trasparenza informativa; iii) il "modello europeo" da cui deriverebbe la "replica" in chiave nazionale del modello di vigilanza attualmente operante a livello europeo sul sistema

---

sentita la COVIP, ex articolo 14 comma 3 del decreto-legge 6 luglio 2011, n. 98 convertito con modificazioni dalla legge 15 luglio 2011, n. 111 recante disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti di interessi e di depositario. Sebbene siano trascorsi quasi 9 anni dall'entrata in vigore della Legge, la bozza di schema prevede tuttavia disposizioni transitorie relative all'entrata in vigore e financo deroghe di carattere temporaneo. In particolare, sugli Enti previdenziali vigilano oltre alla Covip, il Ministero del lavoro e della previdenza sociale, il Ministero dell'economia e delle finanze e la Corte dei Conti. Va poi evidenziato che nel settore delle forme pensionistiche complementari è previsto l'intervento a vario titolo di intermediari finanziari autorizzati e assoggettati al TUF o al TUB. I fondi pensione aperti, infatti, sono promossi e poi anche gestiti da banche, Società di Gestione del Risparmio (SGR), Società di intermediazione Mobiliare (SIM) oltre che da imprese di assicurazione autorizzate al ramo VI. Su tali soggetti, oltre ai controlli della COVIP che insistono sulla gestione del risparmio previdenziale, si aggiungono i poteri di vigilanza delle rispettive autorità di settore (CONSOB e Banca d'Italia) laddove tali intermediari svolgano le attività previste dal TUF (gestione di portafoglio, prestazione di gestione collettiva, ecc.) e/o dal TUB.

<sup>19</sup> In materia non risulta ancora adottato il provvedimento Covip di attuazione del Decreto lgs. 13 dicembre 2018, n. 147, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 17 gennaio 2019 n. 14 ed entrato in vigore il 1° febbraio 2019, con cui il Governo ha provveduto a dare attuazione alla direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2016, relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali, apportando significative modifiche alla disciplina recata del Decreto lgs. 5 dicembre 2005, n. 252.

<sup>20</sup> Con specifico riferimento alle analisi sull'operatività della COVIP appare opportuno coinvolgere la Commissione parlamentare di controllo sulle attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza ed assistenza sociale.

<sup>21</sup> In questa prospettiva, resterebbe comunque attribuita all'AGCM - Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato la vigilanza in materia di concorrenza prescindendo dalla natura soggettiva degli intermediari - siano essi bancari, mobiliari o assicurativi.



COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA SUL  
SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO  
LA PRESIDENTE

finanziario basato, per la vigilanza micro-prudenziale, su tre autorità di settore: l'EBA per il settore bancario, l'ESMA per i mercati finanziari e l'EIOPA per il comparto delle assicurazioni e dei fondi pensione.

Infine, la Commissione approfondirà anche gli aspetti relativi al funzionamento dell'Unione bancaria - costituita dal Meccanismo di vigilanza unico (MVU), dal Meccanismo di risoluzione unico (MRU) e dal Sistema europeo di assicurazione dei depositi (EDIS) (quest'ultimo ancora in fase di discussione) - per verificare se e in quale misura il percorso attualmente prefigurato per il progetto di Unione bancaria, caratterizzato da una valutazione particolarmente severa per l'esposizione al rischio del credito commerciale e da un'attenzione relativamente scarsa al rischio di mercato, determini una lesione dei principi di concorrenza alla base del mercato unico.



I temi di cui si occuperà la Commissione sono, pertanto, i seguenti:

### PARTE I - LE PRINCIPALI CRITICITA' DEL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO NELLE RELAZIONI CON LA CLIENTELA

[1.1] Il rispetto delle regole sulla trasparenza dei servizi bancari e di quelle di comportamento nella prestazione dei servizi finanziari: l'attività dell'Arbitro Bancario e Finanziario (ABF) e dell'Arbitro Controversie Finanziarie (ACF) e le attività di *enforcement* poste in essere dalle rispettive Autorità di controllo<sup>22</sup>.

[1.2] L'usura e l'anatocismo bancario<sup>23</sup>.

[1.3] L'adeguatezza degli investimenti ai profili della clientela<sup>24</sup>.

[1.4] La trasparenza dei costi (diretti ed indiretti) nei servizi di intermediazione<sup>25</sup>.

[1.5] L'operatività del Fondo Indennizzo Risparmiatori (FIR)<sup>26</sup>.

[1.6] Gli strumenti derivati sottoscritti dallo Stato, dagli Enti locali e dalle imprese: recenti pronunciamenti giurisprudenziali<sup>27</sup>.

[1.7] L'attività di educazione finanziaria posta in essere sul territorio nazionale<sup>28</sup>.

### PARTE II - LE PRINCIPALI CRITICITA' DEL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO: PROFILI GESTIONALI, DI ASSETTO PROPRIETARIO, DEL SISTEMA DEI CONTROLLI

[2.1] I crediti deteriorati: andamento e prospettive<sup>29</sup>.

[2.2] L'attività di *debt collecting*: il processo di concentrazione e la *Bad Bank*<sup>30</sup>.

[2.3] Le garanzie sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS)<sup>31</sup>.

<sup>22</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. t).

<sup>23</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. m).

<sup>24</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. r).

<sup>25</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. r).

<sup>26</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. p).

<sup>27</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. o), p).

<sup>28</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. p).

<sup>29</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. f), r).

<sup>30</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. f), i), r).





COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA SUL  
SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO  
LA PRESIDENTE

[2.4] Le fondazioni bancarie<sup>32</sup>.

[2.5] La patrimonializzazione delle banche minori<sup>33</sup>.

[2.6] Il ruolo dello Stato nel capitale del sistema bancario: dal MPS alla Popolare di Bari<sup>34</sup>.

[2.7] L'operatività posta in essere dai Confidi e l'utilizzo effettivo dei fondi strutturali e d'investimento europei<sup>35</sup>.

### PARTE III - ANALISI DEGLI ATTUALI ASSETTI DELLA VIGILANZA E POSSIBILI INIZIATIVE DI CARATTERE LEGISLATIVO<sup>36</sup>

#### VARIE ED EVENTUALI<sup>37</sup>

Fermo restando il presente programma di azione, da realizzare nel periodo luglio 2020 - marzo 2023, è bene sottolineare che lo stesso potrà essere integrato con ulteriori temi/profili di attenzione che potrebbero emergere nel dibattito politico o a seguito dello svolgimento delle varie attività della Commissione bicamerale tra cui, in particolar modo, le varie audizioni.

<sup>31</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. n).

<sup>32</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. c), p), q).

<sup>33</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. s).

<sup>34</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. a), g), i), p), s).

<sup>35</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. l).

<sup>36</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. d), e), r), s).

<sup>37</sup> Ambito di indagine/filone di inchiesta ex Legge 26 marzo 2019, n. 28, art. 3, lett. v).

