



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

***RELAZIONE  
PER L'ANNO 2007***

ROMA, 31 MARZO 2008

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

*Presidente*

**Lamberto CARDIA**

*Componenti*

**Paolo DI BENEDETTO**

**Vittorio CONTI**

**Michele PEZZINGA**

**Luca ENRIQUES**

*Direttore Generale*

**Massimo TEZZON**



# RELAZIONE PER L'ANNO 2007

<i>Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario</i>	<i>1</i>
--	----------

<i>Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze</i>	<i>27</i>
--	-----------

<b>A.</b>	<b><i>LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO</i></b>	<b><i>29</i></b>
-----------	---	------------------

<i>I.</i>	<i>Il contesto economico e istituzionale</i>	<i>31</i>
<i>II.</i>	<i>L'esercizio dell'attività di vigilanza della Consob</i>	<i>57</i>
<i>III.</i>	<i>Le linee di indirizzo dell'attività della Consob</i>	<i>91</i>

<b>B.</b>	<b><i>L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i></b>	<b><i>117</i></b>
-----------	--	-------------------

<i>I.</i>	<i>Le società</i>	<i>119</i>
<i>II.</i>	<i>I mercati</i>	<i>136</i>
<i>III.</i>	<i>Gli intermediari e le famiglie</i>	<i>156</i>

<b>C.</b>	<b><i>L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i></b>	<b><i>179</i></b>
-----------	---------------------------------------	-------------------

<i>I.</i>	<i>La vigilanza sulle società</i>	<i>181</i>
<i>II.</i>	<i>La vigilanza sui mercati</i>	<i>202</i>
<i>III.</i>	<i>La vigilanza sugli intermediari</i>	<i>213</i>
<i>IV.</i>	<i>I provvedimenti sanzionatori e cautelari</i>	<i>222</i>
<i>V.</i>	<i>L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali</i>	<i>234</i>
<i>VI.</i>	<i>Le relazioni internazionali</i>	<i>248</i>
<i>VII.</i>	<i>I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob</i>	<i>257</i>
<i>VIII.</i>	<i>La gestione interna e le relazioni con l'esterno</i>	<i>265</i>

<b>D.</b>	<b><i>APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE</i></b>	<b><i>275</i></b>
-----------	--	-------------------

INDICE GENERALE	291
-----------------	-----

### *Indice dei riquadri*

1. *I fondi immobiliari.....170*
2. *La quotazione delle Investment Companies.....188*
3. *La costituzione di banche per pubblica sottoscrizione.....189*

***DISCORSO DEL PRESIDENTE  
DELLA CONSOB  
AL MERCATO FINANZIARIO***

*Il testo che segue è stato letto il 14 luglio 2008  
dal Presidente della Consob presso la Borsa  
Italiana.*



*Signor Ministro dell'Economia e delle Finanze, Autorità, Signore e Signori,*

a nome della Consob e mio personale desidero esprimere il più sentito ringraziamento, oltre che a Lei Signor Ministro, ai rappresentanti del Parlamento, del Governo, alle Autorità civili, militari e religiose e ai partecipanti tutti che, con la loro presenza, danno prestigio alla nostra Istituzione e testimoniano la loro attenzione alla vita del mercato e ai problemi che – mai come in questo periodo – si presentano e si affrontano in uno scenario ormai globale e dall'evoluzione sempre più veloce e complessa.

La presente occasione di incontro annuale – che da oltre un decennio si affianca al dialogo istituzionale con il Parlamento, con il Governo e in particolare con il Ministro dell'Economia – consente alla Consob di rendere conto e di sottoporre al giudizio di tutti il suo operato nonché di indicare le linee-guida che intende seguire, nel rigoroso rispetto della normativa esistente, fornendo al mercato e ai risparmiatori il proprio contributo di conoscenza.

La Commissione rinnova il suo ringraziamento anche alla città di Milano che ci ospita e al suo Sindaco, alla cui disponibilità è da attribuire l'acquisizione in concessione dell'attuale sede della Consob, nel prestigioso palazzo Carmagnola di Via Broletto, sede per l'ampliamento della quale sono in corso approfondimenti, che si auspica possano avere esito positivo.

Sentimenti di gratitudine sono rivolti infine alla Borsa Italiana per la rinnovata ospitalità con cui signorilmente ci accoglie.

### *1. Le turbolenze finanziarie e i mercati mobiliari*

Da circa un anno i segnali di incertezza e di debolezza dei mercati finanziari internazionali hanno assunto il carattere di una profonda turbolenza.

La crisi, che ha avuto origine nel mercato dei mutui immobiliari negli Stati Uniti, ha avuto ripercussioni significative sull'andamento delle borse, sulla situazione dei principali intermediari, sulle condizioni di stabilità dei sistemi finanziari e sull'andamento dell'economia.

Si è interrotta una tendenza positiva in atto da alcuni anni. Sono emersi segnali di fragilità del sistema finanziario, la cui crescita tumultuosa era dovuta a incentivi non sempre compatibili con principi di corretta gestione e allocazione del rischio.

La pronta reazione della Banca Centrale Europea e della *Federal Reserve* americana, nonché delle Autorità di vigilanza, ha consentito finora di evitare conseguenze drammatiche per i risparmiatori. Lo sforzo di coordinamento degli interventi a livello nazionale e internazionale è stato, per intensità, senza precedenti.

A un anno di distanza dal suo manifestarsi, la crisi non può dirsi superata. Sono emersi problemi che richiedono risposte adeguate e tempestive per fronteggiare le tensioni in atto e per prevenirne di nuove. Gli approcci e, in parte, le regole di vigilanza devono essere rinnovati. È necessario assicurare maggiore complementarità tra finalità di stabilità e finalità di trasparenza e correttezza. L'integrazione, ormai irreversibile, tra i comparti del mercato finanziario richiede forme più incisive di coordinamento e di cooperazione.

Rimane, tuttavia, molta strada da percorrere per assicurare, soprattutto nel mercato europeo, un efficace coordinamento tra Autorità competenti su mercati e intermediari che operano in più Paesi. Nonostante gli accordi sottoscritti per assicurare la collaborazione nelle prime fasi di difficoltà nel mercato, le situazioni di crisi sembrano tuttora gestite prevalentemente secondo un'ottica nazionale.

In Italia, le conseguenze immediate della turbolenza dei mercati internazionali sono state più contenute che in altri Paesi.

La Consob è intervenuta al manifestarsi dei primi sintomi della crisi di liquidità che ha colpito progressivamente diversi segmenti del mercato, al fine di valutare il grado di coinvolgimento degli operatori e dei risparmiatori italiani.

Dalle informazioni raccolte nell'estate del 2007 risultava che l'esposizione delle società quotate operanti nei settori bancario e assicurativo verso strumenti finanziari riconducibili ai mutui *subprime* era limitata.

La Consob ha richiesto alle singole società di comunicare al mercato i prevedibili effetti sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria, in occasione della prima



pubblicazione dei risultati contabili di periodo, e comunque senza indugio, laddove l'impatto fosse di importo significativo.

Anche dalle indagini avviate relativamente ai portafogli amministrati o gestiti per conto della clientela era emerso che l'esposizione delle famiglie italiane a rischi legati a mutui *subprime* non era particolarmente critica. In effetti, a differenza di quanto avvenuto in altri paesi, in Italia non si sono verificati casi di fondi comuni aperti costretti a sospendere temporaneamente i riscatti per l'impossibilità di stabilire il valore delle quote.

Di valutazione più complessa sono le conseguenze indirette e di più lungo periodo delle turbolenze finanziarie.

La crisi di liquidità che si è determinata ha effetti negativi sul mercato del credito e sulla raccolta di risorse finanziarie da parte delle imprese. I risultati economici degli emittenti, soprattutto bancari e assicurativi, restano esposti ai rischi derivanti da possibili deterioramenti del ciclo economico e da ulteriori riduzioni dei valori mobiliari.

In questa situazione di difficoltà sistemica, le Autorità hanno compiuto uno sforzo notevole e hanno concordato una linea di condotta comune per trovare, a tutela degli investitori, un adeguato equilibrio fra l'interesse a ricevere informazioni tempestive e l'esigenza di salvaguardare l'integrità del meccanismo di formazione dei prezzi.

Quando singoli intermediari fronteggiano situazioni di difficoltà è particolarmente delicata la gestione dell'informazione continua al mercato. La diffusione di informazioni parziali, specie se *prima facie* di valenza negativa, può acuire le tensioni.

La necessità di bilanciare esigenze contrapposte si pone anche in occasione di operazioni di ricapitalizzazione finalizzate a riequilibrare la struttura finanziaria di banche particolarmente esposte. Nei Paesi europei, il diritto di tutti gli azionisti a partecipare agli aumenti di capitale per evitare diluizioni della quota azionaria può rendere più difficile e costosa la raccolta di risorse finanziarie rispetto a quanto avviene negli Stati Uniti, dove l'operazione può essere conclusa con un insieme ristretto di sottoscrittori e solo successivamente comunicata al mercato.

La crisi dei mutui *subprime* ha rivelato problemi strutturali del mercato delle cartolarizzazioni riguardanti in particolare la valutazione degli strumenti finanziari e la trasparenza delle operazioni.

È stata messa in discussione, a ragion veduta, la capacità delle agenzie di *rating* di rivedere tempestivamente i propri giudizi e, in alcuni casi, la stessa validità dei modelli di assegnazione del *rating*, nel cui ambito la presenza di conflitti d'interessi può avere effetti distorsivi.

Le iniziative dell'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), del *Committee of European Securities Regulators* (CESR) e quelle annunciate

recentemente dalla Commissione Europea rappresentano il tentativo di dare una risposta a questo fallimento del mercato. Si prospettano regole nuove e forme di sorveglianza sulla *governance* interna e sulla gestione dei conflitti di interessi. Data la natura particolare dell'attività delle agenzie di *rating* e la loro vocazione a operare su scala globale, è necessario e urgente che si raggiunga ampia convergenza internazionale sulle iniziative di regolamentazione e che si trovi la giusta misura nel definirne l'intensità, evitando costi eccessivi.

In Italia, in occasione del recepimento della direttiva sugli abusi di mercato<sup>(1)</sup>, era stata introdotta una norma sui conflitti di interessi delle agenzie di *rating* che attribuiva alla Consob competenze regolamentari e di vigilanza. Tale norma è stata abrogata prima della sua entrata in vigore<sup>(2)</sup>. Si è forse persa un'occasione per avviare un'attività che, anche attraverso un dialogo con le agenzie di *rating* operanti in Italia, avrebbe potuto contribuire a una maggiore trasparenza e correttezza dei comportamenti.

L'opportunità di rendere più trasparenti i mercati non regolamentati, che ormai sembra riconosciuta anche a livello internazionale, rappresenta un'altra questione aperta.

Maggiori informazioni pubbliche sugli scambi realizzati tra controparti istituzionali potrebbero infatti favorire una gestione dei rischi più consapevole da parte di tutti gli investitori. La disponibilità di dati sul mercato ridurrebbe la dipendenza degli investitori dal monopolio informativo delle agenzie di *rating* e agevolerebbe la corretta valorizzazione in bilancio dei prodotti più complessi.

In generale, come era emerso anche durante le vicende legate alle scalate bancarie, va governata la potenziale tensione fra finalità di trasparenza del mercato e obiettivi di stabilità degli intermediari e del sistema.

La corretta gestione dei rischi da parte delle istituzioni finanziarie non è rilevante solo per la sana e prudente gestione. La crisi in atto ha confermato che, in situazioni di forte tensione sui mercati, stabilità e trasparenza sono fortemente interconnesse.

Il modello di ripartizione delle competenze tra le Autorità sulla base della finalità della vigilanza consente di perseguire in maniera trasparente i diversi interessi pubblici. Sono sollecitate forme di dialogo e di cooperazione più intense fra le Autorità, come si è verificato nella recente crisi. Ne deriva un rafforzamento dei meccanismi di responsabilizzazione delle Autorità stesse nei confronti del mercato e delle istituzioni. Si evita il pericolo di determinare gerarchie tra obiettivi cui l'ordinamento riconosce, non certo a caso, pari dignità per la tutela del risparmio.

I tempi sono maturi per una revisione del sistema e dell'architettura delle Autorità di vigilanza, anche al fine di porre termine alle situazioni di incertezza e ai rischi di duplicazioni di interventi a cui finora si è fatto fronte con reciproca collaborazione e responsabile unità di intenti.

Nella collaborazione tra le Autorità nazionali che vigilano sui mercati finanziari si è ormai aperta una nuova stagione, anche grazie all'esperienza maturata e a strumenti normativi più incisivi.

Il 31 ottobre 2007, Consob e Banca d'Italia hanno esercitato la potestà regolamentare congiunta in materia di assetti organizzativi e procedurali degli intermediari e hanno stipulato un protocollo d'intesa per il coordinamento delle funzioni di vigilanza.

Una comunicazione congiunta e un protocollo d'intesa sono in fase di adozione da parte di Consob e Isvap, per coordinare la disciplina e la vigilanza in tema di trasparenza dei contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario.

È in corso di sottoscrizione un accordo tra Autorità per l'Energia Elettrica ed il Gas e Consob in materia di regolamentazione e vigilanza sui mercati di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica.

Nel marzo 2008, Ministero dell'Economia, Banca d'Italia, Consob e Isvap hanno costituito il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria con l'obiettivo di prevenire e gestire le crisi finanziarie con potenziali effetti di natura sistemica.

Le incertezze legate alle turbolenze dei mercati finanziari si sono riflesse sull'andamento dei prezzi azionari. I principali indici internazionali, che avevano chiuso il 2007 con un saldo positivo, sebbene notevolmente inferiore a quello degli anni precedenti, mostrano un andamento fortemente negativo nel primo semestre del 2008<sup>(3)</sup>.

Il mercato italiano già nel 2007 aveva registrato un consistente calo delle quotazioni, proseguito, in linea con la tendenza europea, nel primo semestre del 2008<sup>(4)</sup>. Ne stanno derivando conseguenze negative sulla capacità di attrazione di nuovi emittenti. Il numero di ammissioni a quotazione a seguito di offerte pubbliche iniziali nel primo semestre 2008 è più che dimezzato rispetto allo stesso periodo dei due anni precedenti<sup>(5)</sup>.

Le prospettive di sviluppo della piazza finanziaria italiana sono legate all'evoluzione dell'integrazione fra Borsa Italiana e *London Stock Exchange*, perfezionata nell'ottobre 2007 con l'acquisizione da parte della *holding* inglese, quotata sul mercato di Londra, della proprietà di Borsa Italiana S.p.A. L'operazione si inserisce in un contesto di accresciuta concorrenza tra mercati, anche non regolamentati, nel quale esigenze di diversificazione dei servizi offerti e di aumento dei volumi di attività inducono le società di gestione alla ricerca attiva di alleanze e aggregazioni.

Per favorire la consultazione preventiva e la concertazione nel caso di decisioni rilevanti che riguardino i due mercati, la Consob e la *Financial Services Authority* (FSA) hanno sottoscritto il 13 dicembre 2007 un Memorandum d'intesa.

È in corso una revisione della struttura organizzativa del gruppo cui fa capo il mercato italiano, con l'obiettivo di rendere uniformi ed efficienti i processi decisionali e gestionali. L'evoluzione fa temere la possibilità di un progressivo spostamento dell'asse decisionale sulla piazza londinese.

Le banche italiane già azioniste di Borsa Italiana avevano acquisito inizialmente una partecipazione complessiva pari al 28% del capitale della *holding*. Oggi, tale partecipazione è scesa a circa il 19%. In futuro, la presenza di soggetti italiani potrebbe ulteriormente ridursi.

A un anno dall'integrazione, appare prevalere un senso di incertezza e apprensione in merito ai vantaggi concreti per la piazza finanziaria italiana. È compito e dovere della Consob accertare che i cambiamenti non abbiano ricadute negative sulla qualità e sulla competitività del nostro mercato.

Occorre assicurare che la definizione degli obiettivi strategici e della struttura organizzativa della società di gestione del mercato italiano siano compatibili con il necessario e corretto svolgimento delle funzioni istituzionali che le sono assegnate nel nostro ordinamento. In questo scenario, si potrebbe anche riconsiderare la ripartizione delle competenze tra Autorità di vigilanza e società di gestione, che vede oggi la Consob intervenire nell'approvazione del prospetto ma non, come avviene ad esempio nel Regno Unito, nella decisione di ammissione a quotazione.

La prevista adozione dell'infrastruttura di negoziazione inglese quale piattaforma comune ai due mercati comporta cambiamenti rilevanti nella microstruttura del mercato. È importante garantire un graduale adattamento degli operatori, minimizzando il rischio che nella transizione si verifichino eventi in grado di compromettere l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Secondo l'impegno assunto dalla *holding* inglese nel documento di offerta, l'integrazione non dovrebbe comportare, a pari qualità dei servizi offerti, un aumento delle tariffe. La Consob considera il mantenimento di questo impegno un elemento importante, funzionale ad assicurare la competitività dell'industria finanziaria italiana, che costituisce uno degli obiettivi della vigilanza sui mercati.

L'integrazione tra i due mercati avrà riflessi anche sulle scelte di quotazione delle società italiane. Affinché questi siano positivi, occorre che il processo di integrazione tenga conto, nel definire regole e procedure, delle peculiarità del sistema italiano.

Per incentivare la quotazione può essere importante l'ampliamento degli strumenti che favoriscono l'apertura delle società italiane al mercato del capitale di rischio. Con questo obiettivo è nato un anno fa il Mercato Alternativo del Capitale<sup>(6)</sup>. Nella stessa direzione si profila l'iniziativa annunciata da Borsa Italiana di realizzare un sistema multilaterale di negoziazione sul modello dell'*Alternative Investment Market* (AIM)

inglese<sup>(7)</sup>, che ha dimostrato una notevole capacità di attrarre le imprese di piccole dimensioni. Un contributo può venire anche da un maggior ricorso alla libertà statutaria per articolare gli strumenti di partecipazione al capitale, sfruttando i margini offerti dal quadro normativo, che potrebbero essere ulteriormente estesi dal Legislatore almeno per le società in via di quotazione.

## ***2. La tutela delle minoranze azionarie e la regolamentazione dei conflitti di interessi***

Il sistema normativo italiano prevede nuovi strumenti di partecipazione delle minoranze azionarie al governo societario.

È stato introdotto l'obbligo del voto di lista anche per l'elezione degli organi di amministrazione ed è stato stabilito che il presidente dell'organo di controllo sia nominato tra i sindaci eletti dalle minoranze.

Si tratta di regole innovative, anche nel confronto internazionale. La Consob è chiamata a svolgere un ruolo importante nel definire disposizioni attuative e nel vigilare sul loro rispetto sostanziale, con l'obiettivo di favorire assetti più aperti alla dialettica tra azionisti.

La rappresentanza degli azionisti di minoranza assume un significato particolare per le società quotate italiane, considerate le caratteristiche strutturali ed evolutive dei loro assetti proprietari.

Se da un lato permane il ruolo determinante degli azionisti di controllo e delle coalizioni di azionisti rilevanti<sup>(8)</sup>, dall'altro sta crescendo la presenza di investitori istituzionali, soprattutto internazionali, interessati a svolgere funzioni di stimolo e monitoraggio<sup>(9)</sup>.

La stagione assembleare appena conclusa ha rappresentato un primo test per il nuovo sistema di elezione degli organi di amministrazione e controllo.

Emergono segnali positivi rispetto alle scelte di fondo del Legislatore e alle norme attuative della Consob, in particolare sulle soglie di presentazione delle liste e sulle disposizioni di trasparenza volte ad assicurare l'effettiva indipendenza delle liste di minoranza.

Gli investitori istituzionali, soprattutto internazionali, hanno visto nella partecipazione alla nomina degli organi sociali uno strumento efficace per realizzare forme di attivismo societario trasparenti e non necessariamente conflittuali nei confronti degli assetti di controllo esistenti. In altri Paesi europei, gli investitori istituzionali più aggressivi e i fondi sovrani incontrano posizioni di maggior chiusura rispetto alla loro partecipazione al governo societario.

Talune recenti assemblee di società quotate hanno però evidenziato difficoltà nell'assicurare piena trasparenza sui collegamenti tra liste presentate come provenienti dalle minoranze e azionisti di controllo. Sono stati necessari interventi della Consob per integrare le informazioni fornite e per responsabilizzare gli organi sociali a un'applicazione della disciplina coerente con la finalità di tutela delle minoranze. Alla luce di questa esperienza, che mostra il permanere di una certa resistenza al cambiamento, la Consob ha sottoposto alla consultazione del mercato una comunicazione volta a orientare i comportamenti verso una maggiore aderenza allo spirito della legge.

Sulla stessa linea si pone la proposta di regolamentazione delle operazioni con parti correlate che la Consob ha sottoposto a pubblica consultazione nello scorso aprile.

La proposta delinea una riforma ad ampio spettro. Vengono ipotizzate norme procedurali e norme di trasparenza, tra le quali l'immediata comunicazione al pubblico di informazioni sulle operazioni più significative.

È intendimento della Consob che dalla nuova disciplina esca rafforzata la funzione degli amministratori indipendenti, cui risulterebbero affidati compiti determinanti nell'intero processo che porta alla realizzazione di operazioni rilevanti con parti correlate.

Il ruolo degli amministratori indipendenti per la tutela della generalità degli azionisti rappresenta una sfida aperta in tutti gli ordinamenti. Valorizzare la loro funzione nelle operazioni in conflitto di interessi è obiettivo in linea con l'evoluzione dei principi internazionali di *corporate governance*. Convergono in questa direzione le esperienze di altri Paesi, come gli Stati Uniti, la Raccomandazione europea<sup>(10)</sup> del 2005 sul ruolo degli amministratori non esecutivi, le scelte del Legislatore italiano e lo stesso codice di autodisciplina delle società quotate, cui non sempre è stata data un'applicazione sostanziale.

È opinione della Consob che il tempestivo coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate di maggior rilievo non comporti l'assunzione di un ruolo esecutivo tale da comprometterne l'indipendenza; al contrario, esso consente di ridurre le asimmetrie informative strutturalmente presenti negli organi di amministrazione e particolarmente estese nelle operazioni con parti correlate, favorendo scelte consapevoli e orientate all'esclusivo perseguimento dell'interesse sociale.

È evidente che per svolgere tali funzioni sono necessarie specifiche competenze e professionalità; requisiti che gli amministratori indipendenti devono possedere per assicurare l'autonomia di giudizio che deve effettivamente qualificare il loro ruolo.

La disciplina proposta tiene anche conto delle diverse caratteristiche strutturali di determinate categorie di società quotate.

Sono state individuate procedure più snelle per le società di piccole dimensioni, per le società neo-quotate e per le società con azioni diffuse. È stata prevista una soglia di significatività più bassa per identificare le operazioni rilevanti nelle società dove maggiori sono i rischi di estrazione di benefici privati, a causa di una separazione tra proprietà e controllo strutturalmente più elevata<sup>(11)</sup>.

Si tratta di un disegno complesso che postula un ampio e franco confronto con tutte le componenti del mercato. La Commissione adotterà le decisioni di competenza solo dopo l'esame completo e approfondito di tutte le osservazioni, i rilievi e i contributi forniti, con particolare attenzione all'equilibrio tra costi e benefici e ai tempi necessari per l'adeguamento dell'organizzazione e della composizione degli organi di amministrazione e controllo.

Nell'attuale fase di mercato, gli andamenti negativi possono indurre gli azionisti di controllo a lanciare offerte volte a cancellare i titoli dalla quotazione. Diventa urgente garantire agli azionisti di minoranza la possibilità di effettuare scelte consapevoli in merito all'adesione all'offerta.

La Consob ha in fase di avanzata elaborazione, nell'ambito delle norme attuative della direttiva sulle OPA, misure a tutela degli azionisti di minoranza in tali operazioni.

La previsione di una riapertura dei termini dell'offerta, ad esempio, potrebbe attenuare la pressione a vendere che gli azionisti di minoranza subiscono quando si prefigura il venir meno della quotazione del titolo o la riduzione della sua liquidità. L'informazione sul grado di adesione nella prima fase dell'offerta può essere un elemento determinante per una decisione più consapevole.

Gli amministratori indipendenti potrebbero essere maggiormente responsabilizzati nell'elaborazione delle valutazioni del consiglio di amministrazione della società-bersaglio sul merito dell'offerta. Il comunicato della società al mercato dovrebbe riportare separatamente i loro giudizi.

Va in questa direzione anche la scelta, compiuta dal Legislatore in sede di recepimento della direttiva sulle OPA, di non applicare alle offerte promosse dall'azionista di controllo il divieto di adottare misure che ostacolano il successo dell'offerta. In questi casi, come dimostra l'esperienza di altri paesi, i doveri fiduciari degli amministratori potrebbero giustificare l'adozione di misure difensive qualora l'offerta non fosse ritenuta nell'interesse di tutti gli azionisti.

Sui sistemi di governo societario incide anche la disciplina dei limiti al cumulo degli incarichi dei componenti gli organi di controllo introdotta dalla riforma del risparmio.

Nell'attuazione della delega regolamentare, la Commissione – considerati gli impatti sull'organizzazione societaria e sulle attività di alcune categorie professionali – ha tenuto in particolare considerazione le osservazioni del mercato, comunque rappresentate, sia in sede di consultazione sia in fase di avvio.

È stata accolta la richiesta di modificare il sistema di calcolo dei pesi da attribuire agli incarichi svolti nelle società dello stesso gruppo, assimilando gli incarichi di amministrazione a quelli di controllo. L'entrata in vigore della disciplina è stata prorogata per favorire il graduale adattamento del mercato.

Eventuali ulteriori perfezionamenti, che potranno essere valutati solo dopo un congruo periodo di tempo e un accurato esame della prassi operativa, non potranno affievolire l'efficace applicazione della volontà del Legislatore né penalizzare chi, nel rispetto delle previsioni regolamentari, si sia già adeguato ai limiti attualmente previsti.

### ***3. Gli intermediari e il risparmio gestito nel nuovo quadro definito dalla MiFID***

Il quadro normativo in cui operano oggi gli intermediari è il frutto di un impegnativo percorso di modernizzazione che sta richiedendo notevoli sforzi e investimenti di risorse.

La legge sul risparmio, anticipando orientamenti allo studio anche in ambito comunitario, ha esteso la disciplina dei servizi di investimento alla distribuzione dei prodotti bancari e assicurativi a contenuto finanziario. Le regole di comportamento introdotte con l'attuazione della direttiva MiFID hanno guidato l'aggiornamento e la riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio.

Lo scenario competitivo ha raggiunto un adeguato grado di uniformità e coerenza sul piano delle regole. Ulteriori iniziative sono opportune per garantire una condizione di uguaglianza sostanziale di comportamento nella distribuzione delle diverse tipologie di prodotti.

Per dare maggiore certezza agli intermediari, la Consob ha elaborato orientamenti interpretativi e si è resa disponibile a riconoscere linee-guida elaborate dalle Associazioni di categoria. Si tratta di una nuova modalità di relazione con gli operatori volta a garantire flessibilità applicativa.

In tale quadro si inserisce il documento di consultazione sulla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi, che richiama gli intermediari a una particolare diligenza nel proporre investimenti in prodotti per i quali non sono disponibili mercati di scambio caratterizzati da adeguati livelli di liquidità e di trasparenza. In tali casi divengono ancor più importanti le valutazioni di appropriatezza e adeguatezza e la completa informazione al cliente.

Anche il collocamento presso il pubblico di prodotti emessi dalle banche, quali obbligazioni subordinate e prodotti ibridi, idonei tra l'altro al rafforzamento del patrimonio



di vigilanza, acuisce l'esigenza di tutelare l'interesse del cliente. Nel recente passato questi prodotti erano esclusivamente destinati alla clientela istituzionale.

I nuovi modelli di rapporto con la clientela, indotti dal recepimento della MiFID, dovrebbero attenuare il fenomeno, particolarmente rilevante nel mercato italiano, del deflusso di risorse dal risparmio gestito a favore di prodotti complessi.

L'analisi comparata delle principali economie europee mostra che in Italia il settore del risparmio gestito ha ancora un significativo potenziale per soddisfare la domanda dei risparmiatori, soprattutto in una prospettiva di incentivazione di forme di investimento di medio-lungo periodo anche con finalità previdenziali.

La concentrazione degli assetti proprietari delle società di gestione del risparmio in capo a gruppi bancari rimane tuttora un elemento di debolezza strutturale, sebbene siano in corso le prime operazioni di de-consolidamento. Il collocamento dei fondi comuni aperti italiani è effettuato per circa il 90% da reti bancarie appartenenti al gruppo.

Le strategie di gruppo hanno in molti casi privilegiato la distribuzione di prodotti diversi dai fondi, come obbligazioni bancarie e prodotti assicurativi. La politica di remunerazione delle reti di vendita ha spesso generato forti incentivi alla distribuzione di prodotti strutturati. Si sottraggono a questa logica le reti distributive indipendenti.

Nel collocamento delle quote di fondi, gli accordi di retrocessione delle commissioni hanno drenato a favore delle reti di vendita la maggior parte delle commissioni pagate dai clienti, limitando l'afflusso di risorse alle società di gestione. La carenza di mezzi finanziari, unita alla scarsa autonomia rispetto alle strategie del gruppo di appartenenza, ha limitato lo sviluppo qualitativo delle strutture di gestione.

Il ricorso a canali distributivi di gruppo non sembra destinato a mutare nell'immediato. La Consob ha avviato un'iniziativa per introdurre, attraverso la dematerializzazione, condizioni di piena e pronta trasferibilità delle quote di fondi. Tale iniziativa dovrebbe favorire l'operatività su piattaforme telematiche di canali alternativi di distribuzione, in un'ottica di "architettura aperta". La maggiore concorrenza nella distribuzione dovrebbe aumentare la qualità dei servizi offerti agli investitori, contribuendo a una migliore selezione degli operatori. Verranno in maggiore evidenza le differenze tra gestioni attive, a più alto valore aggiunto, e gestioni che replicano la composizione di portafogli-obiettivo.

È necessario che l'industria italiana del risparmio gestito investa in tecnologia, ma soprattutto in risorse umane dotate di competenza e professionalità.

Lo sviluppo del settore è un obiettivo dell'intero sistema economico italiano cui sono chiamati a contribuire anche i regolatori, definendo un contesto normativo e di vigilanza proporzionato e attento ai costi.

Non può escludersi che l'evoluzione delle caratteristiche del settore del risparmio gestito induca in futuro a una riflessione, da parte delle Autorità e del Legislatore, volta alla semplificazione dell'assetto normativo, anche in vista delle iniziative annunciate a livello europeo.

#### ***4. La strategia regolamentare e di vigilanza della Consob***

Il 2007 è stato l'anno del consolidamento della disciplina europea dei mercati finanziari.

L'Italia ha sostanzialmente completato l'adeguamento al nuovo quadro normativo con il recepimento delle direttive sui mercati di strumenti finanziari, sulle OPA, sugli obblighi informativi degli emittenti e sul prospetto<sup>(12)</sup>. Si auspica che quanto prima possa essere recepita la direttiva sulla revisione contabile<sup>(13)</sup>.

Nuovi interventi regolamentari a livello europeo si profilano nel settore delle agenzie di *rating* e dei fondi comuni di investimento. È stata avviata una riflessione sul tema della trasparenza dei mercati non azionari, sulla quale, fino ad oggi, non erano stati ritenuti necessari interventi normativi.

In sede extraeuropea la IOSCO, con l'approvazione del rapporto della *Task Force* sulla crisi dei *subprime*, ha definito un piano di lavoro per valutare possibili interventi in materia di trasparenza degli emittenti, di gestione dei rischi da parte degli intermediari e di valutazione dei prodotti di finanza strutturata. Eventuali principi elaborati dalla IOSCO entreranno a far parte degli *standard* adottati dalle istituzioni finanziarie internazionali (Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale) nelle valutazioni periodiche dell'adeguatezza dei sistemi finanziari dei Paesi membri.

La Consob partecipa attivamente alle attività degli organismi di coordinamento delle Autorità di vigilanza, assumendo funzioni di responsabilità: recentemente è stata rieletta nel Comitato Esecutivo della IOSCO, dove siede ininterrottamente dal 1986; un dipendente della Consob ricopre per la prima volta, dal 1° gennaio di quest'anno, la carica di segretario generale del CESR.

L'armonizzazione internazionale ed europea dei sistemi legislativi non annulla di per sé gli spazi per la competizione fra ordinamenti e Autorità di vigilanza nazionali, né assicura la piena eliminazione di opportunità di arbitraggi regolamentari per imprese ed emittenti.

All'armonizzazione normativa non ha ancora fatto seguito una piena armonizzazione della vigilanza e dei regimi sanzionatori<sup>(14)</sup>.

La Consob, così come il Governo italiano nelle sedi istituzionali deputate, si è fatta portatrice di istanze di crescita del ruolo istituzionale dei Comitati europei di coordinamento tra le Autorità del mercato finanziario<sup>(15)</sup>. Le proposte di introdurre il

principio del voto a maggioranza qualificata e di attribuire natura vincolante agli *standard* emanati incontrano tuttavia l'orientamento non favorevole di alcuni Paesi.

Andrà affrontato anche il problema di assicurare una migliore allocazione delle funzioni tra i diversi organismi comunitari, che tenga conto della crescente integrazione tra i vari comparti dei mercati finanziari e dell'esigenza di rafforzare il ruolo delle Autorità di vigilanza anche nella definizione del quadro normativo.

In un contesto europeo caratterizzato dal persistere di disomogeneità, l'approccio della Consob all'attività regolamentare e di *enforcement* tiene conto dell'opportunità di non incidere negativamente sulla posizione competitiva del sistema finanziario italiano, assicurando al contempo una adeguata protezione degli investitori.

Si pone l'esigenza di razionalizzare il quadro normativo nazionale, profondamente ridisegnato a seguito del recepimento delle direttive e dell'attuazione della riforma del risparmio.

L'onere complessivo della regolamentazione, sotto il profilo dei costi e delle possibili incoerenze sistematiche, deve risultare proporzionato ai benefici attesi e alle esigenze di sviluppo dei mercati. Appare necessario adottare con rigore, in tutte le sedi di produzione di norme, i principi della *better regulation*, sottoponendo le ipotesi di nuove regolamentazioni e il quadro complessivo delle regole esistenti a valutazioni d'impatto.

Dal canto suo, la Consob intende procedere a un'operazione di sistematizzazione e semplificazione dei propri regolamenti secondo le seguenti linee-guida:

- riduzione degli oneri complessivi di adempimento per i soggetti vigilati, con specifica attenzione alle aree già ampiamente armonizzate a livello europeo;
- differenziazione delle regole in funzione di parametri dimensionali e di rischio dei soggetti vigilati;
- riduzione del livello di dettaglio delle prescrizioni e sviluppo di linee-guida operative attraverso il confronto con gli operatori;
- attenzione ai potenziali effetti della regolamentazione sul grado di concorrenza e sulla competitività generale della piazza finanziaria italiana.

Nella definizione dei modelli di vigilanza, la Consob è impegnata in un'evoluzione che privilegi l'analisi dei fattori di rischio sistemici e specifici, sulla cui base definire una scala di priorità.

Recenti innovazioni normative prevedono il potenziamento di attività di controllo sistematico su determinate aree, quali l'informazione societaria e l'attività delle società di revisione. Anche l'emergere di fenomeni generali, potenzialmente critici per la tutela degli investitori, quale la diffusione di strumenti finanziari complessi, richiede un monitoraggio continuo e ad ampio spettro.

L'obiettivo è giungere alla formulazione di un piano strategico che individui, anche attraverso il confronto con operatori e investitori, gli strumenti di natura regolamentare, di vigilanza e organizzativi per fronteggiare i rischi di mercato e regolamentari.

Alla maggiore attenzione per l'analisi preventiva dei fattori di rischio si accompagna l'impegno nella vigilanza quotidiana sul mercato, complesso e articolato anche nell'ultimo anno.

La Consob ha affrontato nuove aree di vigilanza, tra le quali si segnalano per importanza la trasparenza dell'offerta dei prodotti finanziario-assicurativi (che ha riguardato quasi 1.200 prospetti negli ultimi 12 mesi), il governo societario nel modello dualistico e i controlli di qualità sulle società di revisione.

Un'area di particolare delicatezza riguarda la vigilanza sulla trasparenza informativa e sull'integrità dei mercati in presenza di vicende societarie complesse e caratterizzate da elementi di incertezza.

L'azione di vigilanza è stata volta a prevenire quanto più possibile, e comunque a rimuovere con tempestività, eventuali asimmetrie informative, attraverso una costante azione di verifica delle potenziali anomalie e l'immediata adozione di iniziative atte a ripristinare la regolarità del mercato.

Vicende di particolare rilevanza hanno riguardato alcuni dei principali gruppi italiani, quali Enel e Telecom, interessati, il primo da operazioni di acquisizione a livello internazionale, il secondo da progetti di riorganizzazione industriale e da cambiamenti negli assetti di controllo. In entrambi i casi la Consob ha effettuato diverse richieste di integrazione delle informazioni diffuse al pubblico, anche in stretto collegamento con altre Autorità europee.

Profili significativi per l'informazione al mercato e per la tutela degli azionisti di minoranza si sono presentati in alcune operazioni di offerta pubblica d'acquisto volontaria su titoli quotati da parte del soggetto controllante.

In questi casi, la Commissione ha richiesto alla società quotata oggetto dell'offerta di fornire maggiori dettagli sul ruolo svolto dagli amministratori indipendenti nella valutazione dell'operazione, sul rispetto delle norme di *corporate governance* e sull'intervento di esperti indipendenti.

Aspetti in parte simili sono emersi anche nel caso di offerte pubbliche di acquisto promosse su quote di fondi comuni di investimento di tipo chiuso. La Consob ha seguito con particolare attenzione queste offerte, al fine di individuare eventuali violazioni delle regole di trasparenza e correttezza dell'informativa fornita al mercato e delle regole di diligente e corretto comportamento da parte dei soggetti gestori.

Una vicenda di ben noto rilievo, che si è protratta per tutto il 2007 e che non ha ancora trovato esito, riguarda la privatizzazione di Alitalia. La complessa situazione societaria, le peculiarità delle procedure di dismissione della partecipazione pubblica e il ruolo svolto dalla compagnia nell'assicurare il servizio pubblico di trasporto aereo nei collegamenti nazionali hanno determinato condizioni particolarissime che hanno portato il Governo ad adottare provvedimenti straordinari e certamente unici rispetto alla situazione di una società quotata in un mercato regolamentato.

La società, fin dal luglio 2004, è stata assoggettata a obblighi d'informazione mensile del mercato sulla propria situazione finanziaria, essendosi verificate condizioni di rischio per la continuità aziendale.

Nel corso dell'intera procedura di dismissione, la Consob è intervenuta con continuità, anche nei confronti dell'azionista di controllo, per assicurare la diffusione di informazioni utili per il mercato, procedendo a convocare gli esponenti aziendali e a richiedere comunicati e integrazioni sulle informazioni diffuse. È stato inoltre richiesto, in via generale, agli organi di Governo di rendere noti, e aggiornare tempestivamente, tempi e modalità della procedura, sottolineando ripetutamente l'opportunità che venissero diffuse al pubblico le sole posizioni ufficiali.

La complessità della vicenda, nella quale si sono presentate numerose fasi di notevole incertezza informativa, ha richiesto alla Consob una costante attività di vigilanza sull'integrità e sul regolare funzionamento del mercato. Le attività di accertamento sono tuttora in corso.

Da ultimo, nell'attuale fase successiva al decreto-legge<sup>(16)</sup> che ha disposto tra l'altro la misura eccezionale della sospensione dagli obblighi informativi in merito alle attività finalizzate alla preparazione dell'offerta per l'acquisizione del controllo di Alitalia, la Consob ha condiviso la decisione della Borsa Italiana di sospendere le quotazioni del titolo. Infatti, non potendo garantire al mercato la piena conoscenza dell'evolversi degli eventi societari, si è valutato che non sussistessero le condizioni per la regolarità delle negoziazioni. Il venire meno degli obblighi informativi, comunque, non determina il venire meno dei divieti, previsti dal Testo Unico della Finanza (TUF), in materia di *insider trading* e manipolazione; divieti sul cui rispetto la Consob continua a svolgere attività di vigilanza.

Una vicenda di particolare gravità è emersa verso la fine del primo semestre del 2007, quando, anche a seguito di specifiche richieste della Consob, Banca Italease ha comunicato al mercato l'esistenza di rilevanti rischi di controparte riferibili a contratti su strumenti derivati non quotati stipulati con la clientela. La Consob ha svolto accertamenti, anche tramite audizioni, nei confronti degli amministratori e del collegio sindacale della banca, nonché della società di revisione, e ha effettuato segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in merito a fatti ritenuti di possibile rilevanza penale. Il comportamento della

banca nella prestazione di servizi di investimento è stato ed è oggetto di iniziative di vigilanza.

I numerosi interventi legislativi degli ultimi anni hanno profondamente mutato il sistema sanzionatorio sia sotto il profilo del diritto sostanziale sia sotto il profilo procedurale, aumentandone la capacità dissuasiva.

Per la repressione degli abusi di mercato, in particolare, è stato definito un sistema composito: a sanzioni amministrative pecuniarie di importo anche rilevante si accompagnano sanzioni accessorie interdittive e patrimoniali, oltre a sanzioni pecuniarie per responsabilità propria dell'ente a cui appartiene l'autore della violazione.

Per quanto riguarda il profilo procedurale, l'aspetto di maggior rilievo ha riguardato l'attribuzione diretta alla Consob del potere di applicare sanzioni, a conclusione di un iter procedimentale, improntato alla salvaguardia del principio di separatezza tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie.

Nel periodo compreso tra il 1° gennaio 2007 e il 30 giugno 2008, la Commissione ha concluso 283 procedimenti sanzionatori. L'ammontare delle sanzioni pecuniarie applicate è stato di 46 milioni di euro; inoltre, sono stati sequestrati e successivamente confiscati beni per un controvalore complessivo di 42 milioni di euro, a seguito di accertate fattispecie di *insider trading*. Nei confronti di 16 persone fisiche, responsabili di abusi di mercato, sono state applicate sanzioni interdittive accessorie per complessivi 129 mesi.

All'esito di una lunga attività di indagine, anche ispettiva, sulla distribuzione di prodotti derivati non quotati, sono stati adottati provvedimenti sanzionatori nei confronti di intermediari bancari. Sono state rilevate carenze procedurali nei criteri di selezione della clientela e delle operazioni proposte, nei processi di determinazione del prezzo e di strutturazione di nuovi prodotti derivati.

Alla luce dell'esperienza maturata, potrebbe essere opportuna una riconsiderazione d'ordine sistematico del vigente regime sanzionatorio amministrativo, al fine di verificarne la complessiva coerenza, funzionalità e adeguatezza.

La riduzione degli importi delle sanzioni minime per alcune tipologie di violazioni e l'introduzione di forme alternative alla sanzione pecuniaria, quali i richiami scritti, potrebbero consentire sanzioni più proporzionate alla gravità oggettiva e soggettiva delle singole violazioni.

Problemi applicativi sono posti anche dalla norma che stabilisce che la sanzione accessoria obbligatoria della confisca ha per oggetto il prodotto o il profitto dell'illecito e i beni utilizzati per commetterlo, individuati anche per equivalente<sup>(17)</sup>. Tale formulazione reca in sé una sorta di automatismo che, in sede di quantificazione dei beni oggetto di confisca, può tradursi nell'adozione di un provvedimento ablatorio di entità sproporzionata

rispetto alla gravità dei fatti rilevati e alla sanzione pecuniaria applicata. È auspicabile una revisione di tale disposizione.

Lo svolgimento dell'attività di vigilanza della Consob comporta frequenti e intensi rapporti di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, con la quale si condividono impegno e spazi sempre più ampi di informazione.

L'evoluzione legislativa ha rafforzato l'intensità ed esteso l'ambito di applicazione della collaborazione tra Consob e Autorità Giudiziaria, in particolare nella vigilanza sugli abusi di mercato. Significativamente ampliati sono i poteri attivabili dalla Commissione nel corso delle indagini preliminari.

Il ruolo dell'Autorità amministrativa si è affiancato a quello dell'Autorità Giudiziaria, non solo per la repressione delle fattispecie penali, ma anche per l'accertamento delle violazioni di natura amministrativa, ora autonomamente sanzionabili dalla Consob. Nell'ambito di tale attività di collaborazione sono state svolte indagini, relative a diversi casi, che hanno impegnato gli uffici della Commissione in un'intensa attività di cooperazione e di scambio di informazioni e documenti con le Procure competenti.

Negli ultimi 18 mesi, la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria oltre 130 segnalazioni per ipotesi di violazioni penalmente sanzionate; 14 hanno riguardato ipotesi di abusi di mercato. In 19 nuovi procedimenti penali, la Consob si è costituita parte civile al fine di perseguire la tutela dell'interesse all'efficiente funzionamento del mercato<sup>(18)</sup>.

Nello stesso periodo le decisioni in merito a pretese risarcitorie nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza sono state, con una sola eccezione, favorevoli all'Istituto<sup>(19)</sup>.

Nel corso del 2007 sono stati instaurati i primi giudizi di opposizione avverso delibere Consob irrogative di sanzioni amministrative per abusi di mercato. I 6 giudizi che si sono conclusi finora hanno confermato la sussistenza dell'illecito sanzionato dalla Consob e, in un caso recentissimo, anche la confisca del profitto e dei beni utilizzati per commettere l'illecito.

Tali decisioni hanno affrontato, tra l'altro, il tema del rapporto tra le sanzioni applicabili per illeciti di manipolazione del mercato, confermando il c.d. "doppio binario", ovvero sia la soggezione dell'autore di condotte manipolative a sanzioni sia amministrative che penali e la completa autonomia dei procedimenti che conducono alla loro applicazione.

Sono giunte a decisione anche 6 cause relative a impugnative di bilanci intentate dalla Consob<sup>(20)</sup>. Le decisioni, in 5 casi, hanno condiviso i rilievi della Consob. In un caso non sono state confermate le valutazioni di merito dell'Istituto.

L'insieme sempre più complesso e articolato delle attività che la Consob è chiamata a svolgere, anche in conseguenza dei nuovi compiti affidatili dal Legislatore e sollecitati dall'evoluzione del mercato, richiede risorse, poteri e capacità di intervento adeguati, sempre più specializzati.

Lo sviluppo della Consob ha beneficiato di recente di un aumento dell'organico di 100 unità, senza oneri a carico dello Stato, il cui contributo complessivo al finanziamento dell'Istituto rappresenta ormai poco più del 10% del suo fabbisogno.

La progressiva riduzione della contribuzione pubblica, ma soprattutto i principi di autonomia e di indipendenza che informano l'attività dell'Istituto, non giustificano l'assoggettamento della Consob, per asserite esigenze di finanza pubblica, a limiti e vincoli nelle capacità di auto-organizzazione e nelle politiche di assunzione del personale.

L'indipendenza dell'Autorità trova fondamento nella natura degli interessi primari affidati alla sua tutela ed è conforme ai principi che in ambito comunitario e internazionale definiscono i requisiti delle Autorità di vigilanza.

## 5. Conclusioni

Stiamo vivendo un periodo di grande incertezza per l'integrità e la stabilità del sistema finanziario e per le prospettive di crescita dell'economia reale. L'impatto sulla fiducia è esasperato dalla sempre più intensa interazione tra fenomeni finanziari e sviluppo economico. Si genera una diffusa domanda di tutela e di interventi per fronteggiare il rischio di un progressivo deterioramento delle condizioni generali dell'economia.

Le risposte ai problemi emersi devono tendere a salvaguardare la capacità del mercato finanziario di costituire uno strumento di sostegno e stimolo della crescita.

Non va disconosciuto né ostacolato il ruolo dinamico e propulsivo dell'innovazione finanziaria, che ha contribuito significativamente alle più recenti fasi di crescita. I prodotti divengono tuttavia sempre più complessi e richiedono un corrispondente adeguamento degli *standard* di trasparenza e di correttezza da parte di coloro che li creano e li distribuiscono.

Il primo strumento di difesa per assicurare l'integrità del sistema di intermediazione del risparmio è costituito dai meccanismi di reazione del mercato stesso. Vanno in questa direzione i processi di riorganizzazione e di ricapitalizzazione che stanno coinvolgendo i principali intermediari internazionali. Nelle attuali condizioni, anche le sanzioni reputazionali assumono maggiore incisività e possono indurre gli operatori ad adottare misure correttive.

Le Autorità, colpendo le violazioni la cui estensione e gravità rappresentano un rischio per il mercato e indirizzando i comportamenti degli operatori verso *standard* più



elevati di correttezza e trasparenza, contribuiscono al ripristino di condizioni di maggiore fiducia nelle capacità di recupero e sviluppo del sistema.

La tempestività e l'incisività dell'azione di vigilanza e sanzionatoria, oltre a svolgere una sempre più attiva funzione preventiva, rafforzano gli stessi meccanismi di selezione e autodisciplina del mercato. Gli interventi effettuati dalle Autorità nel corso della recente crisi per assicurare chiarezza sulle reali condizioni di esposizione al rischio degli operatori hanno svolto un ruolo importante nel sollecitare e orientare le iniziative correttive del mercato e le azioni di vigilanza. L'individuazione tempestiva di nuove aree di debolezza del sistema consente anche di valutare la possibilità di adeguamenti del quadro normativo e degli *standard* internazionali di trasparenza.

La Consob è consapevole della necessità di adottare linee di sviluppo del proprio intervento adeguate ai problemi, anche in parte nuovi, che coinvolgono la tutela della trasparenza e della correttezza.

Recenti iniziative mirano a rafforzare i meccanismi di governo societario degli emittenti quotati e a responsabilizzare gli intermediari nei rapporti con i risparmiatori. Si è inteso valorizzare il ruolo degli amministratori indipendenti a tutela dell'interesse sociale nelle operazioni a più alto rischio di conflitto di interessi. Si è manifestata la disponibilità della Consob a riconoscere il valore di linee-guida agli orientamenti applicativi delle Associazioni degli intermediari.

L'Istituto sta dedicando particolare attenzione anche al settore del risparmio gestito che riveste una funzione strategica per soddisfare la domanda di investimento professionale e per lo sviluppo della piazza finanziaria italiana.

Per far fronte alla prolungata difficoltà del settore, le Autorità di vigilanza, con il concorso degli operatori, stanno elaborando un rapporto, di cui è prossima la pubblicazione, contenente specifiche linee di intervento e ipotesi di riforma normativa. Gli interventi, mirati soprattutto all'apertura dei canali distributivi e al rafforzamento dell'indipendenza delle società di gestione, postulano anche un più deciso impegno degli operatori nell'effettuare investimenti e scelte strategiche adeguati.

Sul piano interno, la Consob ha in programma una verifica delle procedure e dell'organizzazione dell'Istituto per individuare interventi che riducano i tempi dei procedimenti e sviluppino le capacità di monitoraggio dei fenomeni di mercato.

Si stanno potenziando le procedure di consultazione, anche attraverso la realizzazione di approfondite analisi d'impatto di ipotesi regolamentari. L'attiva partecipazione a recenti iniziative di pubblico confronto su proposte dell'Istituto fa ritenere valida la strada intrapresa.

La tutela dei risparmiatori presuppone un innalzamento del livello – ancora insufficiente – della cultura finanziaria.

Iniziative mirate di educazione finanziaria sono diventate una priorità della Consob. Agli interventi dell'Istituto dovranno affiancarsi quelli di altri soggetti pubblici e privati, con il coinvolgimento dei cittadini sin dalla più giovane età.

Sono stati di recente introdotti nell'ordinamento nuovi strumenti di tutela diretta dei risparmiatori, affidati alla gestione della Consob. Si tratta del Fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori e della Camera di conciliazione e di arbitrato per la risoluzione di controversie insorte tra gli investitori e gli intermediari. È in fase avanzata la definizione della disciplina attuativa dei due istituti, ispirata all'esigenza di fornire ai risparmiatori meccanismi e procedure rapidi, economici e di agevole fruibilità.

L'introduzione nell'ordinamento italiano dell'azione collettiva risarcitoria, prevista dalla legge finanziaria per il 2008, è stata recentemente rinviata per meglio definirne le modalità applicative<sup>(21)</sup>. Tale rinvio non deve distogliere l'attenzione dalla funzione positiva che potrebbe svolgere l'azione collettiva, se ben disciplinata, per tutelare la posizione di debolezza del singolo consumatore.

*Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,*

sono passati oltre 30 anni dalla nascita della Consob nel giugno 1974. Chi vi parla ha avuto l'onore di partecipare al più recente processo di trasformazione di un'Autorità che si è radicalmente rinnovata, dopo anni di impegno per modernizzare il quadro istituzionale e per fornire al mercato un sistema di regole certe e chiare, che possano essere ampiamente condivise e da tutti rispettate.

La Consob può oggi operare con la consapevolezza di disporre di strumenti, risorse e riconoscimenti più adeguati per svolgere il ruolo affidatole dal Legislatore. L'apporto di competenze sempre più sofisticate e di forze giovani e motivate arricchisce le possibilità di esercitare funzioni la cui complessità pone ogni giorno nuove sfide.

Colgo l'occasione per ringraziare i colleghi della Commissione, il Direttore Generale, i dirigenti e i dipendenti tutti, costituiti in buona parte da giovani e per oltre la metà da donne, che lavorano con grande impegno e rinnovato senso di appartenenza; ringrazio anche le Organizzazioni Sindacali per il loro costante stimolo a sempre meglio operare.

La consolidata efficace collaborazione con la Banca d'Italia e con le altre Autorità, con tutte le Magistrature, con l'Avvocatura dello Stato e con la Guardia di Finanza, ai quali rinnovo vivi ringraziamenti, indica un'unità di intenti che è garanzia di un comune operare per fortificare la fiducia nel sistema e per far fronte alle crescenti esigenze di tutela dei risparmiatori.

Nel difficile momento che i mercati stanno attraversando, la Consob rinnova l'impegno ad agire con equilibrio e con finalità sempre più tese alla prevenzione, con piena consapevolezza delle proprie responsabilità, convinta che il sistema economico e finanziario italiano saprà trovare gli stimoli e l'energia per superare le attuali difficoltà e ritrovare una vocazione alla crescita, condizione indispensabile per lo sviluppo del mercato.

## NOTE DEL DISCORSO

<sup>(1)</sup> La legge n. 62 del 18 aprile 2005 (legge comunitaria 2004), con la quale è stata recepita la direttiva sugli abusi di mercato, prevedeva che le disposizioni dell'art. 114, comma 8, in materia di correttezza e trasparenza dei conflitti di interessi per i soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, si applicassero anche alle agenzie di *rating*.

<sup>(2)</sup> La legge n. 262 del 28 dicembre 2005 ha espressamente previsto l'esclusione delle agenzie di *rating* dall'applicazione delle norme di trasparenza e correttezza di cui all'art. 114, comma 8, come riformulato dalla stessa legge.

<sup>(3)</sup> L'indice *Standard & Poor's 500* rappresentativo delle principali azioni degli Stati Uniti ha subito un calo nel primo semestre 2008 del 13%. Nello stesso periodo, l'indice Dow Jones Euro Stoxx rappresentativo delle principali azioni europee ha avuto una flessione del 24%.

<sup>(4)</sup> L'indice *Standard & Poor's-Mib* ha chiuso il 2007 con una flessione del 7% e il primo semestre 2008 con un ulteriore calo del 24%.

<sup>(5)</sup> Nel primo semestre 2008, hanno avuto avvio le negoziazioni di 5 nuove società a fronte delle 15 quotate nel primo semestre 2007 e delle 10 nello stesso periodo del 2006.

<sup>(6)</sup> Il Mercato Alternativo del Capitale (MAC), istituito nel 2007 come sistema di scambi organizzati, dal 1° novembre 2007, con l'entrata in vigore della MiFID, ha assunto lo *status* di Sistema multilaterale di negoziazione. Il MAC è riservato a investitori professionali e si fonda su requisiti d'accesso semplificati.

<sup>(7)</sup> L'*Alternative Investment Market (AIM)*, strutturato come sistema multilaterale di negoziazione aperto agli investitori al dettaglio, è caratterizzato da regole semplificate rispetto ai mercati regolamentati, cui si affianca una rilevante responsabilità dell'intermediario che accompagna l'impresa sul mercato (*Nominated Advisor* o NOMAD).

<sup>(8)</sup> A fine 2007, 200 delle 297 società quotate, che rappresentavano poco più del 50% della capitalizzazione totale del mercato, erano controllate di diritto o di fatto da un singolo azionista. Per 43 altre società, il cui peso sulla capitalizzazione totale era pari a circa il 15%, era presente un patto di sindacato sulla società stessa o sulla sua controllante che, per le clausole contrattuali e per la quota complessivamente apportata al patto, appariva idoneo a consentire agli aderenti di esercitare una funzione determinante sul controllo della società. Se si escludono le 8 società cooperative, nelle restanti 46 società non controllate da un singolo azionista o da un patto di sindacato, la quota complessivamente detenuta dagli azionisti rilevanti era superiore al 50%, lasciando ipotizzare la presenza di fenomeni coalizionali di tipo informale.

<sup>(9)</sup> Alla fine del 2007, investitori istituzionali con quote superiori al 2% erano presenti nel 60% delle società quotate, con una preponderanza dei soggetti esteri. Quattro anni prima, il fenomeno interessava solo il 30% delle società quotate.

<sup>(10)</sup> Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza.

<sup>(11)</sup> La previsione di una disciplina più stringente, in termini di identificazione delle operazioni rilevanti con parti correlate, per le società che utilizzano determinati strumenti di separazione tra proprietà e controllo dà attuazione all'ipotesi, prospettata nel discorso al mercato dello scorso anno, di assoggettare a rafforzati obblighi di informazione le operazioni con parti correlate di società che presentano un più elevato rischio di conflitto di interessi.

<sup>(12)</sup> Direttiva MiFID n. 2004/39/CE recepita con D.Lgs. n. 164 del 17/9/2007; Direttiva OPA n. 2004/25/CE recepita con D.Lgs. n. 229 del 19/11/2007; Direttiva *Transparency* n. 2004/109/CE

recepita con D.Lgs. n. 195 del 6/11/2007; Direttiva Prospetto n. 2003/71/CE recepita con D.Lgs. n. 51 del 28/3/2007.

<sup>(13)</sup> Nuova VIII Direttiva n. 2006/43/CE.

<sup>(14)</sup> Gli *standard* regolamentari e di vigilanza promossi dal CESR non sono giuridicamente vincolanti per gli Stati membri. Indagini del CESR mettono in evidenza la persistente diversità nelle prassi di vigilanza, in particolare nell'attività di controllo sui prospetti informativi e nell'*enforcement* degli abusi di mercato. Per favorire una maggiore convergenza nel settore dei fondi comuni di investimento, il CESR ha costituito all'inizio del 2007 una specifica *Task Force* operativa, nell'ambito del Gruppo di esperti sul risparmio gestito presieduto dal Presidente della Consob.

<sup>(15)</sup> I comitati di coordinamento europeo sono costituiti oltre che dal CESR, dal *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS) e dal *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (CEIOPS).

<sup>(16)</sup> Decreto-legge 3 giugno 2008, n. 97.

<sup>(17)</sup> L'art. 187 *sexies* del TUF prevede che l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie in materia di abusi di mercato comporta sempre la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo.

<sup>(18)</sup> Tra le costituzioni di parte civile, degna di segnalazione è la vicenda "Antonveneta", concernente un procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche, oltre a 8 persone giuridiche responsabili *ex lege* 231/2001, imputate di diversi reati tra cui agiotaggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità di vigilanza. Il 23 maggio 2008, il Giudice per l'udienza preliminare ha pronunciato sentenza di patteggiamento nei confronti degli imputati che ne avevano formulato richiesta e ha emesso decreto di rinvio a giudizio nei confronti degli altri.

Di recente si è anche avviato il procedimento penale per reati di manipolazione del mercato in relazione alla nota vicenda dell'*equity swap* sulle azioni Fiat.

Negli ultimi 18 mesi sono stati definiti in primo grado 4 procedimenti e confermate in appello 3 sentenze per reati di abuso di mercato, nei quali la Consob si era costituita parte civile, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e con la condanna anche al risarcimento dei danni.

<sup>(19)</sup> In particolare, 53 sentenze hanno definito parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da investitori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina". Le decisioni hanno in massima parte dichiarato la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna di questi ultimi al risarcimento dei danni. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono state respinte perché non sono state ravvisate violazioni da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

Nei giorni scorsi il Tribunale civile di Roma ha condannato la Consob al risarcimento dei danni nei confronti di risparmiatori per asserita omessa vigilanza su una Sim e un agente di cambio in relazione a fatti risalenti al periodo 1994-1996. La Commissione, una volta acquisite le motivazioni della sentenza, valuterà l'esperibilità di iniziative di contrasto.

<sup>(20)</sup> Alcune decisioni in materia segnalano posizioni giurisprudenziali diverse sulla natura dell'interesse ad agire della Consob e sulla sua permanenza nel caso in cui, nel corso del giudizio, la società cessi di essere quotata. La Commissione è impegnata ad approfondire l'argomento, anche alla luce dell'applicabilità dei principi contabili internazionali e della possibilità di dichiarare l'illegittimità di situazioni contabili, indipendentemente dall'azione di impugnativa.

<sup>(21)</sup> Decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112.



***RELAZIONE AL MINISTRO  
DELL'ECONOMIA E  
DELLE FINANZE***

*La relazione che segue, riferita all'anno 2007, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che prevede la trasmissione al Ministro dell'Economia e delle Finanze, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dall'Istituto, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire.*





**A**

***LE QUESTIONI IN CORSO  
E LE LINEE DI INDIRIZZO***



## I – IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE

Il 2007 è l'anno del consolidamento del quadro legislativo europeo dei mercati finanziari, attraverso la quasi completa trasposizione delle direttive negli ordinamenti nazionali degli Stati membri, ma anche l'anno dell'instabilità dei mercati. La crisi di liquidità dei mercati – pur originata dai problemi del segmento del mercato nord-americano relativo ai mutui *subprime* – sta propagandosi in maniera preoccupante e in dimensioni non prevedibili sul sistema finanziario mondiale.

L'insieme di questi fenomeni pone una rinnovata enfasi sulla capacità di intervento e cooperazione delle Istituzioni a livello sopranazionale e, nell'ambito di ciascun Paese, tra le diverse Autorità di vigilanza.

Si è ormai aperta una nuova stagione nella collaborazione tra le Autorità nazionali che vigilano a vario titolo sui mercati finanziari; collaborazione che risulta rafforzata anche dalle disposizioni della legge sul risparmio (n. 262 del 28 dicembre 2005).

Tale legge infatti prevede che le Autorità, oltre a non potersi reciprocamente opporre il segreto d'ufficio, procedano a individuare forme di coordinamento anche attraverso la stipulazione di protocolli d'intesa e l'istituzione di comitati di coordinamento (artt. 20 e 21).

Il 31 ottobre 2007 Consob e Banca d'Italia hanno esercitato la prevista potestà regolamentare congiunta attribuita loro dal decreto di recepimento della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID<sup>(1)</sup>), relativamente agli assetti organizzativi e procedurali degli intermediari. Nel febbraio 2008 le due Autorità hanno altresì adottato un regolamento congiunto nel quale sono state aggiornate e coordinate – sulla base delle rispettive competenze – le numerose disposizioni attinenti alla gestione accentrata, alla garanzia e alla liquidazione di strumenti finanziari.

Sempre il 31 ottobre Consob e Banca d'Italia hanno anche stipulato un protocollo d'intesa per il coordinamento dell'esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari, anche con riferimento allo scambio di informazioni sulle irregolarità rilevate e i provvedimenti assunti.

Una comunicazione congiunta e un protocollo d'intesa per coordinare l'esercizio delle funzioni di vigilanza sono in fase di adozione da parte della Consob e dell'Isvap, al termine della consultazione del mercato avviata il 28 dicembre 2007, per coordinare la disciplina dettata dal Codice delle Assicurazioni e dai regolamenti Isvap e quella recata dal Tuf e dai regolamenti Consob in tema di trasparenza dei contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario offerti al pubblico dei risparmiatori.

Nel marzo 2008 è stato sottoscritto un protocollo d'intesa tra Ministero dell'Economia, Banca d'Italia, Consob e Isvap, finalizzato alla costituzione presso il

Ministero di un Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria. Il Comitato ha il compito di promuovere, attraverso la collaborazione e lo scambio di informazioni, la stabilità finanziaria e la prevenzione e la gestione delle crisi finanziarie con potenziali effetti di natura sistemica, incluse quelle con ripercussioni rilevanti in altri Paesi.

Alla fusione tra il *London Stock Exchange* (Lse) e la Borsa Italiana perfezionata nell'ottobre 2007 ha fatto seguito il 14 dicembre 2007 la sottoscrizione da parte della Consob e della *Financial Services Authority* (Fsa) del Regno Unito di un memorandum d'intesa per la cooperazione in materia di vigilanza.

L'instabilità dei mercati ha confermato l'importanza fondamentale dell'intermediazione dei flussi di risparmio operata sia dai grandi investitori istituzionali internazionali sia dai principali gruppi bancari.

Per le banche italiane si tratta di un periodo particolarmente delicato che richiede impegno e investimento di risorse per l'adeguamento al nuovo quadro normativo frutto del recepimento della direttiva MiFID, per l'assunzione di comportamenti nuovi nei rapporti con la clientela, per resistere a una concorrenza accresciuta, e per certi aspetti preoccupante, anche dalla fusione della Borsa Italiana con il *London Stock Exchange* nonché per risolvere la crisi del risparmio gestito a favore di prodotti non sempre idonei a costituire la migliore opportunità di investimento per i risparmiatori.

In questo contesto, la Consob ha operato su una molteplicità di fronti:

- ha partecipato alle sedi di cooperazione internazionale e nazionale, laddove si realizzano gli equilibri generali dell'ordinamento legislativo e delle iniziative di regolamentazione e vigilanza, tra le quali da ultimo si segnalano quelle in materia di agenzie di *rating*, che hanno ricevuto rinnovato impulso dalla crisi *subprime*;
- ha emanato un imponente corpo di norme regolamentari attuative sia delle direttive europee sia delle norme introdotte dalla legge sul risparmio;
- ha proseguito la vigilanza continua sulla trasparenza degli emittenti di fronte a vicende societarie di grande complessità, quali Alitalia, Telecom ed Enel e di fronte all'accresciuta instabilità e volatilità del mercato;
- ha vigilato sul coinvolgimento degli operatori e dei risparmiatori italiani nella crisi *subprime*, con esiti che indicano un impatto della crisi sul mercato italiano dai contorni meno gravi rispetto ad altri Paesi;
- ha confermato l'importanza delle riforme normative adottate, in particolare in materia di abusi di mercato e di potestà sanzionatoria, portando a conclusione 227 procedimenti sanzionatori nel 2007 (circa il doppio dell'anno precedente, con sanzioni pecuniarie quasi quintuplicate in un anno, da 8 a 43,7 milioni di euro); tra questi si segnalano importanti procedimenti sanzionatori relativi al fenomeno – che sta caratterizzando il

mercato italiano – del collocamento di rilevanti volumi di strumenti derivati presso soggetti non finanziari, rilevato dalla Consob con un'indagine mirata sin dal 2004;

- ha affrontato nuove aree di vigilanza, tra le quali si segnalano per la loro importanza, la trasparenza dell'offerta dei prodotti finanziario-assicurativi (che ha riguardato 444 prospetti nel secondo semestre 2007), il governo societario nel modello dualistico e i controlli di qualità sulle società di revisione.

L'attività della Consob è stata ed è complessa e articolata e richiede sforzi imponenti per fronteggiare aree di mercato diverse, in continua evoluzione e dai profili operativi di giorno in giorno più complessi.

Il rinnovato impulso alla cooperazione internazionale nonché con le altre Autorità nazionali e gli organi di Governo, unitamente all'accresciuto rigore e alla maggiore dissuasività di un riformato impianto normativo e a una Consob potenziata nei poteri e nelle risorse, hanno consentito di affrontare un nuovo anno difficile, dopo la stagione dei crack societari e delle scalate bancarie, perseguendo sempre e con determinazione l'obiettivo della miglior tutela dei risparmiatori e del mercato nel suo complesso.

## ***1. L'evoluzione del quadro normativo***

### ***1.1. Lo scenario europeo***

#### ***Il recepimento delle direttive del Piano d'azione europeo per i servizi finanziari***

Alla fine degli anni '90, l'Europa ha avviato un intenso processo di riflessione sugli assetti della disciplina sui mercati mobiliari, ormai inadeguata rispetto alle profonde trasformazioni indotte dall'introduzione dell'euro, dall'accelerazione dei programmi di privatizzazione e di correzione degli squilibri di finanza pubblica in diversi Stati membri e, in generale, dalla crescita della globalizzazione e integrazione dei mercati.

Il riassetto normativo descritto nel Piano d'Azione per i servizi finanziari pubblicato dalla Commissione Europea mirava alla rimozione delle barriere regolamentari allo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari all'ingrosso, alla creazione di mercati accessibili e sicuri per gli investitori al dettaglio e al rafforzamento delle norme di vigilanza prudenziale.

L'attività di produzione normativa che ne è seguita è ormai giunta a compimento. Gli Stati membri dell'Unione stanno recependo nei propri ordinamenti nazionali il nuovo complesso di norme delineato in ambito comunitario.

L'Italia nel 2007, con il recepimento delle direttive sui mercati di strumenti finanziari (cosiddetta direttiva MiFID - Direttiva 2004/39/CE.), sulle offerte pubbliche di acquisto (Direttiva 2004/25/CE), sugli obblighi informativi degli emittenti (cosiddetta direttiva *Transparency* - Direttiva 2004/109/CE) e sul prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica

o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (Direttiva 2003/71/CE) ha sostanzialmente completato l'adeguamento al Piano d'Azione per i servizi finanziari<sup>(2)</sup>. Tassello ancora mancante è il recepimento dell'VIII direttiva sulla revisione contabile (Direttiva 2006/43/CE), che dovrà avvenire entro giugno 2008, sulla base di principi già introdotti dalla legge sul risparmio.

La Consob ha emanato i regolamenti di attuazione della MiFID di propria pertinenza nonché il regolamento congiunto con la Banca d'Italia nel novembre 2007. A partire dal secondo semestre del 2008, quando l'Istituto avrà predisposto nei tempi previsti dal legislatore la disciplina attuativa delle direttive recepite nel corso del 2007, il complesso della disciplina sui valori mobiliari sarà allineato agli standard europei.

Con il recepimento delle direttive del Piano d'azione e l'attuazione della legge sul risparmio si è determinato un cambiamento del quadro normativo domestico che interessa praticamente tutti i segmenti della disciplina dei valori mobiliari.

L'armonizzazione europea dei sistemi legislativi nazionali non annulla di per sé gli spazi per la competizione fra ordinamenti e fra Autorità di vigilanza nazionali, né assicura la piena eliminazione di opportunità di arbitraggi regolamentari per imprese ed emittenti.

Alcune direttive comunitarie dettano infatti una disciplina di armonizzazione minima (in particolare la direttiva Opa, la direttiva *Transparency* e quella sugli abusi di mercato) e lasciano agli Stati membri ampi margini di discrezionalità in fase di recepimento. Inoltre, all'armonizzazione normativa non ha ancora fatto seguito una piena armonizzazione delle prassi e degli standard di vigilanza da parte delle Autorità dei singoli Stati membri, in grado di assicurare un'effettiva convergenza delle modalità di applicazione della disciplina comunitaria e dei regimi sanzionatori, aspetto quest'ultimo oggetto di particolare attenzione anche da parte dei comitati europei che riuniscono i ministri finanziari<sup>(3)</sup>. Anche le direttive di armonizzazione massima, che prevedono una regolamentazione comunitaria di elevato dettaglio (cosiddetta disciplina di livello 2), devono essere supportate da chiarimenti e orientamenti (cosiddetto livello 3) ad opera delle Autorità nazionali.

La convergenza degli standard regolamentari e delle prassi di vigilanza è promossa attraverso gli orientamenti e le linee di indirizzo dettate dal *Committee of European Securities Regulators - Cesr*, che tuttavia non sono giuridicamente vincolanti per gli Stati membri. Rimangono comunque spazi di autonomia per le singole Autorità nazionali nelle aree in cui il Cesr non emana principi di livello 3 o su temi per i quali persistono incertezze applicative e per i quali le posizioni del Cesr, spesso a causa della difficoltà di raggiungere un consenso unanime, non riescono a essere "categoriche".

Indagini del Cesr mettono in evidenza la persistenza di diversità nelle prassi di vigilanza, in particolare nell'attività di controllo sui prospetti informativi<sup>(4)</sup> e nell'*enforcement* degli abusi di mercato<sup>(5)</sup>. Analoghi problemi rilevati nel settore dei fondi comuni di investimento hanno indotto il Cesr a costituire all'inizio del 2007, nell'ambito

del Gruppo di esperti sul risparmio gestito, una *Task Force* Operativa con l'obiettivo di favorire il *mutual understanding* tra le autorità di vigilanza e lo sviluppo di prassi di vigilanza comuni. Il Cesr intende seguire un approccio analogo anche per alcuni aspetti della disciplina dettata dalla MiFID.

In un contesto europeo caratterizzato dal persistere di disomogeneità, l'approccio della Consob – come peraltro delle omologhe Autorità europee – all'attività regolamentare e di *enforcement* tiene conto dell'esigenza di non incidere negativamente sulla posizione competitiva del sistema finanziario italiano.

Questa attività richiede un intenso confronto con le Autorità degli altri Stati membri nelle sedi internazionali competenti. La Consob dovrà fare leva sulle proprie esperienze di vigilanza e sull'analisi dei problemi applicativi della disciplina comunitaria riscontrati in ambito domestico per orientare il dibattito e sollecitare l'adozione di soluzioni e standard che non creino condizioni di svantaggio per intermediari ed emittenti domestici.

### *La cooperazione internazionale e il ruolo dei Comitati di livello 3*

Consapevole dell'esigenza di accelerare la convergenza operativa dei sistemi nazionali, la Commissione Europea ha costituito nel 2007 l'*Interinstitutional Monitoring Group* per la revisione dell'efficacia del sistema Lamfalussy ad assicurare un grado adeguato di regolamentazione dei mercati europei e di collaborazione tra le autorità di vigilanza. L'*Interinstitutional Monitoring Group* ha rassegnato le proprie conclusioni e formulato proposte che sono state oggetto di dibattito sia nelle sedi istituzionali europee sia nei Comitati di livello 3.

L'argomento è stato affrontato anche dal Consiglio Ecofin, che riunisce i Ministri delle finanze dei paesi membri dell'Unione Europea, che ha formulato ufficialmente le proprie conclusioni il 7 dicembre 2007. Il Consiglio non ha ritenuto opportuno procedere a una revisione totale del sistema della vigilanza sui mercati finanziari europei, valutando sufficiente un rafforzamento dei Comitati di livello 3 (ossia Cesr<sup>(6)</sup>, Cebes<sup>(7)</sup> e Ceiops<sup>(8)</sup>). Le raccomandazioni dell'Ecofin sono attualmente all'esame dei Comitati.

Secondo le raccomandazioni dell'Ecofin, rilevanti sia per la legislazione comunitaria (Livelli 1 e 2) sia per l'attività dei Comitati (livello 3), le nuove direttive dovrebbero limitare le opzioni permesse agli Stati membri in fase di recepimento, prevedendo forme di armonizzazione massima. La Commissione Europea e i Comitati di livello 3, inoltre, dovrebbero adoperarsi per eliminare le differenze esistenti a livello nazionale in materia di poteri delle autorità di vigilanza e di regimi sanzionatori. Ulteriori raccomandazioni prevedono: la presentazione, da parte della Commissione Europea entro aprile 2008, di proposte per rafforzare le modalità operative dei Comitati senza, tuttavia, modificarne l'attuale assetto o ridurre la responsabilità delle autorità di vigilanza nazionali; la valutazione, da parte dei Ministri, delle modalità per introdurre per via legislativa un "mandato europeo" per le autorità di vigilanza; la formulazione, da parte dei Comitati, di

proposte per migliorare l'adesione agli *standards* di livello 3 senza trasformarli in norme vincolanti, nonché la valutazione dell'opportunità di introdurre forme di voto a maggioranza. La Commissione Europea, infine, è stata invitata a valutare l'opportunità di finanziare alcune attività dei Comitati di interesse per l'intera Unione.

Su questi temi la Consob aveva già espresso la propria posizione, in occasione della elaborazione del documento che il Cesr ha inviato all'Ecofin. La Consob ha auspicato l'introduzione nel Cesr di un sistema di voto a maggioranza secondo le ponderazioni previste dal Trattato per agevolare l'approvazione delle misure di livello 3; ha sottolineato l'opportunità di valutare se taluni standard del Cesr (specificamente indicati in direttive comunitarie) debbano essere vincolanti per i paesi membri; ha rilevato che un mandato europeo alla convergenza per le autorità può essere considerato utile solo se è lo stesso per tutte le autorità interessate ed è regolato da norme comunitarie (Consob e Banca d'Italia sono già tenute a operare secondo gli indirizzi del legislatore comunitario recepiti nel Tuf). Si ritiene essenziale, inoltre, una armonizzazione delle sanzioni a livello europeo, in particolare nel settore degli abusi di mercato.

Anche il tema della cooperazione europea e internazionale ha avuto un forte impulso, sollecitato dagli effetti della crisi dei *subprime*.

Le diverse organizzazioni internazionali (Iosco<sup>(9)</sup>, Comitato di Basilea, Iais<sup>(10)</sup> e *Joint Forum*), nell'ambito del coordinamento globale assicurato dal *Financial Stability Forum*, hanno costituito gruppi *ad hoc* per lo studio della crisi e l'individuazione di possibili interventi, anche di natura regolamentare, tesi a evitare il riprodursi di situazioni simili. L'Iosco ha istituito una *Task Force* dei Presidenti (*Task Force on recent market events*) che rassegherà un rapporto entro maggio 2008. Il Cesr, invece, concentrerà per il momento l'attività sul mandato ricevuto dalla Commissione Europea in materia di agenzie di *rating*.

La crisi dei mutui *subprime* ha dimostrato, inoltre, l'importanza di assicurare un'adeguata e tempestiva cooperazione da parte di tutti i soggetti responsabili della stabilità del sistema finanziario. L'Ecofin ha infatti raccomandato alle autorità di vigilanza un maggiore coordinamento e forme di cooperazione che riguardino anche la prevenzione dell'insorgere di possibili crisi.

Già nel 2005 i Ministri delle finanze dell'Unione e i responsabili delle Banche Centrali avevano stipulato un accordo-quadro per la cooperazione in occasione di crisi finanziarie transnazionali. A livello nazionale, in linea con quanto previsto dall'accordo-quadro, la cooperazione viene assicurata da accordi *ad hoc* tra le autorità competenti. L'accordo del 2005 è stato sottoposto ad aggiornamento nell'anno in corso per includere tra i firmatari anche le Autorità responsabili per la vigilanza sui mercati di valori mobiliari e sulle assicurazioni. Sono, inoltre, state previste linee-guida per la gestione di crisi con impatto sistemico<sup>(11)</sup>.



Il Presidente del Cesr ha recentemente sottoposto il nuovo testo dell'accordo ai membri. La procedura scritta per l'approvazione dell'accordo si è completata nel marzo 2008.

### *Il dibattito sulla regolamentazione delle agenzie di rating*

La crisi dei mutui *subprime* ha riportato all'attenzione dei regolatori il tema delle agenzie di *rating*, alle quali è stato contestato, come già accaduto in passato, mancanza di tempestività nella revisione dei giudizi e di trasparenza dei modelli di valutazione impiegati e degli eventuali cambiamenti apportati. Si è inoltre paventato il rischio che le agenzie non siano completamente indipendenti e imparziali nei propri giudizi, soprattutto nel caso dei prodotti di finanza strutturata legati a operazioni di cartolarizzazione di crediti, poiché in tali casi il rilascio di un *rating* molto elevato è condizione indispensabile per procedere al collocamento, ossia per rendere possibili operazioni dalle quali le agenzie stesse traggono commissioni che ormai rappresentano più della metà dei loro ricavi.

Le agenzie di *rating* hanno messo in atto alcune iniziative volte a migliorare la comprensione da parte degli investitori del significato dei giudizi rilasciati e dei criteri di valutazione impiegati, ma la crisi ha mostrato come vi sia ancora un certo livello di incertezza e di confusione.

In ambito internazionale sta maturando la consapevolezza che le forme di autoregolamentazione introdotte a partire dal 2004 – Codice di autodisciplina emanato dalla Iosco – non abbiano avuto un esito soddisfacente e non siano pienamente adeguate a mitigare i problemi emersi. È sempre più condivisa la convinzione che sia necessario individuare strumenti più appropriati, eventualmente anche di natura regolamentare, per rafforzare la qualità dei giudizi di *rating*.

Una regolamentazione pubblica delle agenzie di *rating* è già presente nella disciplina sui requisiti patrimoniali delle banche prevista da Basilea II. Tale disciplina contiene disposizioni relative al riconoscimento delle agenzie di *rating* finalizzato a consentire alle banche l'utilizzo dei relativi giudizi nel calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte del rischio di credito. Ai fini del riconoscimento rilevano, oltre ai profili di reputazione delle agenzie sul mercato, la valutazione dell'oggettività e trasparenza delle metodologie adottate, dell'indipendenza e delle procedure di verifica periodica dei *rating* emessi.

Il Cesr sta lavorando per rispondere alla richiesta della Commissione Europea, del settembre 2007, di valutare, nell'ambito di un rapporto annuale<sup>(12)</sup>, l'esistenza di eventuali responsabilità o criticità relative al settore delle agenzie di *rating*, con particolare riguardo ai prodotti di finanza strutturata. La Commissione Europea ha inoltre richiesto di verificare se sia ancora preferibile la scelta di privilegiare un approccio basato sull'autoregolamentazione rispetto all'adozione di forme di regolamentazione pubblica delle agenzie di *rating*.

Il Cesr ha approfondito, in un documento posto in consultazione pubblica nel febbraio 2008, i principali problemi del *rating* per prodotti di finanza strutturata, che riguardano: potenziali conflitti di interessi, derivanti dalla forte interazione che si instaura fra le agenzie di *rating* e gli altri partecipanti alle operazioni di cartolarizzazione; struttura di remunerazione delle agenzie; trasparenza delle metodologie impiegate; adeguatezza delle risorse assegnate all'elaborazione e monitoraggio dei *rating*; frequenza del monitoraggio sui *rating* e tempestività delle relative "*rating actions*", con particolare riferimento agli eventi collegati alla crisi dei mutui *subprime*; analisi dei cambiamenti recentemente apportati ai propri Codici di condotta dalle quattro agenzie di *rating* internazionali<sup>(13)</sup>.

Nel documento in consultazione il Cesr ha preso in considerazione 2 scenari regolamentari: il primo prevede il mantenimento dell'attuale regime di autoregolamentazione, con eventuali integrazioni; il secondo prevede l'introduzione di un regime regolamentare all'interno dell'Unione Europea, lasciando aperte varie opzioni<sup>(14)</sup>.

Sulla base degli esiti della consultazione, il Cesr valuterà l'opportunità di raccomandare l'introduzione di una specifica disciplina, ovvero di rimanere, in un'ottica di *moral suasion*, nei confini dell'autoregolamentazione.

Con riferimento ai lavori in ambito Iosco, nel documento della *Task Force* sulla crisi *subprime*, previsto per maggio 2008, si analizzeranno i temi del comportamento e organizzazione delle agenzie di *rating* nella crisi e si indicheranno modifiche al Codice di condotta Iosco.

## 1.2. Le misure di attuazione della MiFID

Nel 2007 è stato completato il processo di recepimento della direttiva MiFID e delle misure di livello 2<sup>(15)</sup>.

L'intervento regolamentare della Consob si è dunque rigorosamente mosso all'interno del rigido tracciato delineato dal legislatore comunitario, nel rispetto del divieto di introduzione di obblighi aggiuntivi (cosiddetto *gold plating*).

L'adozione delle previsioni regolamentari è stata preceduta da un processo di consultazione che ha visto un'ampia partecipazione dei vari soggetti interessati. Tale partecipazione ha permesso un'approfondita analisi delle diverse esigenze di investitori e operatori del mercato. Inoltre, al fine di fornire un tempestivo riscontro alle esigenze di chiarimento sulle modalità applicative della nuova disciplina, la Commissione ha fornito alcuni primi chiarimenti e indicazioni interpretative.

### *La disciplina degli intermediari*

Il nuovo Regolamento Intermediari della Consob recepisce il principio generale della direttiva secondo cui, nella prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari devono

agire sempre in modo da servire al meglio gli interessi dei clienti. Tale principio si sviluppa in un *corpus* di disposizioni connotate da un grado di dettaglio talvolta superiore a quello della previgente normativa.

L'innovazione fondamentale è rappresentata dall'introduzione di una distinzione fra servizi di investimento "a valore aggiunto" – consulenza e gestione di portafogli – e servizi "esecutivi" – collocamento, negoziazione in conto proprio, esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione di ordini. Per i servizi a valore aggiunto è previsto un sistema di tutele – che si estende anche ai clienti professionali – molto più puntuale e articolato rispetto ai servizi esecutivi.

L'impianto strategico della nuova regolamentazione implica dunque un effettivo innalzamento del grado di protezione degli investitori, soprattutto nei casi in cui la consulenza diventa il punto nodale del rapporto intermediario-cliente e se da questa originano poi servizi esecutivi.

Altro elemento di novità è rappresentato da un sistema di classificazione della clientela più articolato e da una più accentuata graduazione degli obblighi degli intermediari in funzione della tipologia di clientela. I clienti sono classificati in tre categorie: le controparti qualificate, i clienti professionali e i clienti al dettaglio (definiti in via "residuale")<sup>(16)</sup>.

Per i servizi di investimento a valore aggiunto prestati a clienti al dettaglio è previsto un sistema di tutele molto articolato, incentrato sull'obbligo da parte degli intermediari di acquisire una serie di informazioni per valutare l'"adeguatezza" delle operazioni proposte o consigliate rispetto al profilo dell'investitore; per i servizi esecutivi è possibile invece tenere conto di un *set* di informazioni più limitato per stabilire la compatibilità fra le caratteristiche del cliente e il tipo di operazione (si parla di semplice "appropriatezza"). Tale disciplina vale, in misura sia pure molto limitata, anche per i servizi prestati a clienti professionali<sup>(17)</sup>. Nella prestazione di servizi di negoziazione a controparti qualificate è prevista una totale disapplicazione delle principali regole di condotta.

Ulteriore importante novità è connessa al ruolo centrale assegnato al servizio di consulenza, che nella disciplina previgente era considerato un mero servizio accessorio. Non sarà più possibile prestare un'attività di consulenza qualificabile come "incidentale", ossia incorporata in altri servizi di investimento. Tutti gli intermediari che consigliano ai clienti di sottoscrivere o di negoziare specifici strumenti finanziari devono essere autorizzati alla prestazione del servizio di consulenza e rispettare la disciplina sull'adeguatezza prevista per tale servizio.

In linea con le raccomandazioni del Cesr<sup>(18)</sup>, la Commissione ha fornito chiarimenti sulle modalità operative nelle quali può articolarsi la consulenza, definendo le condizioni che determinano l'applicazione della regola di adeguatezza, con particolare riferimento a tre aspetti: l'ampiezza dell'insieme dei prodotti oggetto del servizio; la periodicità

dell'attività; l'associazione ai servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini<sup>(19)</sup>.

Impatto di rilievo per l'industria deriverà all'adozione del nuovo sistema di classificazione della clientela, che sottoporrà gli intermediari a un notevole sforzo di revisione delle procedure. È verosimile che tale impegno sia maggiore per la clientela rappresentata da imprese, poiché molti soggetti classificati nel vecchio regime come "operatori qualificati" potrebbero non avere i requisiti dimensionali previsti dalla MiFID per essere considerati "clienti professionali di diritto"<sup>(20)</sup>. La corretta riclassificazione di un elevato numero di imprese (e persone fisiche) come clienti al dettaglio potrà contribuire a prevenire comportamenti scorretti o elusivi della disciplina sulle regole di condotta, aumentando al contempo la platea di soggetti che potranno beneficiare e/o richiedere il più incisivo livello di tutela previsto dalla MiFID.

In linea con gli orientamenti di livello 3 dettati dal Cesr, la Consob ha fornito chiarimenti sulle condizioni che giustificano la percezione di incentivi ricevuti da terzi (cosiddetti *inducements*) con riferimento a due fattispecie di particolare rilievo per il mercato italiano: la retrocessione di commissioni dalla "società-prodotto" (ad esempio, l'Sgr che emette quote di Oicr) all'intermediario distributore (in particolare nell'esercizio del servizio di collocamento)<sup>(21)</sup>; la retrocessione di commissioni dalla società di gestione degli Oicr oggetto di investimento (*Oicr-target*) al gestore di portafogli (di solito gestioni patrimoniali di fondi) che opera per conto dei propri clienti (e che in talune circostanze trasferisce a sua volta le commissioni all'intermediario distributore)<sup>(22)</sup>.

La retrocessione di commissioni dalla società-prodotto al distributore può considerarsi volta ad aumentare il servizio se al collocamento viene associato il servizio di consulenza, ovvero quando la retrocessione consente al cliente di avere accesso a un insieme ampio di prodotti o a forme di assistenza soprattutto in fase "post-vendita"<sup>(23)</sup>. Difficile, invece, sostenere che la retrocessione di commissioni accresce la qualità del servizio quando il trasferimento avviene dalla società di gestione degli *Oicr-target* al gestore di portafogli, stante anche la natura di servizio a elevato valore aggiunto della gestione individuale.

La Consob ha anche definito con la Banca d'Italia la disciplina regolamentare relativa agli assetti organizzativi e procedurali degli intermediari, assegnata alla competenza congiunta delle due autorità<sup>(24)</sup>, e ha stipulato con la Banca d'Italia il protocollo d'intesa che, ai sensi delle disposizioni del Tuf<sup>(25)</sup>, contiene norme di coordinamento dell'esercizio delle funzioni di vigilanza anche con riferimento allo scambio di informazioni circa le irregolarità rilevate e i provvedimenti assunti.

Il Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob e il Protocollo di intesa tengono conto sia delle disposizioni relative alle citate materie della MiFID sia delle norme di natura organizzativa delle direttive in materia di adeguatezza patrimoniale delle banche e delle imprese di investimento<sup>(26)</sup>.

La disciplina risulta ispirata al principio generale dell'unitarietà del sistema organizzativo per le diverse finalità e al principio della proporzionalità, in base al quale i destinatari applicano le disposizioni del Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati.

Nell'ambito del generale sistema organizzativo, particolare rilevanza assumono le regole interne e i meccanismi operativi adottati dall'intermediario al fine di realizzare condotte corrette e trasparenti. In tale contesto, la funzione di controllo di conformità (*compliance*) assume una importanza centrale al fine del monitoraggio delle regole e dei processi aziendali adottati.

Ulteriore presidio per la correttezza dei comportamenti è costituito dalle disposizioni in materia di conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti. Viene prescritto che gli intermediari definiscano una politica di gestione dei conflitti di interesse volta a individuare le situazioni di conflitto e le misure per gestirli. Si richiede l'istituzione di un apposito registro nel quale siano annotate le situazioni nelle quali sia sorto o possa sorgere un conflitto di interesse potenzialmente lesivo in modo grave degli interessi dei clienti.

### *La disciplina dei mercati*

La MiFID innova profondamente anche la disciplina dei mercati, abolendo la regola della concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati e creando le condizioni per il libero operare della concorrenza tra molteplici piattaforme di negoziazione. Oltre ai mercati regolamentati vengono, infatti, disciplinati i sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* o Mtf), la cui gestione è ora ricompresa tra i servizi di investimento, e le imprese di investimento che operano in qualità di internalizzatori sistematici di ordini.

Gli obiettivi di efficienza dei mercati e tutela degli investitori poggiano su un regime articolato di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione, *best execution* e gestione degli ordini dei clienti. La materia della trasparenza *pre* e *post*-negoziazione, in particolare, è stata disegnata con riferimento a un concetto integrato di mercato (dato dall'insieme di borse, Mtf e internalizzatori), seguendo un approccio funzionale. Le regole di armonizzazione (massima) dettate dalla MiFID sono tuttavia limitate agli strumenti azionari.

La MiFID detta requisiti di trasparenza pre-negoziazione uniformi per mercati regolamentati e Mtf, stabilendo l'obbligo di pubblicare un insieme di informazioni individuate in dettaglio dalla disciplina di livello 2. Gli internalizzatori sistematici sono tenuti invece a pubblicare quotazioni irrevocabili solo per le azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati e per le quali esista un mercato liquido e per quantitativi sino alla dimensione standard del mercato (cosiddetta *standard market size*). Tali quotazioni devono essere aggiornate su base regolare e continua durante il normale

orario di contrattazione e pubblicate in modo da risultare facilmente accessibili ad altri partecipanti al mercato a condizioni commerciali ragionevoli. A tal fine, i mercati possono consentire agli internalizzatori l'accesso ai propri sistemi, a condizioni commerciali ragionevoli, per esporre e aggiornare le quotazioni<sup>(27)</sup>.

Per ciò che riguarda la trasparenza post-negoziazione, la MiFID prevede che, per le sole azioni ammesse a negoziazione in un mercato regolamentato, i mercati regolamentati, gli Mtf e le imprese di investimento (non solo quindi gli internalizzatori) pubblichino una serie di informazioni, per quanto possibile in tempo reale, a condizioni commerciali ragionevoli e in modo che siano facilmente accessibili agli altri partecipanti al mercato.

Il legislatore comunitario riconosce agli Stati membri l'opzione di estendere tale disciplina anche a strumenti finanziari diversi dalle azioni. Il legislatore italiano ha scelto di lasciare l'esercizio di tale facoltà alla Consob, la quale ha ritenuto opportuno introdurre alcune disposizioni in materia, considerando sia che alcune informazioni sugli scambi di titoli obbligazionari erano già disponibili prima del recepimento della MiFID, in virtù degli obblighi informativi posti in capo ai sistemi di scambi organizzati (Sso), sia il fenomeno della larga diffusione delle obbligazioni fra i clienti non professionali.

Le norme di trasparenza introdotte dalla Consob per gli strumenti non azionari si applicano a tutte le sedi di negoziazione disciplinate dalla MiFID, ma lasciano agli operatori la facoltà di individuare e applicare il regime più adeguato, tenendo conto di fattori quali le caratteristiche strutturali del mercato, il tipo di strumento finanziario negoziato, le dimensioni delle operazioni e il tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota degli investitori al dettaglio. I requisiti di trasparenza post-negoziazione riguardano, invece, tutti i soggetti abilitati che concludono operazioni al di fuori di un mercato regolamentato, un Mtf o un internalizzatore sistematico, ma solo per gli strumenti ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati italiani.

Un adeguato regime di trasparenza non è tuttavia sufficiente a neutralizzare i potenziali rischi derivanti da una forte liberalizzazione nell'offerta dei servizi di gestione di sistemi di scambio, se non si assicura il consolidamento delle informazioni. Prevedere la confluenza e compatibilità delle informazioni è requisito essenziale per garantire la qualità nel processo di *price discovery*, la parità di accesso agli investitori e un'efficace attuazione della nuova disciplina sulla *best execution*.

Il legislatore comunitario ha raccomandato agli Stati membri di eliminare gli ostacoli che possono impedire il consolidamento delle informazioni a livello europeo, lasciando tuttavia ai meccanismi di mercato l'offerta di tale tipologia di servizio. Il Cesr ha dettato linee-guida sulla qualità dei dati, le modalità e gli standard di pubblicazione<sup>(28)</sup>.

Il legislatore italiano ha attribuito alla Consob la facoltà di adottare misure volte a eliminare gli ostacoli al consolidamento delle informazioni e alla relativa pubblicazione. Il nuovo Regolamento Mercati stabilisce che le informazioni pre e post-negoziazione devono

essere rese pubbliche a condizioni commerciali ragionevoli e in modo da essere facilmente accessibili; definisce tempi e canali di pubblicazione; prevede la facoltà per le società di gestione di dare accesso, a condizioni commerciali ragionevoli e in modo non discriminatorio, ai dispositivi utilizzati per divulgare le informazioni ai soggetti tenuti a rispettare gli obblighi di trasparenza. La Consob ha poi emanato una comunicazione che recepisce le indicazioni di livello 3 del Cesr sugli standard qualitativi e tecnici dei dati e delle modalità di pubblicazione<sup>(29)</sup>.

### 1.3. L'attuazione della legge sul risparmio

La riforma del risparmio ha avuto una gestazione lunga e complessa che ha impegnato il legislatore per quasi due anni. All'intervento legislativo varato nel 2005 (legge 28 dicembre 2005, n. 262) ha fatto seguito, con il decreto legislativo 29 dicembre 2006, n. 303, un intervento di coordinamento della disciplina con il Testo Unico Bancario, il Testo Unico della Finanza e altre leggi speciali, oltre che di integrazione e modifica su alcuni temi specifici (piani di *stock option*, adesione a codici di comportamento, disciplina della circolazione dei prodotti finanziari originariamente offerti agli investitori professionali).

Gli interventi di adeguamento e coordinamento sono stati finalizzati, in alcuni casi, ad assicurare compatibilità tra la normativa nazionale e quella comunitaria, ovvero, in altri casi, a restituire coerenza al sistema rispetto ai principi fondanti della riforma del 2005, con riferimento, in particolare, a quello della ripartizione per finalità delle competenze delle Autorità di vigilanza.

Nella generalità dei casi l'attuazione delle norme di legge è stata demandata direttamente alla potestà regolamentare della Consob, che è stata quindi chiamata, nel corso del 2007, a un gravoso impegno su numerose aree tematiche, tra le quali spiccano quelle relative al collocamento di prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni, alla disciplina della revisione contabile e della *governance* degli emittenti quotati. La complessità dei compiti attribuiti alla Consob è stata amplificata dal fatto che la normativa primaria, soprattutto in materia di governo societario e di controlli interni agli emittenti quotati, è intervenuta su aspetti di dettaglio, fissando principi che spesso non hanno riscontro negli altri ordinamenti dei paesi comunitari.

In materia di collocamento e sottoscrizione di prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni il principale intervento ha riguardato l'armonizzazione della disciplina sulle regole di condotta nella fase della "distribuzione" alle regole dettate dalla MiFID per la prestazione di attività e servizi di investimento.

La nuova disciplina riguarda le banche, le Sim e i relativi promotori finanziari in qualità di "distributori di prodotti di terzi" (cioè di compagnie di assicurazione)<sup>(30)</sup> e le compagnie di assicurazione stesse per la fase della "vendita diretta" dei propri prodotti

(attraverso le cosiddette “agenzie in economia”), mentre rimane escluso dall’ambito di applicazione della disciplina il collocamento attraverso *broker* e agenti assicurativi. Alle imprese di assicurazione si applicano anche le norme sull’adeguatezza delle procedure per la corretta e trasparente prestazione del servizio di distribuzione previste per gli altri soggetti abilitati.

Numerosi e articolati sono stati gli interventi operati dal legislatore sulla disciplina della revisione contabile, finalizzati a neutralizzare i conflitti di interesse e a rafforzare i controlli di qualità. In tale ambito alla Consob è stato attribuito un ampio potere di dettare norme di attuazione, che investe la pressoché totalità delle materie attinenti alla revisione: disciplina del conferimento e della revoca degli incarichi; individuazione dei criteri per la determinazione dei corrispettivi dell’incarico; disciplina dell’indipendenza dei revisori; disciplina della revisione contabile delle società controllanti le società quotate e delle società sottoposte con queste a comune controllo; disciplina delle situazioni di incompatibilità.

Per ciò che riguarda l’incompatibilità, che assume particolare delicatezza ai fini della prevenzione dei conflitti di interesse, in sede di emanazione della disciplina regolamentare la Consob ha tenuto conto dei più recenti orientamenti europei<sup>(31)</sup> stabilendo sia divieti sia meccanismi di informazione reciproca tra società di revisione e società sottoposta alla revisione.

In materia di disciplina degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate, la riforma del risparmio ha affidato alla Consob il compito di dare attuazione a principi fortemente innovativi, ampliandone significativamente i poteri e i doveri di vigilanza. In particolare, la Consob ha dettato la disciplina sulle modalità di elezione dei rappresentanti delle minoranze azionarie negli organi di amministrazione e controllo, sul limite al cumulo di incarichi per i membri degli organi di controllo, sulla trasparenza sui piani di remunerazione basati su strumenti finanziari e sulla trasparenza sull’adesione degli emittenti a codici di comportamento in materia di governo societario.

Con riferimento all’elezione dei rappresentanti delle minoranze negli organi sociali, la Consob si è posta come obiettivo quello di disegnare un sistema regolamentare che tenesse conto della dimensione e delle struttura proprietaria delle società al fine di calibrare le condizioni di esercizio dei diritti delle minoranze alle reali opportunità ed esigenze che si determinano nelle diverse situazioni.

La definizione della disciplina sui limiti al cumulo degli incarichi ha rappresentato un intervento particolarmente delicato e complesso. Le nuove disposizioni del Testo unico della finanza stabiliscono infatti che tali limiti devono essere determinati avendo riguardo all’onerosità e alla complessità di ciascun tipo di incarico, anche in rapporto alla dimensione delle società, al numero e alla dimensione delle imprese incluse nel perimetro di consolidamento, nonché all’estensione e all’articolazione della sua struttura organizzativa.



Le norme regolamentari definite dalla Consob prevedono un'adeguata disponibilità in termini temporali per l'espletamento dell'incarico da parte dei componenti degli organi di controllo, tenendo conto dell'impegno richiesto anche da altri incarichi di amministrazione e controllo in società, anche non quotate.

La soluzione prescelta è stata di individuare un modello che tenesse conto delle possibili combinazioni tra diverse tipologie di incarico (sindaco, amministratore, etc.). Tale soluzione è apparsa più aderente alla *ratio* della norma, tenendo conto dell'onerosità e complessità di ciascun tipo di incarico per ciascuna categoria di società, e maggiormente equa rispetto a una soluzione basata esclusivamente sulla determinazione di un numero fisso di incarichi di amministrazione e controllo per ciascuna categoria di società.

Altra area rilevante, su cui la riforma del risparmio ha aperto spazi per interventi di trasparenza e di vigilanza, riguarda i piani di compenso basati su azioni o altri strumenti finanziari. L'introduzione dell'obbligo dell'approvazione assembleare per l'adozione di tali piani e la previsione di dettagliati obblighi di trasparenza sulle loro motivazioni e caratteristiche trovano fondamento nell'opportunità di prevedere forme di tutela degli azionisti nei confronti di possibili patologie.

L'esperienza ha mostrato come tali forme di remunerazione possano, da un lato, consentire fenomeni di espropriazione di risorse della società, dall'altro, costituire incentivo per effettuare politiche gestionali non favorevoli agli interessi degli azionisti ovvero abusi riguardo all'informazione societaria e all'integrità dei mercati finanziari.

Le scelte regolamentari effettuate dalla Consob attribuiscono importanza centrale alla consapevolezza dei soci, che decidono tramite la delibera assembleare, e alla presenza di adeguate informazioni da diffondere al pubblico in tutte le fasi su cui può articolarsi la concreta determinazione delle condizioni dei piani e la loro attuazione.

L'esigenza di rafforzare la trasparenza sui sistemi di governo societario delle società quotate, valorizzando la complementarità tra forme di autoregolamentazione e vigilanza pubblica, è alla base delle nuove norme introdotte dalla riforma del risparmio sulla trasparenza in merito all'adesione degli emittenti quotati a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori, secondo modalità e termini stabiliti con regolamento dalla Consob.

Nel disciplinare l'informazione relativa all'adesione ai codici di comportamento e all'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, la Consob ha inteso privilegiare l'esigenza di confrontabilità delle relazioni sull'adesione ai codici di comportamento pubblicate dagli emittenti, assicurando margini di flessibilità nell'elaborazione dei criteri per la loro compilazione che resta demandata al soggetto che promuove il codice.

Altri interventi regolamentari in materia di informazione societaria attengono: alla definizione delle modalità e dei termini per il controllo periodico delle informazioni comunicate al pubblico dagli emittenti quotati (in tal modo viene richiesto all'Istituto di

dare trasparenza ai criteri che presiedono alla propria attività di vigilanza); al rafforzamento della disciplina di trasparenza per le operazioni di fusione per incorporazione in una società quotata di una società non quotata i cui attivi siano significativamente superiori a quelli della quotata; alla definizione del contenuto dell'attestazione che il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili deve rilasciare circa l'applicazione delle procedure per la formazione del bilancio di esercizio e la corrispondenza dei documenti contabili ai libri e alle scritture contabili.

Inoltre, sono stati individuati i criteri di trasparenza contabile, di adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema di controlli interni che società estere extraeuropee devono rispettare affinché le azioni della società controllante possano essere quotate in Italia. Si tratta di requisiti essenziali per evitare che la società estera possa essere utilizzata quale veicolo per operazioni non trasparenti e potenzialmente lesive degli interessi degli azionisti, dei creditori e del mercato.

Sono state, inoltre, delineate le condizioni che inibiscono la quotazione di emittenti sottoposti alla direzione e al coordinamento di un'altra società. Sulla base dell'esperienza maturata, le problematiche connesse alla quotazione di siffatti emittenti sono da ricondurre essenzialmente alla possibile mancanza di autonomia sia commerciale e finanziaria, sia degli organi di gestione e di controllo della società quotanda.

Relativamente alle "società finanziarie", considerate le diverse configurazioni che in concreto può assumere la loro attività, dalle *holdings* di partecipazioni fino alle sempre più diffuse tecniche di investimento e gestione di portafogli azionari (ad esempio strategie di *private equity* o di *venture capital*), la Consob ha ritenuto di adottare una regolamentazione per principi piuttosto che prevedere stringenti e dettagliati requisiti, ritenendo elemento chiave della nuova disciplina l'individuazione di criteri di trasparenza circa le modalità di gestione degli investimenti, con particolare riferimento alla diversificazione del rischio.

## ***2. L'evoluzione del quadro economico e finanziario***

### **2.1. Lo scenario macro-economico e l'impatto della crisi dei *subprime***

La crisi innescata dai mutui *subprime* ha reso incerte le prospettive di crescita nei principali paesi industrializzati. Per l'area dell'euro, e ancora più per l'Italia, è prevista una forte decelerazione della crescita nel 2008, mentre negli Usa crescono i timori di una vera e propria recessione.

Le preoccupazioni per l'evoluzione sfavorevole del quadro congiunturale e il perdurare di tensioni sui mercati finanziari hanno spinto la Fed e la Banca Centrale Europea ad atteggiamenti molto prudenti, nonostante aumentino i segnali di pressioni inflazionistiche. Le massicce iniezioni di liquidità e l'atteggiamento tendenzialmente

accomodante delle banche centrali hanno comunque contribuito ad attenuare gli effetti della crisi dei sui mercati monetari.

L'accentuarsi delle flessioni sui mercati azionari nei primi mesi del 2008 e l'acuirsi dei timori sulla situazione di liquidità e solvibilità di alcune banche di investimento hanno alimentato le preoccupazioni circa i costi complessivi e l'impatto di lungo periodo della crisi. Si sono ravvivate le tensioni sui mercati interbancari e su quelli dei contratti per la protezione sul rischio di credito.

Ulteriori aumenti dei tassi sul mercato monetario potrebbero ripercuotersi sul costo dei mutui e dei prestiti al settore privato indicizzati ai tassi a breve termine (cosiddetto effetto *pass through*), creando un effetto di retroazione che potrebbe esacerbare gli effetti della crisi dei *subprime* e incidere negativamente sui bilanci delle famiglie e sul livello dei consumi. D'altro canto, le banche sperimentano un significativo aumento del costo della provvista sul fronte della raccolta interbancaria e obbligazionaria e una minore capacità di ricorrere a operazioni di cartolarizzazione. Ciò potrebbe ripercuotersi negativamente sia sul costo che sulla quantità di credito disponibile per le famiglie e il settore delle imprese.

Le indagini condotte dalla Banca Centrale Europea e dalle banche centrali dell'area dell'euro segnalano un aumento della quota delle banche che ha reso più restrittivi i criteri per la concessione dei crediti alle imprese e alle famiglie. Segnali analoghi provengono dalle indagini promosse dalla Fed e dalla Banca d'Inghilterra.

La dinamica del valore degli immobili rappresenta un altro fattore di rischio di rilievo collegato agli sviluppi della crisi dei *subprime*. Nel terzo trimestre 2007 i prezzi delle abitazioni negli Usa si sono ridotti di quasi il 5% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, mentre in Europa si registrano tassi di crescita positivi anche se molto più contenuti (soprattutto in Italia) rispetto a fine 2006. È quindi prevedibile che gli sviluppi della crisi dei *subprime* saranno più gravi negli Usa mentre in Europa l'impatto della crisi sui bilanci delle famiglie potrebbe essere più contenuto, anche per l'elevata incidenza dei mutui a tasso fisso in diversi paesi dell'area euro. In Italia, invece, le stime dei principali centri di ricerca indicano in oltre 3 milioni le famiglie con mutui a tasso variabile e in circa 2 miliardi di euro la spesa aggiuntiva per interessi; un ulteriore irrigidimento delle condizioni sui mercati monetari potrebbe quindi avere significativi effetti negativi sulla spesa per consumi e sul tasso di crescita del nostro paese.

Oltre ai timori di una stretta creditizia e di una flessione nel valore degli immobili, l'elevato livello del prezzo del petrolio e delle materie prime rappresenta un terzo importante fattore di rischio per la crescita economica. Esso potrebbe generare pressioni inflazionistiche tali da indurre le banche centrali ad assumere atteggiamenti meno accomodanti e da imprimere una decisa spinta al rialzo dei tassi d'interesse. In questo scenario vi sarebbero inevitabilmente ulteriori flessioni dei corsi azionari e un peggioramento delle prospettive di redditività delle imprese.

Le attese degli analisti sulla crescita degli utili delle principali società quotate rimangono tuttavia positive e non sembrano scontare scenari negativi di particolare gravità. Con riferimento specifico alle società quotate italiane, le previsioni sui tassi di crescita degli utili su 12 mesi premiano il settore petrolifero e quello delle *public utilities*, scontando probabilmente la forte rigidità della domanda interna e i ritardi nell'avvio del processo di liberalizzazione del settore dell'energia; per il settore manifatturiero l'incremento dei costi di produzione si riflette in una maggiore dispersione delle attese sul tasso di crescita degli utili.

## 2.2. Le prospettive per i mercati finanziari

Le tensioni legate alla crisi dei *subprime* hanno portato a forti correzioni sui mercati azionari che si sono in parte attenuate nella seconda metà di novembre; a fine dicembre sia il mercato nordamericano che i principali mercati europei si sono riportati su valori superiori a quelli rilevati all'inizio dell'anno; il mercato italiano ha invece segnato una flessione dell'8% circa. Ulteriori correzioni al ribasso di significativa entità si sono registrate nel primo trimestre del 2008.

I fattori di rischio prima evidenziati (aumento del prezzo del petrolio, rallentamento del mercato immobiliare e timori di restrizioni nell'offerta del credito) rappresentano le determinanti fondamentali della debolezza dei mercati azionari. Per il settore finanziario pesano ancora le incertezze sull'entità delle svalutazioni sul portafoglio dei prodotti di finanzia strutturata e quelle sulla reale esposizione verso le società-veicolo fuori bilancio coinvolte nelle operazioni di cartolarizzazione.

La crisi dei mutui *subprime* ha determinato un forte aumento dell'avversione al rischio degli investitori e, rispetto al periodo precedente la crisi, è aumentato il livello di dispersione delle previsioni implicite nei prezzi dei derivati azionari.

Prima che emergessero i segnali di turbolenza legati al settore dei mutui *subprime*, il basso livello degli *spread* sulle obbligazioni e sui prestiti societari, unitamente a un rapporto fra prezzi azionari e utili societari relativamente basso, aveva reso convenienti operazioni volte ad acquisire società quotate tramite debito (operazioni cosiddette di *leverage buy out* o Lbo), determinando una forte espansione delle operazioni di *private equity*. Questo fenomeno aveva causato un significativo processo di *delisting* di società quotate, oltre a stimolare la crescita dei dividendi e delle operazioni di riacquisto di azioni proprie volte a sostenere i prezzi azionari. Tali tendenze avevano interessato anche il mercato azionario italiano, dove a partire dalla fine degli anni novanta le risorse restituite agli azionisti tramite Opa, dividendi e riacquisti di azioni proprie hanno sempre largamente superato i mezzi freschi raccolti tramite aumenti di capitale dalle imprese.

L'incremento del costo della raccolta obbligazionaria indotto dalla crisi dei *subprime* potrebbe fare venire meno gli incentivi a operazioni di acquisizione e di *delisting*

finanziate con debito, frenando la crescita delle operazioni di Lbo e *private equity*. Le difficoltà principali per questo tipo di operazioni sembrano però derivare principalmente da possibili restrizioni nell'offerta di credito collegate alle difficoltà delle banche nel coprire il rischio dei finanziamenti attraverso derivati creditizi e operazioni di cartolarizzazione.

Per ciò che riguarda in particolare il mercato italiano, le prospettive rimangono complessivamente incerte. La distribuzione dei rendimenti implicita nelle quotazioni dei derivati azionari indica che la probabilità di un'ulteriore correzione al ribasso è superiore a quella di un rialzo dei corsi; il basso rapporto prezzo/utili potrebbe rendere ancora convenienti operazioni di *delisting*, che hanno portato alla cancellazione dal listino di 16 società nel 2007.

Indicatori desunti da modelli di valutazione del rischio di insolvenza segnalano che prima della crisi circa il 75% delle banche italiane quotate aveva una probabilità di insolvenza equivalente al *rating investment grade*, mentre a dicembre 2007 solo poco più del 50% delle banche quotate aveva una probabilità di insolvenza equivalente a un *rating investment grade*. Le probabilità di insolvenza delle imprese non finanziarie quotate sono mediamente aumentate ma in misura meno marcata rispetto al settore bancario.

L'aumento delle probabilità di insolvenza segnalato dai modelli di valutazione del rischio di credito è rilevabile anche dalle quotazioni dei *credit default swap* (CDS) relative a un campione di *blue chip* quotate su mercato azionario domestico. Per le società non finanziarie si è registrata una forte salita delle quotazioni in coincidenza con le fasi iniziali più intense della crisi dei *subprime*, più accentuata per le imprese con *rating* speculativo, mentre per le banche si è registrata una salita generalizzata delle quotazioni per la copertura del rischio di credito di circa 40 punti base.

Le incertezze collegate alla crisi dei *subprime* hanno fatto sì il bilancio del mercato azionario italiano per il 2007 risulti complessivamente non positivo.

La raccolta di nuovo capitale di rischio da parte delle imprese italiane nel 2007, pari a circa 5,4 miliardi di euro (di cui 1,4 derivanti da operazioni di Ipo), è risultata in calo rispetto a quella dell'anno precedente (6,2 miliardi di euro), sebbene si sia registrato un marcato aumento del numero di società di nuova quotazione; le Opa hanno restituito al mercato risorse per circa 5,6 miliardi di euro.

La capitalizzazione delle società domestiche quotate sui mercati azionari principali gestiti da Borsa Italiana (Mta/MTax) è diminuita rispetto al 2006 (da 768 a 723 miliardi di euro; -6%; in rapporto al PIL dal 52 al 49%) e il numero di società domestiche quotate è cresciuto di sole 4 unità (da 258 a 262, a fronte di 18 nuove quotazioni, dovute esclusivamente a Ipo, e 14 cancellazioni). Il Mib storico ha subito una variazione negativa (-8%; +19% nel 2006). L'aumento della volatilità e dell'incertezza hanno però favorito un forte incremento del volume degli scambi (da 1,1 a 1,5 miliardi di euro circa; +36%; il rapporto fra valore degli scambi e capitalizzazione è passato da 1,4 a 2,0; +43%).

Sul mercato Mta International, nato nel 2006 e riservato alle società di diritto estero già quotate su altri mercati regolamentati europei da più di 18 mesi, ci sono state 16 nuove quotazioni che hanno portato a 37 il numero delle società ammesse alla negoziazione.

La capitalizzazione del mercato Expandi (riservato alle piccole e medie imprese) è aumentata da 10 a 11 miliardi di euro e il numero delle società quotate è cresciuto di 9 unità (da 26 nel 2006 a 35 nel 2007, grazie a 11 nuove ammissioni a fronte di 2 cancellazioni). Il volume degli scambi è quasi raddoppiato (da 2 a 4 miliardi di euro circa).

Nel 2007 è stato introdotto il Mac (Mercato alternativo dei capitali), un sistema di scambi organizzato di azioni gestito da Borsa Italiana nato con l'obiettivo di creare un nuovo canale per il rafforzamento patrimoniale delle piccole e medie imprese. Nel corso dell'anno sono state ammesse alle negoziazioni sul Mac tre società.

### 2.3. L'integrazione fra la Borsa Italiana e il *London Stock Exchange*

Un elemento di centrale importanza per le prospettive di sviluppo del mercato finanziario italiano è legato agli effetti dell'integrazione fra la Borsa Italiana e il *London Stock Exchange*.

L'integrazione fra le due borse è stata perfezionata nell'ottobre 2007, attraverso la costituzione di una *holding* (Lse Group Plc), quotata sul mercato londinese, che detiene la proprietà delle due società-mercato.

L'azionariato della holding, al momento della costituzione, era composto dalle banche italiane precedentemente azioniste di Borsa Italiana per il 28%, dalla Borsa di Dubai per il 20,2%<sup>(32)</sup>, dalla *Qatar Investment Authority* per il 14,4%, dalla *Kinetic Horizon* per l'8,9%, da Credit Suisse per il 5%, da Abn Ambro per il 4,4% e dal Nasdaq per il 2,5%; la restante parte del capitale era diffusa sul mercato.

Nell'accordo pre-fusione tra Lse e Borsa Italiana sulla *governance* del gruppo, predisposto antecedentemente all'ingresso nell'azionariato della Borsa di Dubai, si prevede che, dei 12 membri del consiglio di amministrazione della nuova holding, 5 vengano indicati dalle banche italiane e 7 dai restanti soci. È stabilito, inoltre, che le banche italiane indichino un candidato per le posizioni di vice-presidente e *vice-Chief Executive Officer*, mentre i precedenti azionisti della borsa londinese (quindi a esclusione della Borsa di Dubai) possono indicare candidati per le posizioni di Presidente, Ceo e direttore finanziario.

Tale assetto di *governance* non induce a ritenere che gli azionisti italiani possano avere un ruolo determinante nel condizionare le future scelte imprenditoriali della società capogruppo che controlla le due borse. Peraltro, la debolezza della piazza finanziaria italiana potrebbe amplificare i possibili effetti negativi per il nostro sistema derivanti dall'integrazione fra Borsa Italiana e Lse.

Da questo punto di vista, vi sono differenti scenari che possono caratterizzare gli sviluppi dell'integrazione fra le due borse e che possono essere esaminati sotto il profilo delle implicazioni sull'attività di *trading* da parte degli intermediari e sulla propensione alla quotazione (*listing*) da parte delle imprese.

Un primo scenario (coerente con le intenzioni espresse pubblicamente e forse più realistico nel breve periodo) prevede che la sede legale dei mercati regolamentati gestiti dalle due società non cambi e che i mercati continuino a essere sottoposti al regime regolamentare attuale, adottando però la stessa piattaforma di *trading* e dunque la stessa disciplina in termini di regole di micro-struttura, organizzazione e funzionamento dei mercati. Da questo punto di vista, è certo che verrà adottata la piattaforma attualmente in uso presso il Lse. Essa, anche a detta degli intermediari italiani, è molto più avanzata e veloce di quella attualmente utilizzata da Borsa Italiana. Il passaggio alla nuova piattaforma avrà naturalmente dei costi per gli intermediari italiani, in termini di investimenti informatici e di adeguamento delle procedure, e potrebbe portare a un parallelo aumento delle tariffe per gli investitori finali. Inoltre, la piattaforma del Lse è stata progettata per soddisfare al meglio le esigenze degli intermediari più orientati all'attività di *market making*, mentre gli intermediari italiani hanno una maggiore vocazione verso l'attività in conto terzi. Non è nemmeno scontato che la piattaforma unica porti a un aumento della liquidità sulle azioni italiane, poiché molte grandi banche di investimento inglesi erano anche in passato membri remoti del sistema di Borsa Italiana; tuttavia, una competizione più diretta fra intermediari inglesi e italiani potrebbe portare a una riduzione dei costi di transazione.

Sul fronte dell'offerta di servizi di investimento, l'unificazione della piattaforma di negoziazione potrebbe determinare un aumento della pressione competitiva sugli intermediari domestici, che potrebbero perdere significative quote di mercato nel *trading* su azioni italiane; tuttavia, la forte integrazione che caratterizza molti gruppi bancari domestici sul fronte della gestione del risparmio continuerebbe ad assicurare ai principali negozianti un significativo flusso di operazioni *captive*.

In questo scenario, gli intermediari italiani si troveranno probabilmente di fronte a due scelte estreme. Una prima possibilità (valida soprattutto per i grandi gruppi bancari) potrebbe essere quella di potenziare e investire molto sull'attività di *trading* e sulle attività di ricerca e analisi sugli emittenti azionari, per fronteggiare la forte concorrenza delle grandi banche d'affari con sede a Londra. Attualmente, infatti, uno dei maggiori punti di debolezza degli intermediari italiani è rappresentato dalla scarsa capacità di utilizzare lo strumento della ricerca, soprattutto sugli emittenti medio-piccoli, per supportare e promuovere i servizi di *trading*. Di conseguenza, il nostro mercato azionario è caratterizzato da una copertura inadeguata o assente, in termini di studi e analisi, sugli emittenti con capitalizzazione media o piccola, che in termini numerici rappresentano una quota significativa del listino.

La scelta di potenziare le attività di *investment banking* probabilmente potrebbe condurre, anche solo per motivi di immagine, allo spostamento delle strutture societarie preposte a tale attività sulla piazza londinese (come hanno fatto le principali banche europee), strutture che sarebbero quindi soggette alla vigilanza della Fsa. Una seconda opzione, che appare più realistica soprattutto per i gruppi bancari di minori dimensioni, potrebbe essere invece quella di depotenziare progressivamente l'attività di negoziazione – limitandosi alla semplice attività di raccolta ordini – per focalizzarsi prevalentemente sul rapporto relazionale e di consulenza alla clientela, investendo sulle reti di vendita e sulle strutture distributive.

In ogni caso, se è ormai chiaro che Borsa Italiana utilizzerà la stessa piattaforma elettronica di *trading* attualmente utilizzata da Lse, è possibile che in conseguenza della fusione vengano valorizzati i mercati e le attività di Borsa Italiana che presentano complementarità con quelle del Lse, quali il mercato dei derivati (Idem), quello all'ingrosso dei titoli di stato (Mts<sup>(33)</sup>) e le strutture di *post-trading*<sup>(34)</sup>. Tuttavia, per il mercato italiano dei derivati le possibilità di sviluppo sono limitate dalla posizione dominante del mercato inglese Liffe, di proprietà del gruppo Euronext.

Un altro scenario (più probabile nel lungo periodo) potrebbe portare, invece, allo spostamento del mercato azionario, o almeno di alcuni comparti, nel Regno Unito, mantenendo in Italia uno “sportello di assistenza” per gli emittenti italiani. In questo scenario si avrebbero le conseguenze più negative per la piazza finanziaria italiana, che finirebbe per perdere almeno in parte l'attività di *listing*, che rappresenta uno dei segmenti dell'industria dei servizi di investimento a più elevato valore aggiunto e con maggiori externalità positive su una serie di segmenti collegati (consulenza, revisione contabile, servizi di *corporate finance*, etc.). Non è detto, tuttavia, che gli intermediari italiani perderebbero il proprio ruolo nella fase distributiva sul mercato primario, poiché l'offerta di quotazione potrebbe continuare a essere indirizzata in prevalenza a risparmiatori *retail* italiani (mentre per ciò che riguarda l'offerta riservata agli istituzionali si è già consolidata una supremazia degli intermediari esteri).

Uno dei punti di forza del mercato inglese è rappresentato, infatti, oltre che dalle sue dimensioni e dalla presenza di numerose imprese estere, dalla capacità di attrarre le imprese di piccole dimensioni, grazie al successo dell'*Alternative Investment Market* (Aim)<sup>(35)</sup>. Tale mercato, strutturato come sistema multilaterale di negoziazione aperto agli investitori *retail*, è caratterizzato da una disciplina quasi interamente incentrata sull'autoregolamentazione e che vede una forte responsabilizzazione dell'intermediario che accompagna l'impresa sul mercato (*nominated advisor* o Nomad). Gli emittenti che si quotano sull'Aim redigono un documento di quotazione non sottoposto al vaglio della Fsa e sono sottoposti agli obblighi di informativa continua previsti dal regolamento del mercato, piuttosto che dalla disciplina pubblica dettata dalla direttiva *Transparency*<sup>(36)</sup>.



Uno dei rischi collegati a una eventuale delocalizzazione dei mercati regolamentati (ad esempio un accentramento sull'Aim inglese del mercato per le piccole e medie imprese) potrebbe essere quello di disincentivare la quotazione da parte delle imprese italiane, sebbene sia possibile che le strutture di Borsa Italiana offrano un'interfaccia di supporto per la gestione dell'istruttoria di *listing* e dell'interazione con le strutture del mercato londinese.

Gli scenari sul fronte del *listing* non sono tuttavia scontati. Da un lato, la scelta del gruppo Lse di chiudere alcuni mercati italiani e/o di crearne di nuovi a Londra espone il gruppo al rischio di allontanare dalla borsa le piccole e medie imprese italiane, già assai restie alla quotazione per una serie di fattori strutturali; l'evidenza empirica suggerisce, inoltre, che vi è un forte elemento di inerzia legato alla preferenza delle imprese a scegliere il mercato del paese in cui hanno la sede legale e in cui vengono "prodotte" le informazioni sull'impresa stessa (*home bias*). Dall'altro lato, a parità di altri fattori, i differenziali in termini di costi della regolamentazione e diversità nelle prassi di vigilanza fra Consob e Fsa potrebbero giocare un ruolo importante nella scelta della localizzazione dei mercati e, al margine, potrebbero rivelarsi decisivi.

La fusione fra le due borse può infatti esasperare l'impatto delle differenze regolamentari e nelle prassi di vigilanza fra il nostro ordinamento e quello inglese.

Da questo punto di vista, un tema molto importante potrebbe riguardare le differenze nelle modalità di *enforcement* della disciplina sugli abusi di mercato e di graduazione delle relative sanzioni, fattore che potrebbe creare forti incentivi ad arbitraggi fra diverse giurisdizioni nella scelta della localizzazione dei mercati, così come il tema del diverso approccio dell'*enforcement* sugli obblighi di informativa continua (area sulla quale la Fsa sembra avere un approccio tendenzialmente poco "interventista"). Un altro aspetto di rilievo riguarda la diversa disciplina degli obblighi di informativa iniziale e continua per gli emittenti con strumenti negoziati (esclusivamente) sui sistemi di scambi multilaterali, alla luce del fatto che la disciplina italiana sui titoli diffusi può determinare una estensione a tali emittenti di alcuni obblighi informativi previsti per le società con strumenti negoziati su mercati regolamentati.

Il menzionato memorandum d'intesa sottoscritto dalla Consob e dalla Fsa è volto a favorire una progressiva convergenza degli standard regolamentari e delle prassi di vigilanza, attraverso una costante cooperazione e consultazione sulle problematiche di interesse regolamentare.

La Consob sta seguendo con attenzione l'evoluzione del processo di integrazione tra i due mercati, anche attraverso l'esercizio dei poteri di vigilanza sulla società di gestione del mercato italiano. L'obiettivo è di assicurare che la definizione degli obiettivi strategici e della struttura organizzativa della società di gestione del mercato italiano restino compatibili le funzioni di interesse pubblico da essa svolte riguardo alla trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. Particolare rilevanza

assume l'adeguatezza delle misure adottate, nell'ambito dell'integrazione, per identificare e gestire eventuali conflitti tra gli interessi del mercato regolamentato, dei suoi proprietari o del suo gestore e il suo buon funzionamento.

L'avvenuto processo di integrazione e i suoi effetti, non tutti prevedibili, meritano costante, particolare attenzione.

#### 2.4. Le tendenze nell'allocazione e gestione del risparmio in Italia

I dati recenti sulla raccolta dei principali prodotti finanziari collocati in Italia evidenziano come il risparmio delle famiglie stia confluendo prevalentemente verso prodotti strutturati, in particolare fondi flessibili e *hedge* e obbligazioni bancarie strutturate. Per le tipologie di prodotti più semplici si registra, invece, una compensazione fra i flussi in "in uscita" dai fondi comuni tradizionali (cioè diversi da quelli flessibili e *hedge*) e quello "in entrata" verso le obbligazioni bancarie ordinarie (cosiddette *plain vanilla*).

Il deflusso di risorse dai fondi comuni ordinari commercializzati in Italia ha assunto ormai proporzioni notevoli e interessa quasi esclusivamente i prodotti gestiti da intermediari domestici. Il fenomeno sembra dipendere sia dal regime fiscale (e regolamentare) di sfavore per i fondi domiciliati in Italia sia da performance inferiori e costi superiori rispetto ai fondi gestiti da intermediari esteri. È possibile, inoltre, che l'apertura internazionale degli assetti proprietari di alcune grandi banche italiane abbia favorito una maggiore penetrazione di prodotti esteri, ovvero un processo di sostituzione fra prodotti esteri e prodotti italiani.

Per ciò che riguarda i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazioni, dopo una fase di forte crescita della raccolta avviatasi verso la fine degli anni novanta, il mercato attraversa adesso una fase di forte difficoltà, che interessa soprattutto i prodotti più simili ai fondi comuni, quali le polizze *unit linked* e i prodotti a capitalizzazione. Nonostante la raccolta netta sia in forte calo, il mercato delle polizze a contenuto finanziario attrae un numero di nuovi sottoscrittori molto elevato e complessivamente stabile negli anni.

Le emissioni nette di obbligazioni bancarie strutturate continuano a essere di importo rilevante in valore assoluto, sebbene in sensibile diminuzione rispetto al 2006 (5 miliardi di euro circa nei primi 6 mesi del 2007, contro 30 miliardi nell'intero 2006). Le ragioni del rallentamento del mercato delle obbligazioni bancarie strutturate non sono facilmente individuabili. La maggiore trasparenza imposta dalla loro piena assoggettazione alla disciplina sulla sollecitazione, da un lato, può avere reso evidenti e pienamente trasparenti gli elevati costi impliciti di tali prodotti e, dall'altro, può avere indotto le banche a preferire le emissioni di obbligazioni ordinarie.

Le obbligazioni strutturate rimangono comunque uno strumento largamente diffuso e che attrae elevati flussi di risparmio da parte delle famiglie; i dati di confronto

internazionale indicano che l'Italia è praticamente l'unico paese europeo con una larga diffusione di obbligazioni bancarie strutturate fra la clientela al dettaglio.

La larga diffusione delle obbligazioni e di altri prodotti strutturati dipende in parte dalle politiche distributive e commerciali dei maggiori gruppi bancari, che assicurano alle reti distributive commissioni cosiddette *up front* molto elevate su questo tipo di prodotti. Questa politica di remunerazione della rete di vendita genera forti incentivi alla distribuzione dei prodotti strutturati poiché filiali e promotori possono più facilmente raggiungere nel breve periodo i propri obiettivi di *budget* (e ottenere i *bonus* collegati), e disincentiva il collocamento di altri prodotti tradizionali del risparmio gestito (che invece generano commissioni annue per la rete inizialmente più contenute, ma continuative negli anni). Il collocamento di obbligazioni strutturate e polizze *index* consente quindi alle reti di vendita di monetizzare immediatamente il flusso commissionale che altrimenti sarebbe "spalmato" sull'intera vita del prodotto.

La logica che spinge i gruppi bancari ad adottare simili politiche commerciali è legata al fatto che i prodotti strutturati vengono visti come strumenti che determinano un forte legame di "fidelizzazione" con la clientela (anche perché l'uscita anticipata – a differenza di quanto accade per le obbligazioni ordinarie e i fondi comuni – può essere più costosa o comunque richiede calcoli di convenienza economica complessi).

Le prospettive sull'evoluzione allo scenario macroeconomico e dei mercati azionari lasciano presagire che le tendenze nell'allocazione del risparmio finanziario osservate nei primi mesi del 2007 possano caratterizzare anche il prossimo anno.

La forte incertezza sull'evoluzione dei mercati azionari e i livelli ancora relativamente contenuti dei rendimenti dei titoli di Stato potranno continuare ad alimentare la domanda di prodotti strutturati, che limitano l'esposizione agli andamenti negativi delle borse, e quella di fondi o polizze non gestiti a *benchmark* ma orientati a garantire rendimenti assoluti (*total return strategy*) o comunque non correlati con l'andamento del mercato (*market neutral strategy*).

È inoltre prevedibile che le politiche commerciali degli intermediari continuino a incentivare il collocamento di prodotti strutturati, sia per i motivi prima illustrati (fidelizzazione della clientela e atteggiamenti che privilegiano il breve periodo e la ricerca di una immediata monetizzazione delle commissioni di collocamento) sia come risposta alla forte avversione al rischio che caratterizza i comportamenti dei risparmiatori. Questo scenario potrebbe portare a risultati in parte paradossali: i risparmiatori potrebbero pagare alte commissioni per prodotti strutturati di fatto a basso rischio, che limitano l'esposizione agli eventi negativi, ma che hanno una probabilità molto bassa di generare rendimenti superiori al tasso privo di rischio.

In questo quadro si innestano le citate difficoltà che stanno caratterizzando l'industria del risparmio gestito in Italia. Il forte *trend* negativo nella raccolta dei fondi comuni

promossi da intermediari italiani ha fatto emergere con forza elementi di debolezza dell'attuale assetto dell'industria, tra i quali la scarsa indipendenza nelle scelte strategiche, conseguente agli assetti proprietari concentrati in capo a gruppi bancari di riferimento, l'integrazione verticale di produzione e distribuzione e la ridotta capacità di innovazione. L'effetto di sostituzione fra i prodotti strutturati, quali le obbligazioni bancarie e le polizze assicurative a contenuto finanziario, e i prodotti tradizionali del risparmio gestito è ancora favorito dalle indicate politiche commerciali, rese possibili anche dagli elevati costi impliciti dei prodotti strutturati, mentre sul piano normativo e della *disclosure* gli spazi per arbitraggi regolamentari sono ormai stati annullati dagli interventi della legge sul risparmio (che ha assoggettato alla disciplina del prospetto le obbligazioni bancarie e i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazioni) e dal recepimento della MiFID (poiché in tale sede la Consob ha esteso il regime delle regole di condotta previsto dalla direttiva per i soli servizi di investimento e strumenti finanziari a tutti i prodotti finanziari quali fondi e polizze assicurative del ramo III e V).

Esistono tuttavia ancora margini di recupero e di intervento, stante l'affermarsi del nuovo quadro normativo europeo in cui le barriere all'ingresso nei mercati domestici sono progressivamente ridotte per effetto della costante opera di armonizzazione regolamentare coordinata dalla Commissione Europea. È su questo terreno che dovrebbero innestarsi le scelte operate nel breve-medio periodo dall'industria in ordine alla *governance* delle società di gestione e alla struttura distributiva dei fondi comuni di investimento. Lo sviluppo di uno scenario competitivo, caratterizzato da un'offerta di prodotti e servizi ampia e diversificata, risulta premessa indispensabile per creare le condizioni di mercato atte a soddisfare pienamente le differenti esigenze della clientela. Un primo passo in tal senso potrebbe essere compiuto attraverso l'eliminazione di imperfezioni normative che ostacolano il concreto sviluppo di canali distributivi indipendenti, quali le piattaforme telematiche di negoziazione delle quote dei fondi. In particolare, il completamento del processo di dematerializzazione delle quote dei fondi comuni, ad oggi in regime di accentramento solo su base volontaria, consentirebbe la riduzione dei costi di transazione connessi al trasferimento delle quote di fondi tra diversi intermediari, a vantaggio della contendibilità del mercato della distribuzione.

## II – L'ESERCIZIO DELL'ATTIVITÀ DI VIGILANZA DELLA CONSOB

### *1. La vigilanza sull'integrità informativa del mercato e sulla trasparenza ed efficienza del mercato del controllo societario*

Una delle finalità fondamentali dell'attività di vigilanza della Consob consiste nell'assicurare l'integrità informativa del mercato. L'integrità è rappresentata, da un lato, dalla completezza informativa, cioè dalla effettiva e tempestiva diffusione di tutte le informazioni rilevanti riguardanti le società quotate, al fine di consentire agli investitori di effettuare consapevoli scelte d'investimento; dall'altro dalla simmetria informativa, cioè da una distribuzione delle informazioni che metta tutti gli investitori nelle condizioni di poter operare sulla base del medesimo patrimonio informativo, che può essere ovviamente arricchito dalle individuali capacità di analisi.

Il quadro normativo al fine di tutelare l'integrità informativa stabilisce le “regole del gioco” per le diverse categorie di soggetti che operano sul mercato, attraverso la previsione degli obblighi di informazione e delle regole di comportamento che vietano gli abusi di mercato evitando, da un lato, che i detentori di informazioni privilegiate possano operare in condizioni di privilegio informativo, dall'altro, che siano posti in essere comportamenti manipolativi, attraverso la diffusione di informazioni false o fuorvianti o la realizzazione di operazioni che alterino il fisiologico meccanismo di formazione dei prezzi e di realizzazione degli scambi.

L'evoluzione del mercato, sia per quanto riguarda fenomeni di portata generale che influiscono sulle aspettative e sulle strategie degli operatori, sia per quanto riguarda specifiche vicende societarie di particolare complessità, mette costantemente alla prova il sistema delle regole e l'attività di vigilanza.

Nel 2007, il mercato italiano è stato interessato in misura considerevole da eventi che hanno generato situazioni di tensione informativa.

In primo luogo, fenomeni di portata generale, che hanno coinvolto i mercati mobiliari di tutti i principali paesi a partire dalla crisi del mercato dei *subprime*, hanno creato condizioni di turbolenza caratterizzate da una forte accentuazione della volatilità delle quotazioni e degli scambi e da un incremento generalizzato del livello di incertezza.

Ne è derivata una crescente sensibilità dell'andamento del mercato alla diffusione di notizie e dati di carattere macroeconomico e più in generale ai segnali relativi all'orientamento del ciclo economico e alle condizioni di stabilità del sistema finanziario.

Particolare rilevanza hanno assunto le aspettative sulla situazione degli intermediari finanziari, sia quelli cosiddetti tradizionali (banche, assicurazioni, gestori del risparmio) sia nuove categorie di investitori istituzionali, quali gli *hedge fund*, i fondi di *private equity* e i

*sovereign wealth fund*<sup>(37)</sup>. L'insieme dei soggetti coinvolti nei meccanismi di intermediazione finanziaria riveste infatti un ruolo centrale nell'influenzare le condizioni generali dei mercati e le condizioni di stabilità finanziaria a livello sistemico, per la loro rilevanza nell'orientare i flussi di investimento e disinvestimento e per il peso che rivestono in veste di emittenti, per i quali le aspettative sulle prospettive reddituali e patrimoniali contribuiscono a determinare il *sentiment* del mercato. Tale centralità è accentuata dalla crescente integrazione dei diversi comparti dei mercati finanziari, in particolare per quanto riguarda le componenti legate agli strumenti derivati, che porta a un'amplificazione dei meccanismi di trasmissione delle tensioni, considerato anche il peso che gli intermediari finanziari hanno in tali comparti sia sotto il profilo dell'operatività sia dell'esposizione dei loro portafogli verso queste componenti.

La Consob, in tale quadro, ha svolto una specifica attività informativa sul coinvolgimento dei soggetti vigilati nei fenomeni alla base delle turbolenze del mercato sia con riferimento alla crisi del mercato dei *subprime* sia, più in generale, con riguardo al mercato dei derivati negoziati su mercati non regolamentati.

In secondo luogo, in tale quadro di generale turbolenza dei mercati, si sono innescate vicende societarie specifiche che hanno coinvolto emittenti italiani spesso di notevoli dimensioni, che hanno generato ulteriori tensioni sotto il profilo dell'integrità informativa del mercato.

In particolare, nel corso del 2007 si sono verificate tensioni per alcuni emittenti quotati in presenza di mutamenti negli assetti proprietari e di controllo di società quotate, dell'evoluzione della struttura organizzativa di gruppi complessi e di situazioni di difficoltà finanziaria.

L'evoluzione di vicende, che si definiscono secondo un percorso articolato e prolungato nel tempo, crea inevitabilmente condizioni di incertezza, a volte enfatizzate dai mezzi di informazione, soprattutto per eventi che coinvolgono società ritenute centrali per gli equilibri generali del sistema. L'azione di vigilanza è stata volta a prevenire quanto più possibile, e comunque a rimuovere con tempestività, eventuali asimmetrie informative che potessero alterare il regolare andamento delle negoziazioni, attraverso una costante azione di verifica delle potenziali anomalie e l'immediata adozione di interventi atti a ripristinare la regolarità del mercato.

Una vicenda di particolare rilievo, che si è protratta per tutto il 2007 e per il primo trimestre 2008, riguarda la privatizzazione di Alitalia Spa. Tensioni informative si sono determinate in relazione alla complessa situazione societaria e alle peculiarità della procedura di dismissione della partecipazione pubblica. La società, fin dal luglio 2004, è stata assoggettata a obblighi d'informazione mensile del mercato sulla propria situazione finanziaria, essendosi verificate le condizioni di applicazione di questi obblighi per le società che presentano conclamati elementi di rischio per la continuità aziendale. La complessa vicenda della privatizzazione di Alitalia ha inizio a fine 2006 quando il

Ministero dell'Economia bandisce la gara per la cessione della quota di partecipazione nella compagnia di bandiera (49%) a investitori privati. La procedura di gara si protrae fino all'estate del 2007.

In seguito alla progressiva rinuncia alla gara di tutti i soggetti che avevano manifestato il proprio interesse, a fine luglio il Ministero dell'Economia ha comunicato l'intenzione di avviare una nuova procedura semplificata basata su trattativa privata, incaricando il Consiglio di Amministrazione di Alitalia di individuare tempestivamente soggetti industriali e finanziari disponibili ad acquisire il controllo della Società.

In questa fase, caratterizzata da particolare incertezza anche per la presenza di inevitabili profili di riservatezza nella conduzione delle trattative, le richieste di informazioni effettuate dalla Consob hanno contribuito a far emergere l'inconsistenza di alcune ipotesi, manifestatesi tra ottobre e metà dicembre, relative all'esistenza prima di una cordata "nazionale", e successivamente di una cordata capeggiata dal fondo americano Evergreen avente quale probabile partner industriale una compagnia leader asiatica.

Al termine della procedura di trattativa privata, a metà dicembre 2007, la proposta di Air France-Klm è stata individuata come quella in grado di offrire alla società la soluzione più appropriata per la salvaguardia del patrimonio aziendale.

Nel corso dell'intera procedura di dismissione la Consob è intervenuta con continuità, anche nei confronti dell'azionista di controllo, per assicurare la diffusione di informazioni utili per il mercato. Vincoli alla trasparenza sono tuttavia impliciti in una procedura che prevede espressamente successive fasi di formazione delle offerte, delle quali non è sempre possibile fornire una continua e completa informazione al mercato. È stato inoltre richiesto, in via generale, agli organi di Governo di rendere noti, e aggiornare tempestivamente, tempi e modalità della procedura, sottolineando ripetutamente l'opportunità che venissero diffuse al pubblico le sole posizioni ufficiali.

La Consob ha inoltre costantemente vigilato sulla regolarità di funzionamento del mercato con particolare attenzione alle fasi di maggiore incertezza informativa, collaborando con la società di gestione del mercato, Borsa Italiana, nella decisione di sospendere le negoziazioni sui titoli Alitalia, in occasione della diffusione da parte dell'azionista di maggioranza di notizie rilevanti. Tali interventi hanno consentito al mercato di valutare più compiutamente il flusso di nuove informazioni e di prevenire una eccessiva volatilità delle quotazioni di borsa. In tale ambito la Consob ha monitorato con grande attenzione l'andamento del mercato e la concentrazione dell'operatività degli intermediari, anche attraverso la richiesta di informazioni, al fine di rilevare eventuali anomalie e acquisire ogni utile elemento di valutazione e di aggiornamento circa l'esistenza in capo ai singoli operatori di ordini o di strategie operative particolarmente significative.

Di particolare rilievo per l'informazione al mercato sono state anche le vicende relative alla struttura organizzativa e alla evoluzione degli assetti manageriali e di controllo del gruppo Telecom.

Dopo le vicende dell'ultimo trimestre del 2006 legate al progetto di riorganizzazione societaria di Telecom Italia Spa, basato sulla separazione delle attività di telecomunicazione mobile e della rete d'accesso locale, e alla successiva conferma di puntare sulla integrazione di tali attività, a partire dal mese di febbraio 2007 si sono diffuse numerose indiscrezioni su varie ipotesi di riassetto del gruppo.

Ciò ha comportato una continua attenzione da parte degli uffici della Consob con conseguente richiesta di pubblicazione di informazioni e precisazioni. Anche sulla base di tali richieste, è emersa la disponibilità del gruppo Pirelli, socio di maggioranza relativa di Telecom Italia, a cedere l'intera partecipazione detenuta tramite Olimpia. In seguito al ritiro dell'offerta avanzata da AT&T volta a rilevare la quota posseduta da Olimpia, la Consob ha richiesto agli azionisti di redigere una mappa completa e aggiornata delle partecipazioni nella società e, sulla base delle notizie relative a una cordata italo-spagnola per l'acquisizione di Olimpia, ha richiesto ai membri del patto di sindacato che controllava Olimpia la pubblicazione di notizie al fine di poter assicurare le condizioni di parità informativa in merito alla trattativa.

Alla fine del mese di aprile la newco Telco partecipata da Telefonica (42%), Generali (28%), Mediobanca e Intesa (11% ciascuna), Benetton (8%) ha quindi rilevato la società Olimpia, che deteneva una partecipazione pari al 23,6% di Telecom Italia. La Consob in tale occasione ha richiesto di pubblicare numerosi elementi integrativi, tra i quali dettagli sulla modifica del prezzo di cessione, sulla caratteristica dei diritti di prelazione tra i soci di Telco e sulla politica dei dividendi e degli investimenti. La rilevante posizione debitoria del gruppo Telecom e le incertezze riguardo alle strategie del nuovo vertice della società, nominato a novembre 2007, hanno continuato a determinare tensioni sul mercato, che si sono riflesse in una elevata volatilità dei prezzi e degli scambi, nell'ambito di un progressivo deprezzamento del titolo che si è accentuato a partire dal febbraio 2008.

L'acquisizione da parte del gruppo Enel del principale operatore elettrico spagnolo, Endesa Sa, ha avuto un percorso complesso e prolungato che ha richiesto una costante vigilanza sull'evoluzione della vicenda al fine di salvaguardare l'integrità informativa, in una situazione in cui gli elementi di incertezza, fisiologici in operazioni di cambiamento del controllo di società quotate, erano amplificati dalla iniziale presenza di un'offerta pubblica d'acquisto precedente rispetto a quella dell'Enel (lanciata dal gruppo tedesco E.On) e dalla esistenza di un articolato quadro normativo e di procedure autorizzatorie, anche legate a specifiche normative di settore.

La Consob ha seguito con attenzione l'evoluzione della vicenda assumendo informazioni dalle parti coinvolte e mantenendo uno stretto coordinamento con la



corrispondente autorità di vigilanza spagnola. In particolare, all'inizio di aprile, anche sulla base di una pressione congiunta delle due Autorità, le parti coinvolte hanno comunicato di aver raggiunto un accordo che prevedeva la rinuncia da parte del gruppo E.On alla contesa per il controllo di Endesa e il lancio di un'offerta da parte Enel, congiuntamente ad Acciona, società spagnola leader nel settore delle costruzioni, in esito alla quale, nell'ottobre 2007, Enel ha acquisito una partecipazione di controllo in Endesa, diventando uno dei principali gruppi europei nel settore energetico.

Il settore delle banche quotate ha continuato a essere caratterizzato da un elevato dinamismo degli assetti di controllo, nel quadro di una tendenza a una progressiva concentrazione del settore, soprattutto attraverso operazioni di fusione. Nel corso del 2007 si sono realizzate importanti operazioni di fusione tra banche quotate che, insieme a quella tra Banca Intesa e San Paolo Imi realizzata alla fine dell'anno precedente, hanno profondamente mutato l'assetto competitivo del settore bancario italiano, portando alla creazione di soggetti in grado di svolgere un ruolo significativo nel mercato europeo e internazionale.

In particolare con la fusione tra Unicredit e Capitalia, deliberata a metà maggio, è stato creato il più grande gruppo bancario italiano, uno dei principali in Europa. Altre importanti operazioni di fusione sono state realizzate tra banche di medie dimensioni: ad aprile è nata Unione di Banche Italiane Scpa, dalla fusione di Banche Popolari Unite Scpa e Banca Lombarda e Piemontese Spa; a luglio è stato costituito il Banco Popolare Società Cooperativa, dalla fusione delle banche cooperative Banco Popolare di Verona e Novara e della Banca Popolare Italiana.

In tale quadro, il mercato è stato quasi costantemente interessato dal diffondersi di forti aspettative e indiscrezioni in merito alla realizzazione delle possibili operazioni di aggregazione, da cui sono derivate pressioni sui prezzi e sugli scambi. La Consob è intervenuta ripetutamente richiedendo ai soggetti coinvolti di fornire al mercato ogni elemento utile a rimuovere fattori di incertezza che potessero pregiudicare il regolare andamento delle quotazioni. Tale esigenza si è manifestata, in alcuni casi, nelle fasi precedenti alla definizione delle operazioni, nelle quali le richieste della Consob hanno consentito un progressivo aggiornamento del mercato sull'evoluzione delle trattative; in altri casi, invece, l'intervento della Consob ha portato alla smentita delle notizie sull'esistenza di operazioni di aggregazione, effettivamente rivelatesi non fondate.

Con particolare riferimento alla fusione Capitalia-Unicredit, le numerose indiscrezioni inerenti a ipotesi di aggregazione di Capitalia con altre realtà bancarie, circolate nel corso della prima metà dell'anno e con più insistenza all'inizio del mese di maggio, hanno portato la Consob a effettuare specifiche richieste di pubblicazione di informazione. Anche a seguito di un intervento della Commissione, il 15 maggio 2007 è stata annunciata l'esistenza di colloqui per l'aggregazione tra Capitalia e Unicredit. Il 20 maggio i consigli di amministrazione delle società hanno deliberato la fusione.

Un fenomeno relativamente nuovo per il mercato italiano si è presentato nel corso del 2007 e ha riguardato alcune iniziative intraprese da gestori di fondi internazionali, soprattutto *hedge funds*, nei confronti della gestione di società quotate, che hanno avuto un impatto rilevante sull'andamento del mercato dei titoli interessati.

In particolare, nel mese di ottobre 2007, la Consob è intervenuta con richieste di informazioni in seguito alla diffusione da parte dell'*hedge fund* Algebris, azionista di Generali con lo 0,3% e in possesso di opzioni di acquisto per salire fino all'1%, del testo di una propria lettera recapitata al presidente e ai due amministratori delegati di Generali. Nella lettera venivano sollevate critiche relative alla *corporate governance* e ai sistemi di incentivazione del *management* e si indicava che tali problemi erano in grado di produrre una sottovalutazione della società stimata pari a circa il 40%.

La Commissione, in considerazione del forte aumento delle quotazioni e degli scambi determinatosi in seguito alla diffusione della lettera, ha richiesto, a Generali, di commentare le osservazioni del fondo e gli eventuali rapporti intervenuti con il fondo e, al fondo Algebris, di manifestare le proprie intenzioni in merito all'eventuale incremento della propria partecipazione in Generali, al fine di fornire al mercato tutti gli elementi informativi necessari per una corretta valutazione dell'evolversi del dialogo tra le parti.

Profili di particolare rilevanza per l'informazione al mercato e per la tutela degli azionisti di minoranza si sono presentati inoltre con riferimento a una serie di operazioni che hanno come elemento comune quello di prevedere la realizzazione di un'offerta pubblica d'acquisto volontaria su titoli quotati da parte del soggetto controllante. In tale situazione il mercato si trova infatti in una situazione di strutturale asimmetria informativa rispetto al soggetto che promuove l'offerta, con profili potenzialmente critici simili a quelli tipici delle operazioni con parti correlate, ed è quindi particolarmente importante, da un lato, assicurare una completa e tempestiva informazione al mercato, dall'altro garantire che i diversi meccanismi e funzioni di controllo interno previsti dal sistema di governo societario della società oggetto dell'offerta assicurino un'adeguata tutela degli interessi di tutti gli azionisti e non solo di quelli di controllo. Questi aspetti possono diventare particolarmente rilevanti nella fase attuale del mercato azionario, nella quale la rilevante riduzione delle quotazioni intervenuta può incentivare gli azionisti di controllo a lanciare offerte volte a cancellare i titoli dalla quotazione, con la conseguente difficoltà per gli azionisti di minoranza di valutare la convenienza dell'adesione all'offerta soprattutto in un contesto di forte incertezza generalizzata sull'andamento del mercato.

Tale situazione si è presentata nei primi mesi del 2008, in riferimento al progetto di riorganizzazione del gruppo Fondiaria-Sai, che coinvolge anche due altre società quotate del gruppo: Immobiliare Lombarda Spa, che è oggetto di un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria da parte della controllante, e Milano Assicurazioni Spa, cui verrebbero conferite alcune partecipazioni in società controllate non quotate detenute da Fondiaria-Sai.

Al fine di consentire agli investitori di valutare correttamente tali operazioni e di mantenere un'adeguata simmetria informativa sul mercato, la Commissione, mediante ripetuti interventi, ha richiesto a Fondiaria-Sai di fornire maggiori dettagli con riguardo ai conferimenti e ha invitato tutte le società coinvolte a rendere note le modalità attraverso le quali fosse stato assicurato il rispetto dei criteri di correttezza sostanziale e procedurale richiamati nei principi di comportamento approvati dalle società per l'effettuazione di operazioni significative e con parti correlate, nonché le modalità e i termini del coinvolgimento nelle operazioni degli amministratori indipendenti. Inoltre, la Commissione ha richiesto a Immobiliare Lombarda di fornire indicazioni in merito alle valutazioni preliminari che il consiglio di amministrazione avesse effettuato circa l'apprezzamento dell'offerta, all'intervento di esperti indipendenti e a ogni altro intervento ritenuto necessario per tutelare l'interesse dei propri azionisti. Nel mese di febbraio 2008, il Cda di Immobiliare Lombarda, con l'astensione degli amministratori non indipendenti, condividendo il parere espresso dall'esperto indipendente, ha ritenuto non congruo il corrispettivo dell'offerta promossa da Fondiaria-Sai.

Analoghi profili critici sono emersi, sempre nei primi mesi del 2008, con l'Opa promossa dai principali azionisti di Ducati Motor Holding sulle azioni della società finalizzata al *delisting*. Anche in tal caso, al fine di consentire agli investitori di valutare correttamente l'offerta e di mantenere un'adeguata simmetria informativa sul mercato, la Commissione ha richiesto alla società quotata di fornire maggiori dettagli in merito alle modalità e ai termini del coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella valutazione dell'operazione, al rispetto sostanziale e procedurale delle norme di *corporate governance* e all'intervento di esperti indipendenti e di ogni altra azione ritenuta necessaria per tutelare l'interesse degli azionisti di minoranza.

Aspetti in parte simili si sono presentati anche nel caso di alcune offerte pubbliche di acquisto promosse su quote di fondi comuni di investimento di tipo chiuso da parte di soggetti appartenenti allo stesso gruppo della società di gestione che ha emesso tali quote.

Nel 2007 sono state infatti realizzate le prime operazioni di questo tipo sul mercato italiano. Vista la novità dell'operazione e in mancanza di disposizioni specifiche in materia, la disciplina applicata è stata quella prevista in via generale per le Opa volontarie dagli artt. 102 e seguenti del Tuf nel testo all'epoca vigente, opportunamente adattata – ove necessario – per tenere conto delle peculiarità della fattispecie. Tale adattamento è avvenuto, ad esempio, con riferimento alle previsioni di cui all'art. 103, comma 3, del Tuf, che richiede all'emittente di diffondere un comunicato in cui siano rappresentate le proprie valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo proposto: nel caso delle Opa aventi ad oggetto quote di fondi, che si configurano come patrimoni autonomi sprovvisti di personalità giuridica, il ruolo spettante agli emittenti societari nell'approvazione di detto comunicato è stato attribuito alla società di gestione del fondo e, più specificamente, al consiglio di amministrazione della stessa.

Particolarmente rilevanti sono risultate le offerte aventi ad oggetto la totalità delle quote dei fondi comuni di investimento immobiliare di tipo chiuso (tipologia uso uffici) denominati Tecla e Berenice, organizzati e gestiti dalla Pirelli & C. Real Estate Sgr, sui quali successivamente al lancio di un'offerta da parte di Gamma Re Bv (società facente capo al gruppo Pirelli e al gruppo Morgan Stanley) è intervenuta un'offerta concorrente promossa da Zwinger Opco 6 Bv (società partecipata indirettamente da fondi del gruppo Goldman Sachs) e da Galante S.r.l. (società indirettamente controllata da Merrill Lynch & Co. Inc.).

Nel corso dell'offerta si sono succeduti ripetuti rilanci da parte di entrambi gli offerenti che hanno alla fine portato Zwinger a mantenere soltanto l'offerta su Berenice, rinunciando all'Opa su Tecla; parallelamente, Gamma Re ha concluso con successo l'offerta su Tecla, rinunciando all'Opa su Berenice. In entrambi i casi i prezzi finali sono stati significativamente superiori ai prezzi dell'offerta iniziale (del 17% per le quote del fondo Tecla e del 69% per le quote del fondo Berenice).

La Consob ha seguito con particolare attenzione le modalità con cui si sono svolte le sopra citate offerte pubbliche di acquisto, svolgendo anche approfondite analisi, finalizzate a individuare eventuali comportamenti, da parte dei soggetti coinvolti, in violazione delle regole in materia di trasparenza e correttezza dell'informativa fornita agli azionisti e al mercato, e delle regole di diligente e corretto comportamento da parte dei soggetti gestori.

## ***2. Le attività di vigilanza sulla crisi del mercato dei subprime e sul fenomeno degli strumenti derivati***

### ***2.1. La vigilanza sul coinvolgimento dei soggetti vigilati nella crisi del mercato dei subprime***

Dall'emergere della c.d. crisi *subprime* nel mese di luglio, la Consob ha agito su due fronti. In una prima fase, operando in stretto coordinamento con la Banca d'Italia e l'Isvap, si sono ricostruiti i contorni e gli effetti della crisi sul mercato domestico, assumendo informazioni sull'esposizione di banche e assicurazioni quotate verso il fenomeno dei mutui *subprime*; è stata, inoltre, appurata l'esposizione delle famiglie verso strumenti finanziari legati a tali rischi. Nella seconda fase sono state, invece, intraprese le necessarie iniziative per garantire al mercato un adeguato e completo flusso informativo atto a preservare la correttezza dei meccanismi di formazione dei prezzi.

In situazioni di crisi sistemica gli interventi di vigilanza informativa richiedono un attento bilanciamento fra le esigenze di trasparenza del mercato e il pericolo di ingenerare ulteriori elementi di turbolenza, amplificando le tensioni esistenti. Inoltre, come in altre occasioni (non ultime le vicende delle scalate bancarie), è emersa la tensione fra l'interesse del mercato a ricevere un flusso di informazioni costante, completo e accurato, atto a poter

correggere tempestivamente le decisioni di investimento, e l'esigenza di garantire la stabilità degli intermediari e del sistema nel suo complesso.

Il modello di ripartizione delle Autorità di vigilanza sulla base della finalità dei compiti (stabilità, trasparenza e correttezza) consente di perseguire in maniera trasparente i diversi obiettivi, sollecitando opportune e tempestive forme di dialogo e cooperazione fra le Autorità, che nel caso della crisi in esame si sono dimostrate proficue ed efficaci, e rafforza i meccanismi di cosiddetta *accountability* delle Autorità di vigilanza nei confronti delle istituzioni politiche. La presenza di Autorità specializzate nel perseguimento di distinte finalità previene poi il rischio di un sistematico prevalere delle istanze di stabilità rispetto a quelle di protezione delle famiglie che investono il proprio risparmio in azioni oltre che in titoli di debito o depositi.

Nel mese di agosto, la Commissione ha richiesto e acquisito<sup>(38)</sup> dalle società di assicurazioni quotate notizie sulla loro esposizione in qualità di erogatori di mutui *subprime*; investitori a rischio proprio e gestori di prodotti finanziari aventi come attività sottostante i predetti mutui.

Sempre nel mese di agosto, la Consob ha chiesto ai 10 principali intermediari italiani di comunicare informazioni sulla presenza di strumenti finanziari collegati a mutui *subprime* americani nei portafogli amministrati alle date del 30 giugno 2007 e del 20 agosto 2007 e di indicare i controvalori per ciascuno strumento finanziario.

Contestualmente venivano acquisite dalla Banca d'Italia notizie sugli esiti dell'indagine da essa avviata relativa all'esposizione dei principali istituti di credito verso strumenti finanziari aventi come sottostante mutui *subprime* ovvero mutui erogati a soggetti cosiddetti "Alt-A" (cioè la categoria di rischio immediatamente superiore ai *subprime*).

Il flusso informativo così acquisito ha confermato l'assenza di rischi di rilievo e un impatto limitato sul livello dei coefficienti patrimoniali per le maggiori banche italiane nonché un'esposizione (diretta o tramite prodotti del risparmio gestito) del settore assicurativo praticamente nulla, sia per le assicurazioni di maggiore che per quelle di minore dimensione.

Approfondimenti si sono resi necessari solo per una società appartenente al gruppo Unicredit che aveva effettuato strutturazioni di prodotti *Collateralized Debt Obligation* (CDO) con garanzie collaterali costituite per circa la metà del loro importo da *Asset Backed Securities* (Abs) con rischio *subprime/Alt-A*. L'importo di tali strutturazioni risultava molto rilevante (14,7 miliardi di euro, di cui 7,4 miliardi con collaterali aventi ad oggetto strumenti finanziari con rischio *subprime*) ma, stando a quanto comunicato dallo stesso gruppo Unicredit, "le tranche equity dei *Collateralized Debt Obligation* (CDO) con sottostante rischio *subprime* sarebbero state sottoscritte da investitori istituzionali".

La Consob a fine agosto ha convocato gli esponenti aziendali del gruppo Unicredit che hanno dichiarato di escludere rischi di rilievo per la società controllata. Sono anche stati chiesti chiarimenti sull'esposizione verso la banca tedesca Ikb (tra le prime a essere coinvolte nel rischio *subprime*), che è risultata di importo non critico in relazione alla dimensione del gruppo Unicredit.

Al termine dell'indagine, la Consob ha formulato a tutte le 29 banche quotate e a tutte le 9 imprese di assicurazioni quotate la richiesta, ai sensi dell'art. 114 del Testo Unico della Finanza, di fornire un'adeguata informativa circa i prevedibili impatti dell'esposizione verso strumenti finanziari riconducibili ai cosiddetti mutui *subprime* in occasione della prima pubblicazione dei risultati contabili di periodo e, ove di importo significativo rispetto alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria, di procedere senza indugio alla loro diffusione tramite comunicato stampa<sup>(39)</sup>.

Dalle informazioni pubblicate è risultato che l'esposizione, sia per quanto concerne il portafoglio di proprietà sia per quello di terzi, era all'epoca generalmente limitata e in taluni casi inesistente.

Contemporaneamente alle iniziative mirate ad assicurare adeguata trasparenza sul mercato, la Consob ha avviato indagini per quantificare la diffusione di strumenti finanziari connessi a rischi legati a mutui *subprime* nei portafogli "amministrati" o "gestiti" per conto della clientela.

Dalle indagini è emersa la pressoché completa assenza dei titoli in questione nei depositi amministrati di pertinenza dei clienti. Solo taluni intermediari hanno segnalato la presenza nei *dossier* titoli della clientela amministrata di modesti investimenti in quote di fondi (perlopiù lussemburghesi, armonizzati e autorizzati alla commercializzazione nei paesi dell'Unione Europea) esposti ai rischi in esame. Il controvalore degli investimenti in fondi a rischio *subprime* rispetto al controvalore complessivo degli strumenti finanziari di pertinenza della clientela, alla data del 30 giugno 2007, è risultato pari allo 0,1%.

Con riferimento all'indagine sul risparmio gestito è emerso che le consistenze di cartolarizzazioni nel portafoglio delle gestioni individuali e collettive istituite in Italia con sottostanti riconducibili in generale a mutui ipotecari (quindi non solo *subprime*) ammontavano a circa 487 milioni di euro, interamente riconducibili ai portafogli gestiti da società di gestione del risparmio (362 milioni di euro riferibili a gestioni individuali e 125 a gestioni collettive).

Gli investimenti in titoli collegati indirettamente a *basket* di prestiti sono risultati pari a circa 353 milioni di euro, caratterizzati per oltre il 95% da *rating* superiori ad A. Gli investimenti riconducibili a titoli collegati esclusivamente a prestiti *subprime* sono risultati invece pari a circa 30 milioni di euro, tutti con *rating investment grade*.

Per ciò che riguarda le gestioni individuali, l'investimento in titoli direttamente esposti al rischio *subprime* pesava per lo 0,07% del portafoglio complessivo e per il 2,46% degli investimenti in cartolarizzazioni.

Per ciò che riguarda le gestioni collettive, si sono individuati 11 fondi comuni aperti con esposizioni potenzialmente riconducibili a mutui *subprime* e la quota dei titoli esposti a tale rischio sul patrimonio complessivo era pari in media allo 0,7%. Si è rilevato, inoltre, un fondo speculativo specializzato in investimenti in *asset backed securities* (Abs) con un'esposizione pari a 37 milioni di euro, rispetto a un patrimonio complessivo di 125 (30% circa).

A differenza di quanto verificatosi in alcuni paesi europei (Francia, Lussemburgo e Austria) nei quali vi sono stati alcuni casi di fondi comuni aperti che hanno temporaneamente sospeso i riscatti per via della impossibilità di stabilire il valore delle quote, data la mancanza di prezzi significativi sui titoli collegati a mutui *subprime*, casi del genere non si sono verificati nel mercato dei fondi italiani.

Dall'aggiornamento dell'analisi alla fine del 2007 è emerso che le consistenze di cartolarizzazioni nel portafoglio delle gestioni individuali e collettive istituite in Italia con sottostanti riconducibili direttamente a mutui ipotecari *subprime* o *Alternative A*<sup>(40)</sup> erano pari a 45 milioni di euro, mentre se si considerano anche gli strumenti collegati (Collateralized Debt Obligation - CDO), non necessariamente costituiti da *subprime*, gli investimenti ammontavano, alla fine del 2007, a circa 291 milioni di euro. Sono presenti inoltre cartolarizzazioni di crediti *non performing* per circa 28 milioni di euro.

In rapporto al totale delle cartolarizzazioni (inclusi i *covered bond*) l'investimento in titoli potenzialmente esposti al rischio *subprime* risulta allo stato molto limitato (1,22%); gli investimenti in esame sono risultati tutti con *rating* primari (al 4 marzo 2008) superiori o uguali ad A-.

Gli intermediari che alla fine dell'anno detenevano investimenti in mutui *subprime* o *Alternative A* erano Bnp Paribas Am Sgr, Allianz Global Investor Italia Sgr e residualmente Dws Investment Italy Sgr.

Il complesso delle indagini effettuate finora ha mostrato che l'esposizione delle famiglie e dei risparmiatori *retail* italiani al mercato degli strumenti finanziari legati ai mutui *subprime* non presenta allo stato particolari profili di criticità.

La crisi dei mutui *subprime* ha peraltro mostrato come uno *shock* che trae origine da un segmento relativamente circoscritto del sistema finanziario può rapidamente propagarsi su scala internazionale. La riduzione dei prezzi dei titoli direttamente esposti al rischio *subprime* ha rapidamente contagiato tutti gli altri segmenti del mercato delle cartolarizzazioni, anche per effetto della diffusione di incertezze sull'accuratezza dei giudizi delle società di *rating*. La crisi si è estesa al mercato primario e ha reso problematico il rifinanziamento di alcune operazioni di cartolarizzazione a breve termine

di veicoli verso i quali alcune banche avevano esposizioni finanziarie. I timori relativi all'emergere di problemi di stabilità, insieme alle notizie sulle difficoltà di alcuni *hedge fund*, hanno contribuito a estendere gli effetti della crisi ai mercati azionari.

La crisi ha messo in luce come il mercato delle cartolarizzazioni presenti problemi strutturali di valutazione degli strumenti finanziari e di trasparenza delle operazioni.

Sotto il primo profilo, è stata messa in discussione la capacità delle agenzie di *rating* di rivedere tempestivamente i propri giudizi, e in alcuni casi la stessa validità dei modelli di assegnazione iniziale del *rating*, potenzialmente condizionati dalla presenza di conflitti d'interessi. Per ciò che riguarda la trasparenza, invece, è emerso come l'accesso a informazioni *price sensitive* riguardanti operazioni di cartolarizzazione e crediti sottostanti è difficile e costoso e ciò impedisce agli investitori di pervenire a un giudizio autonomo sui rischi dei titoli.

Per ciò che riguarda le implicazioni regolamentari, la disciplina delle agenzie di *rating* si è rivelata uno dei nodi più importanti da sciogliere. L'attuale approccio basato interamente sull'autodisciplina, è oggetto di discussione nelle principali sedi internazionali ed europee alle quali la Consob partecipa attivamente (Iosco e Cesr). L'assetto oligopolistico e globalizzato del mercato rende infatti necessaria un'azione coordinata a livello globale.

La Consob sta valutando anche l'opportunità di rivedere il regolamento varato in occasione dell'approvazione della disciplina nazionale sulle cartolarizzazioni. Appare infatti opportuno riflettere sulla possibilità di definire specifici obblighi informativi nei confronti dei soggetti che realizzano operazioni di cartolarizzazione, anche se rivolte esclusivamente a investitori professionali, per assicurare piena trasparenza ai *covenants* e alle condizioni contrattuali che legano i soggetti che partecipano all'operazione e garantire al mercato un flusso informativo periodico sull'evoluzione della qualità degli attivi cartolarizzati e di altri elementi che possono condizionare il prezzo dei titoli.

La Consob sta inoltre valutando l'opportunità di richiamare le società di revisione che esprimono giudizi sui bilanci degli emittenti quotati a una particolare attenzione alle operazioni di cartolarizzazione, ai titoli emessi a fronte di tali operazioni e ai derivati sul rischio di credito, affinché il bilancio renda trasparente l'esposizione a tali strumenti, l'effettivo trasferimento del rischio verso soggetti terzi ovvero la permanenza in capo all'emittente di rischi potenziali condizionati al verificarsi di specifici eventi.



## 2.2. La vigilanza sul collocamento di strumenti finanziari derivati da parte degli intermediari italiani

### *L'attività della Consob in materia di derivati*

Negli ultimi anni si è registrata un'intensa crescita delle operazioni su derivati negoziati su mercati non regolamentati (derivati *Over The Counter* - Otc). Secondo le informazioni raccolte dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, nel periodo 2000-2006 il controvalore nozionale dei derivati Otc nei paesi del G-10 si è più che quadruplicato, passando da 95.000 a 386.000 miliardi di dollari Usa. I dati pubblicati dalla Banca d'Italia indicano che nel periodo 2000-2006 il controvalore nozionale dei derivati Otc detenuti dai principali gruppi bancari italiani è passato da 1.400 a 6.200 miliardi di dollari Usa.

I dati più recenti confermano un utilizzo intenso dei derivati sia parte delle banche, che hanno posizioni in derivati superiori al totale delle attività in bilancio, sia da parte dei soggetti non finanziari. In particolare, si può stimare che le imprese quotate utilizzano derivati per coprire i rischi su circa il 70% delle loro passività finanziarie, mentre quelle non quotate coprono il 20% circa delle loro passività; per gli Enti Locali i dati disponibili indicano una copertura di circa 1/3 dell'indebitamento, ma probabilmente sottostimano largamente il fenomeno per la mancanza di informazioni sull'esposizione con intermediari esteri.

Il mercato dei derivati Otc ha caratteristiche che ne rendono il funzionamento profondamente diverso da quello dei mercati di altri strumenti finanziari.

Il basso livello di standardizzazione dei contratti derivati determina, di fatto, l'impossibilità della circolazione e del trasferimento delle posizioni fra soggetti diversi dalle controparti originarie. Tale circostanza implica l'assenza di prezzi di riferimento generati da mercati secondari liquidi ed efficienti. La presenza di clausole complesse rende difficoltosa l'adozione, da parte degli stessi intermediari, di modelli per una corretta e completa valutazione del profilo di rischio-rendimento e il *pricing* dei contratti, introducendo nel sistema anche un "rischio di modello". Infine, l'assenza di una controparte centrale che garantisce il buon fine delle operazioni, normalmente presente nei mercati regolamentati di strumenti derivati, comporta per gli operatori l'assunzione di elevati rischi di controparte e implica l'assenza di un meccanismo pubblico e trasparente di valorizzazione giornaliera del valore di mercato (cosiddetto *marking to market*). Una partecipazione "consapevole" al mercato dei derivati Otc richiede dunque elevate competenze finanziarie e sofisticate capacità di gestione dei rischi.

L'azione della Consob in materia di derivati è stata avviata sin dal 2004 e ha condotto a diverse iniziative di vigilanza e alla conclusione di due procedimenti sanzionatori nel 2007 con l'irrogazione di sanzioni per 780.000 euro nei confronti di due intermediari del gruppo Unicredit e alla contestazione di nuove ipotesi di infrazione nei confronti di altri soggetti.

Dall'indagine realizzata nel 2004 era emersa la rilevanza dell'esposizione al mercato dei derivati di imprese non finanziarie e di enti pubblici.

Le famiglie sono risultate coinvolte quasi esclusivamente in modo indiretto, attraverso la sottoscrizione di prodotti strutturati emessi da banche e assicurazioni che incorporano strumenti derivati. La Consob aveva in quest'occasione ribadito i problemi che derivavano dall'esistenza di minori obblighi di trasparenza per i prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni e dall'esclusione, in determinate circostanze, dell'applicabilità delle regole di condotta in capo agli intermediari collocatori. La legge n. 262 del 2005 e le modifiche della disciplina primaria e secondaria per il recepimento della MiFID hanno rimosso tali asimmetrie regolamentari, equiparando la disciplina dei prodotti bancari e assicurativi a quella degli altri prodotti e strumenti finanziari, realizzando così un rafforzamento del livello di tutela dei risparmiatori.

Dall'indagine della Consob era inoltre risultato che i contratti di gran lunga più diffusi fra imprese ed enti pubblici erano gli *interest rate swap* e che le forme di *swap* maggiormente trattate erano quelle cosiddette complesse o "esotiche". Risultavano pure molto diffusi i contratti *swap non par* che prevedevano, sin dal momento della stipula, un valore di mercato negativo per i clienti; l'equilibrio finanziario della transazione veniva in alcuni casi realizzato mediante il versamento di una somma di denaro *upfront* da parte dell'intermediario<sup>(41)</sup>.

Gli intermediari offrivano i derivati Otc assumendo posizioni in contropartita diretta con i clienti che risultavano classificati come "operatori qualificati". Grazie a tale qualificazione, gli intermediari risultavano tenuti a rispettare solamente i doveri generali di trasparenza, correttezza e diligenza, ma non quelli, molto più pregnanti e articolati, di valutazione della piena adeguatezza degli strumenti proposti o consigliati alla propensione al rischio, alla situazione patrimoniale e alle conoscenze finanziarie dei clienti.

Gli esiti dell'indagine, unitamente all'analisi degli esposti nel frattempo pervenuti alla Consob e alle segnalazioni statistiche di vigilanza, hanno indotto la Commissione ad avviare specifiche azioni di vigilanza, esaminando analiticamente l'operatività dei principali gruppi bancari operanti sul mercato dei derivati Otc; operatività che, data l'elevata concentrazione del settore, rappresentava circa i 2/3 dell'intero mercato.

Sono state quindi avviate, anche in collaborazione con la Banca d'Italia, verifiche ispettive per accertare le modalità della cosiddetta "ingegnerizzazione" dei prodotti derivati Otc e la loro "distribuzione" ai clienti non finanziari.

Le verifiche condotte hanno messo in luce che i derivati Otc sono stati generalmente proposti alla clientela come strumenti di copertura del rischio. Tuttavia si è spesso rilevata la mancanza di presidi organizzativi e procedurali che potessero assicurare che le operazioni proposte fossero effettivamente definibili di copertura, secondo le indicazioni fornite dalla Consob in apposita Comunicazione ed è anzi risultato che i derivati proposti

erano sovente per loro stessa struttura inadatti al soddisfacimento dei bisogni di copertura di aziende non finanziarie o di enti pubblici.

In alcuni casi si è poi rilevato che non erano presenti procedure aziendali atte a ricostruire a posteriori e a giustificare il *pricing* dei contratti, ma che il prezzo dei contratti era particolarmente vantaggioso per le banche. In sostanza, i derivati erano proposti alla clientela come contratti alla pari, mentre in realtà presentavano un valore di mercato negativo per i clienti.

A conclusione degli accertamenti, la Consob ha avviato e concluso due procedimenti sanzionatori per violazione della normativa di settore, con specifico riguardo alle procedure aziendali, risultate non idonee a garantire la ordinata, corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti derivati Otc. I procedimenti hanno riguardato sia carenze nella fase di “produzione” (procedure di ingegnerizzazione dei prodotti e di *pricing*, governo del processo produttivo da parte del vertice aziendale) sia nella fase “distributiva” (selezione della clientela, selezione delle operazioni e vigilanza degli addetti).

Considerate le generalizzate carenze rilevate nel settore della vendita di derivati Otc, la Consob ha poi avviato un’iniziativa di vigilanza di carattere più ampio, attraverso la convocazione degli esponenti aziendali di diversi intermediari – non solo di quelli sanzionati – per esaminare lo sviluppo di misure urgenti di adeguamento della struttura operativa agli obblighi normativi, in tutte le fasi produttive e distributive.

In particolare, nella fase distributiva, gli intermediari dovranno valutare le reali necessità di copertura dei clienti e suggerire i prodotti più idonei, anche tenendo conto del costo di opportunità alternative.

È stata sottolineata la necessità che gli intermediari si dotino di procedure di *pricing* trasparenti e verificabili *ex post* e che il processo di *pricing* sia predeterminato, basato su metodologie di valutazione diffuse sul mercato e oggetto di revisioni periodiche sia da parte delle strutture di *front office* sia da parte della funzione di controllo interno.

### *Le innovazioni derivanti dal recepimento della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID)*

Il quadro normativo applicabile al collocamento di strumenti derivati, e più in generale alla prestazione di servizi di investimento, è destinato a mutare a seguito dell’avvenuto recepimento della direttiva MiFID.

L’impostazione di fondo della MiFID è in linea di principio analoga a quella del “vecchio regime”, prevedendo una graduazione delle tutele in relazione alla tipologia di clientela con cui opera l’intermediario. Vi è però una novità importante rappresentata da una più puntale e articolata metodologia di classificazione della clientela.

La MiFID ha introdotto la distinzione fra “clienti al dettaglio” e “clienti professionali” che, in linea generale, riflette la distinzione fra “operatori qualificati” e altri investitori (cioè la clientela *retail*) del “vecchio” regime. Nella MiFID la nozione di “cliente professionale” è però più articolata rispetto al vecchio ordinamento.

In particolare, è prevista la distinzione fra clienti professionali “di diritto” e clienti professionali “su richiesta”. I clienti considerati professionali di diritto sono fondamentalmente gli intermediari finanziari, gli investitori istituzionali e le grandi imprese non finanziarie che superano almeno due di tre parametri dimensionali predefiniti a livello di bilancio civilistico (attivo superiore a 20 milioni di euro, fatturato superiore a 40 milioni di euro e fondi propri superiori a 2 milioni di euro). A tali clienti privati professionali “di diritto” si aggiungono quelli pubblici, che il Ministero dell’economia e delle finanze deve individuare con apposita disciplina, sentite la Consob e la Banca d’Italia.

La MiFID prevede poi che, affinché un cliente al dettaglio possa essere su propria richiesta classificato come professionale, l’intermediario deve valutarne adeguatamente le conoscenze e le esperienze ed essere sicuro che sia in grado di adottare consapevolmente le decisioni di investimento e comprendere i rischi che assume. Al tal fine non è più sufficiente, come nel “vecchio regime”, una semplice “autocertificazione” del cliente; sarà necessaria una valutazione da parte dell’intermediario basata su elementi oggettivi.

Questa nuova impostazione avrà un impatto rilevante sul quadro della disciplina della vendita dei derivati alle imprese. Infatti, le soglie dimensionali fissate dalla MiFID per classificare un’impresa come “cliente professionale” risultano elevate, tenuto conto della frammentazione del nostro sistema industriale e produttivo, ma anche della larga diffusione delle strutture di gruppo (i parametri della MiFID si applicano infatti a livello di singola impresa). È dunque stimabile che, applicando i parametri dimensionali della MiFID, moltissime imprese non finanziarie con posizioni in derivati Otc non rientrino nella categoria dei clienti professionali né abbiano i requisiti oggettivi previsti dalla MiFID per potere essere classificate professionali “su richiesta”.

L’applicazione del nuovo regime avrà dunque l’effetto di innalzare i livelli di tutela per le imprese che operano in derivati, limitando fortemente la possibilità che esse siano classificate come clienti professionali. Per ciò che riguarda i soggetti pubblici, e più in particolare, gli Enti locali, inciderà anche la disciplina in corso di predisposizione da parte del Ministero dell’economia.

#### *La vicenda Italease*

Una vicenda di particolare gravità è emersa verso la fine del primo semestre del 2007, quando, anche a seguito di specifiche richieste della Consob, Banca Italease ha comunicato al mercato l’esistenza di rilevanti potenziali rischi di controparte riferibili a strumenti derivati Otc stipulati con la clientela.

I crediti verso clienti per posizioni in derivati risultavano crescere dai 225 milioni di euro del 31 dicembre 2006 a circa 400 milioni di euro alla fine di maggio 2007. Tale esposizione arrivava a circa 920 milioni di euro alla data del 30 giugno 2007.

La Consob ha svolto accertamenti, anche tramite audizioni, nei confronti degli amministratori e del collegio sindacale della Banca, nonché della società di revisione. Nel corso di un'indagine ispettiva è stata acquisita documentazione sull'attività di revisione svolta per l'area derivati della banca relativamente al bilancio 2006.

Gli esiti degli accertamenti hanno evidenziato che a partire dal 2003 Banca Italease ha iniziato un'attività di negoziazione pareggiata di prodotti derivati Otc su tassi di interesse (*Interest Rate Swap* "IRS"). A fronte di ogni strumento derivato sottoscritto con la clientela, la Banca stipulava nella stessa giornata un contratto speculare con una controparte istituzionale finanziaria, in modo che ciascuna posizione risultasse pareggiata<sup>(42)</sup>.

Nel 2007, la Consob ha inviato alla Procura della Repubblica di Milano tre segnalazioni. Con la prima ha trasmesso elementi informativi acquisiti nel corso dell'attività di vigilanza. Con la seconda sono state rappresentate considerazioni in merito alla correttezza dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31.12.2006, che hanno condotto all'attivazione dei poteri di impugnativa da parte della Consob in data 31 ottobre 2007. Con la terza sono stati segnalati fatti ritenuti di possibile rilevanza penale ai sensi dell'art. 331 del c.p.p..

In materia di rappresentazione contabile, è emerso che la Banca non ha valutato correttamente l'effettivo rischio di credito, sottovalutando le componenti negative del conto economico. Inoltre, la Banca non ha correttamente descritto in bilancio l'operatività in derivati con la clientela che non poteva essere qualificata come volta alla copertura del rischio di interesse a cui i clienti erano esposti, ma piuttosto di natura speculativa.

La Banca, inoltre, al fine di coprire gli oneri connessi con la chiusura anticipata dei contratti con i clienti senza richiedere il relativo corrispettivo, ha stipulato con i clienti e con le banche controparti contratti derivati che presentavano profili di rischio ancora più elevati di quelli chiusi anticipatamente.

Peraltro, non è stata fornita una corretta informativa in merito alle commissioni incassate dalle banche prodotto che hanno contribuito alla realizzazione di un risultato positivo da parte della società. Tali commissioni, contrariamente a quanto dichiarato, non erano il compenso di un servizio reso alla clientela, ma essenzialmente il contributo fornito dalle banche controparti per la stipula di contratti molto onerosi per la banca e quindi con un profilo di rischio elevato.

La Banca, infine, non ha fornito in bilancio una descrizione corretta dei rischi sottostanti le operazioni di cartolarizzazioni.

Tali carenze hanno determinato la non corretta contabilizzazione dei rischi della società e l'omissione di informazioni rilevanti nei bilanci d'esercizio e consolidato 2006 che non hanno fatto percepire i reali rischi a cui la società era sottoposta.

Il comportamento della banca, nella prestazione di servizi di investimento, è stato oggetto delle necessarie iniziative di vigilanza.

### ***3. Le nuove aree di vigilanza della Consob***

#### **3.1. La vigilanza di trasparenza sui prodotti finanziario-assicurativi**

La competenza istituzionale attribuita alla Consob in tema di trasparenza dei prodotti finanziari offerti al pubblico dei risparmiatori comprende oggi, grazie agli interventi legislativi effettuati nel corso del 2005 e 2006 (l. 262/2005 e d.lgs. 303/2006), i contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario, individuati dalla stessa legge nelle polizze dei rami vita III (cc.dd. *unit* e *index linked*) e V (operazioni di capitalizzazione), fatta eccezione per i contratti destinati ad attuare forme pensionistiche complementari.

Le ragioni di tale scelta normativa sono da rintracciare nella volontà del legislatore di eliminare l'eterogeneità nella disciplina della trasparenza di prodotti finanziari fungibili, ma emessi da soggetti disciplinati, in virtù dell'attività economica svolta, da regimi normativi differenti.

La Consob, esercitando la propria potestà normativa, ha predisposto, nell'ambito delle disposizioni regolamentari in materia di emittenti, le regole che le imprese di assicurazione devono rispettare nello svolgimento dell'offerta e gli schemi di prospetto per i differenti "prodotti finanziari-assicurativi", con l'obiettivo di favorire:

- una miglior comprensione delle caratteristiche finanziarie di tali prodotti;
- una maggior fruibilità dell'informativa per gli investitori non sofisticati;
- una più agevole comparabilità con i prodotti percepiti, dagli stessi investitori, come equivalenti.

Nel rispetto dei vincoli comunitari posti dalle direttive del settore assicurativo (Direttiva 2002/83/CE) e in coerenza con le scelte già operate dal legislatore nazionale nel Codice delle assicurazioni private (d.lgs. 209/2005), non è stato previsto un regime di autorizzazione del prospetto che viene depositato presso l'archivio della Consob, contestualmente all'avvio dell'offerta.

Non essendo previsto un controllo preventivo del prospetto, la Consob ha ritenuto necessario, anche per poter eventualmente esercitare i poteri interdittivi di cui all'art. 99 del Tuf, sviluppare meccanismi di monitoraggio della trasparenza dell'offerta in una fase successiva al deposito del Prospetto.

In considerazione della complessità dei prodotti finanziario-assicurativi e delle specificità sottese alla loro ingegnerizzazione finanziaria – frequentemente combinata a elementi tecnici appartenenti alla sfera attuariale-assicurativa – è stato definito un modello di vigilanza basato su appositi strumenti, anche informatici.

Il modello è stato elaborato con un duplice obiettivo:

- a livello di singolo prodotto, per verificare la conformità dell'informativa contenuta nella documentazione d'offerta agli schemi regolamentari;
- a livello di mercato, per realizzare una “mappatura” delle caratteristiche dei prodotti oggetto di sollecitazione funzionale ad analizzare le dinamiche dell'offerta (ossia, le politiche commerciali delle imprese di assicurazione) e della domanda (l'orientamento degli investitori).

Il modello di vigilanza si basa sulla analisi di alcuni elementi chiave contenuti nel relativo prospetto informativo e attinenti agli aspetti di onerosità e rischiosità del prodotto stesso.

Elemento essenziale della disciplina di trasparenza imposta dalla Consob riguarda la rappresentazione della struttura dei costi dei prodotti finanziario-assicurativi, mediante una tabella che descrive la scomposizione in termini percentuali del premio versato, al fine di distinguere la diversa natura dei vari costi sostenuti dall'investitore, dando piena trasparenza all'onerosità del prodotto.

È stata inoltre prevista un'adeguata descrizione dei prodotti in relazione alle caratteristiche della loro ingegnerizzazione finanziaria e dei relativi fattori di rischio.

In particolare, per i prodotti di tipo *unit linked* o *index linked*, è stata richiesta l'indicazione qualitativa del grado di rischio del prodotto e una adeguata rappresentazione degli scenari di rendimento del capitale investito al termine della durata del contratto, da rappresentare mediante il confronto probabilistico con il rendimento di un'attività finanziaria priva di rischio sul medesimo orizzonte temporale.

Con riferimento ai prodotti finanziari di capitalizzazione che investono in gestioni interne separate e/o in altre provviste di attivi, è stata prevista una adeguata trasparenza sul funzionamento del processo di rivalutazione periodica al fine di superare l'elevato grado di opacità che ha finora caratterizzato tali prodotti. Infatti, sebbene alcune caratteristiche tecnico-contrattuali (e.g. il rendimento minimo garantito) tutelino il potenziale investitore-contraente, le polizze di capitalizzazione presentano rilevanti profili di problematicità connessi al processo di valorizzazione delle attività finanziarie che ne caratterizzano l'investimento. La c.d. rivalutazione periodica del capitale investito in questo tipo di prodotto è legata al risultato della gestione, e, quindi, a una valorizzazione degli attivi che non si basa sul valore corrente di mercato (come invece richiesto per le quote di fondi interni e/o Oicr nei prodotti di tipo *unit linked* ovvero per le componenti obbligazionarie e

derivative nei prodotti di tipo *index linked*), bensì sugli utili o le perdite effettivamente realizzati.

Nel periodo luglio - dicembre 2007, i prospetti d'offerta depositati presso l'Archivio Prospetti della Consob e sottoposti all'attività di vigilanza sono stati 444, di cui il 78% relativi a prodotti assicurativi di tipo *index linked* o *unit linked*, con una lieve prevalenza dei primi, e il 22% a prodotti di capitalizzazione.

L'applicazione di specifici allertatori previsti dal modello di vigilanza ha consentito di rilevare la presenza di anomalie nella documentazione depositata. Le segnalazioni dei sistemi di vigilanza, che hanno spesso comportato approfondimenti di natura quantitativa tesi a verificare le caratteristiche di rischio dei prodotti attraverso l'analisi della loro morfologia finanziaria, hanno comportato interventi di *enforcement* su 182 prospetti, portando, in molti casi, all'aggiornamento dell'informativa per gli investitori con l'obiettivo di evitare un'erronea e/o incompleta rappresentazione dei costi e/o dei rischi dei prodotti offerti. Gli interventi, che hanno coinvolto in modo sostanzialmente omogeneo le diverse tipologie di prodotti, hanno riguardato in un terzo dei casi la scomposizione dei costi, con una maggiore frequenza per i prodotti di tipo *unit linked* e *index linked*, e in due terzi la rappresentazione della ingegnerizzazione finanziaria e dei relativi fattori di rischio.

L'applicazione del modello di vigilanza, unitamente alle azioni di *enforcement* realizzate nel corso del secondo semestre del 2007, ha messo in evidenza alcuni problemi applicativi del Regolamento Emittenti. Sono state quindi predisposte ipotesi di modifiche delle norme regolamentari e degli schemi di prospetto per minimizzare le incertezze interpretative.

Tali ipotesi sono state sottoposte a consultazione, nell'ambito di una più generale consultazione condotta congiuntamente da Consob e Isvap per coordinare la disciplina dettata dal Codice delle Assicurazioni e dai regolamenti Isvap (relativa alla distribuzione di polizze di ramo I) e quella recata dal Tuf e dai regolamenti Consob (relativa ai prodotti finanziari di ramo III). Al termine dei lavori, Consob e Isvap adotteranno una comunicazione congiunta che renderà definitive le indicazioni operative e stipuleranno un protocollo d'intesa al fine di coordinare l'esercizio delle rispettive funzioni di vigilanza.

### 3.2. La vigilanza sul governo societario nel modello dualistico di amministrazione e controllo

L'introduzione nell'ordinamento italiano della facoltà di scegliere il sistema di amministrazione e controllo delle società tra diversi modelli ha aperto una nuova fase nella *corporate governance* delle imprese italiane. La maggiore libertà di scelta nell'articolazione delle funzioni di amministrazione e controllo offre la possibilità di diversificare la fisionomia delle società, tenendo conto delle specifiche caratteristiche di



ogni realtà, sotto il profilo degli assetti proprietari, delle strutture organizzative, del settore di appartenenza e della impostazione strategica.

Le imprese italiane hanno mostrato una certa prudenza nello sfruttare la possibilità di scelta del modello societario: il sistema monistico è presente in poco più dell'1% del totale delle società per azioni italiane (1,3%), il dualistico in poco meno (0,8%).

Anche per le società quotate il ricorso a forme societarie alternative è stato lento: fino alla fine del 2006 solo 3 società avevano adottato il sistema monistico e 3 il sistema dualistico. Si trattava peraltro di società di piccole dimensioni. A fine 2006 con la fusione tra i gruppi Banca Intesa e San Paolo Imi, che ha dato luogo alla società Intesa Sanpaolo Spa, si è attivata una tendenza all'adozione del sistema dualistico che ha interessato in particolare il sistema bancario e le società interessate da operazioni di fusione. Tra il 2007 e i primi mesi del 2008 hanno optato per il sistema dualistico, cinque società, di cui tre banche<sup>(43)</sup>.

Risulta utile evidenziare che sebbene in valore assoluto le società quotate che hanno adottato il sistema dualistico sono solo nove, il loro peso appare assai rilevante. Le cinque società con il sistema dualistico appartenenti all'indice S&P Mib rappresentano infatti oltre il 20% della capitalizzazione dello stesso indice. Tali dati sembrano in linea con quelli desumibili nel sistema francese, nel quale, come in Italia la scelta del modello societario è lasciata alle singole società: tra le società francesi che hanno adottato il sistema dualistico, le otto appartenenti all'indice Cac40 rappresentano poco più del 18% della capitalizzazione dello stesso indice.

Si tratta quindi di un quadro in evoluzione, peraltro in fase di avvio ed è quindi difficile trarre indicazioni consolidate.

Dalle prime evidenze si conferma la presenza di specifici fattori alla base della scelta del modello societario. Le società che hanno adottato il sistema monistico sono tutte di piccole dimensioni (inferiori a 500 milioni di capitalizzazione), sono di recente quotazione e presentano assetti proprietari caratterizzati da un controllo familiare.

Le società che hanno adottato il sistema dualistico hanno come caratteristica comune (con una sola eccezione) un assetto di controllo di tipo coalizionale con una forte presenza di istituzioni finanziarie e di fondazioni.

Il complesso di queste evidenze, indubbiamente parziali, giustifica comunque l'attenzione che l'adozione del sistema dualistico sta ricevendo in Italia, da parte degli studiosi ma soprattutto da parte delle Autorità di vigilanza del mercato finanziario, e sollecita sotto diversi profili un'attenta considerazione delle modalità applicative:

- l'articolazione delle funzioni di gestione e controllo tra i due organi societari, il consiglio di gestione e il consiglio di sorveglianza, in conseguenza di un certo grado di commistione strutturale tra tali funzioni, rispetto al sistema tradizionale dove il collegio sindacale ha esclusivamente funzioni di controllo;

- gli effetti che le modalità applicative del modello dualistico possono avere rispetto al corretto ed efficace funzionamento dei meccanismi di controllo interno alle società quotate.

La Consob ha avviato, per quanto di competenza, un'analisi sul ricorso da parte delle società quotate al modello dualistico e sui possibili effetti che l'adozione di un modello diverso da quello tradizionale potrebbe produrre sul sistema di vigilanza delle quotate.

In particolare, con specifico riguardo ai processi d'integrazione societaria che hanno comportato l'adozione del modello dualistico, si è cercato di assicurare la più ampia trasparenza sulle modifiche della *governance* richiedendo di indicare nelle relazioni degli amministratori alle assemblee nonché nei documenti informativi sulle fusioni chiarimenti sulle specifiche competenze dei nuovi organi di amministrazione e controllo della società risultante dalla fusione e dei comitati eventualmente costituiti all'interno di tali organi.

In via di *moral suasion*, a prescindere dalla qualificazione di alcuni contratti come patti parasociali, è stata richiesta una tempestiva pubblicazione, con le modalità di cui all'art. 122 del Tuf, delle clausole, contenute negli accordi quadro sulla fusione, relative alla composizione e al funzionamento degli organi societari.

Tali approfondimenti sono stati effettuati anche al fine di accertare che le nuove strutture di *governance* mantengano saldi i presidi di controllo interno, e ciò in considerazione della peculiarità del modello dualistico per cui all'organo deputato al controllo interno (il consiglio di sorveglianza) sono attribuiti compiti che nel modello tradizionale spettano all'assemblea<sup>(44)</sup> e, qualora lo preveda lo statuto, funzioni di c.d. "alta amministrazione"<sup>(45)</sup>.

Occorre, inoltre, sottolineare come il Testo Unico della Finanza abbia previsto per i componenti del consiglio di sorveglianza gli stessi doveri di vigilanza sulla gestione individuati per i sindaci nel sistema tradizionale (nonché gli stessi requisiti di indipendenza e analoghi poteri) e abbia attribuito al consiglio di sorveglianza lo stesso ruolo di "interlocutore privilegiato" della Consob nei controlli sulla gestione.

Alla luce della breve esperienza applicativa non si ritiene possibile esprimere giudizi definitivi sui modelli alternativi di amministrazione e controllo ma sembra opportuno evidenziare alcuni aspetti che, a un primo esame, meritano una particolare attenzione.

Notevoli dubbi sorgono in relazione alla definizione di operazioni strategiche e, cioè, nella delimitazione della competenza del Consiglio di Sorveglianza nell'esercizio del suo potere di "alta amministrazione".

Dall'analisi degli statuti delle società che hanno adottato il modello dualistico si è riscontrato che in sette casi è stato attribuito al Consiglio di Sorveglianza il potere di deliberare in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari della società, in un caso è stato attribuito al Consiglio di Sorveglianza il potere di deliberare in ordine ai piani industriali e finanziari e di autorizzare le operazioni di investimento che

impegnano la società oltre un certo importo e, infine, nell'ultimo caso analizzato nessun potere è stato attribuito al Consiglio di Sorveglianza in relazione alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari della società.

Dall'analisi degli statuti è emerso, inoltre, che il riferimento alle competenze gestionali del Consiglio di Sorveglianza è indiretto e si realizza quando, assegnando la funzione amministrativa al Consiglio di Gestione, si garantiscono le competenze a esso attribuite dalla legge o dallo statuto.

Interpretando in modo estensivo, però, che cosa si debba intendere per operazioni strategiche, sono state espressamente attribuite al consiglio di sorveglianza numerose competenze di tipo gestorio, anche se con differenze tra società e società (ad es. si parla dell'approvazione di qualsiasi operazione di natura straordinaria, dell'approvazione di ogni modifica statutaria da sottoporre all'assemblea, di competenze in materia di organigrammi di gruppo, di politiche di remunerazione, di acquisto azioni proprie, ecc.).

Risultano evidenti, quindi, le perplessità sull'efficacia di un'attività di vigilanza svolta da soggetti intensamente impegnati nell'attività di tipo gestorio. Più specificamente, occorre domandarsi come si possano conciliare in capo ai componenti dell'organo di controllo l'attribuzione di compiti gestori, che richiedono valutazioni sul merito delle operazioni e quindi sull'opportunità delle stesse, e la terzietà di giudizio necessaria per effettuare il controllo di legittimità sulla gestione richiesto dalla legge.

Da ciò consegue un evidente rischio di sovrapposizione di competenze tra organo di gestione e organo di controllo con una connessa confusione di ruoli e responsabilità.

D'altro canto, però, la possibilità offerta al Consiglio di Sorveglianza di deliberare in ordine ai piani industriali e finanziari e ai piani strategici consente a quest'ultimo, date le maggiori informazioni disponibili, di verificare la correttezza della gestione in modo più efficiente rispetto all'organo di controllo del sistema tradizionale.

La sfida del sistema dualistico consiste, pertanto, nel cercare di conciliare i vantaggi che dallo stesso possono derivare – e cioè l'incremento di informazioni disponibili per l'organo di controllo – con gli svantaggi strutturali insiti nello stesso sistema – e cioè la possibile commistione tra funzione di gestione e funzione di controllo.

L'individuazione di possibili soluzioni al problema risulta non semplice in considerazione della limitata esperienza alla quale è possibile far riferimento e, soprattutto, alle caratteristiche che contraddistinguono tale sistema di amministrazione e controllo rispetto a quanto previsto in altri ordinamenti.

Alla luce di quanto detto occorre valutare, innanzitutto, se, in un'eventuale prospettiva di perfezionamento della riforma, non sia preferibile individuare all'interno del consiglio di sorveglianza un comitato al quale delegare i compiti inerenti alla funzione di controllo.

In alternativa a tale soluzione, sarebbe auspicabile – similmente a quanto previsto dalle recenti Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche emesse da Banca d'Italia – rendere obbligatoria l'istituzione di un comitato per il controllo interno, con poteri istruttori, consultivi e propositivi, il cui parere dovrebbe essere obbligatorio. Tale sistema si completerebbe con l'obbligo di motivazione da parte del Consiglio di Sorveglianza delle decisioni assunte in difformità del parere emesso dal comitato.

Al fine di massimizzare i benefici sopra menzionati, la commistione di funzioni che strutturalmente caratterizza il sistema dualistico potrebbe, altresì, essere arginata ma non eliminata rendendo obbligatoria, nel caso in cui vengano conferiti al Consiglio di sorveglianza i poteri di cui alla lettera *f-bis*) dell'art. 2409-*terdecies* c.c., la redazione dell'elenco delle operazioni strategiche. La preventiva definizione delle operazioni strategiche eliminerebbe la discrezionalità circa le operazioni da sottoporre al vaglio del Consiglio di sorveglianza e, allo stesso tempo, renderebbe necessaria una valutazione delle operazioni da considerare "strategiche". Obbligo analogo è stato previsto anche nelle citate disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia il cui ambito di applicazione risulta naturalmente limitato alle banche.

Un'ulteriore area di approfondimento riguarda la possibilità per i consiglieri di sorveglianza di assistere alle adunanze del consiglio di gestione. Infatti, se da un lato, limiti alla partecipazione possono influire negativamente sulla quantità di informazioni disponibili e quindi sulla qualità del controllo esercitate, dall'altro, la partecipazione dei controllori, forniti anche di compiti di alta amministrazione, alle riunioni dell'organo di gestione può aumentare la commistione tra funzione di controllo e funzione di gestione. Una possibile soluzione potrebbe essere individuata, intervenendo per via legislativa nella direzione prima indicata di valorizzare la funzione del comitato di controllo, nel limitare la partecipazione ai soli componenti di tale comitato. Una ulteriore possibile alternativa potrebbe essere individuata, sempre nell'ambito di un eventuale perfezionamento della riforma, nello specificare puntualmente contenuto e limiti della partecipazione dei consiglieri di Sorveglianza al Consiglio di gestione.

### 3.3. I controlli di qualità sulle società di revisione

Le modifiche apportate al Tuf dalla riforma del risparmio, nel recepire alcuni principi contenuti nella nuova VIII direttiva nonché i primi orientamenti delineati dalla Commissione Europea in materia di controlli sull'attività di revisione contabile, hanno consentito di indirizzare l'attività di vigilanza attraverso nuove linee evolutive.

In particolare, il nuovo art. 162 del Tuf, in virtù delle modifiche introdotte dal d.lgs. n. 303/2006, ha assegnato alla Consob il compito di provvedere allo svolgimento sistematico di "controlli di qualità" sulle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale.

Tale attività si concretizza nella verifica dell'efficacia delle misure organizzative e delle procedure adottate dalle società per garantire elevati *standard* di qualità. Tutti gli organismi di supervisione degli *auditor* a livello internazionale stanno investendo risorse nei controlli di qualità cui viene attribuito un ruolo determinante per innalzare la qualità della revisione a livello globale.

Alla luce di tale quadro evolutivo, si è resa necessaria anche per la Consob la definizione di strategie e piani operativi in linea con il nuovo approccio, che richiede uno spostamento del *focus* della vigilanza dal singolo incarico di revisione alla complessiva organizzazione delle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale e, in particolare, alle procedure adottate per garantire che i lavori vengano svolti nel rispetto dei principi di revisione.

Nella valutazione della configurazione, ampiezza e tempistica delle procedure adottate dalla singole società, la Consob tiene conto di aspetti quali la dimensione della società, la sua distribuzione geografica, la sua struttura organizzativa e i costi/benefici di dette procedure nella specifica realtà applicativa.

Più in particolare, le procedure di controllo debbono riferirsi ad aree di particolare rilievo, quali: i requisiti professionali e di competenza del personale, le fasi dell'accettazione e del mantenimento della clientela, dell'assegnazione degli incarichi a personale di livello adeguato, la direzione e la supervisione dei lavori di revisione, la consultazione di figure dotate dell'esperienza e della competenza richieste dalla specifica situazione. Si tratta di procedure che la società è chiamata a monitorare, attraverso assidui controlli volti a verificarne l'adeguatezza e l'efficacia operativa.

Il modello di vigilanza sulle società di revisione risulta quindi oggi articolato nello svolgimento di una pluralità di attività da pianificare sulla base di parametri di materialità/rischiosità e delle risorse disponibili e che si articola sia su controlli sistematici, sia sulla realizzazione di specifiche attività di *enforcement* su incarichi di revisione relativi a documentazione contabile che ha presentato problemi di informazione al mercato. A questo si aggiunge una rilevante attività di regolamentazione tecnica, prevalentemente realizzata partecipando al processo di emanazione dei principi di revisione internazionali (Isa), nell'ottica di un eventuale *endorsement* di tali standard da parte della Commissione Europea nel 2009, come nel caso dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs (*International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards*).

In tale contesto sono state avviate nella seconda metà del 2007 verifiche su tre società di revisione – una di grandi, una di medie e una di piccole dimensioni – al fine di accertare la conformità delle procedure organizzative da esse adottate al Principio di revisione n. 220, raccomandato dalla Consob, avente ad oggetto “Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile”.

Tali verifiche si sostanziano, sinteticamente, nello svolgimento delle seguenti attività:

- analisi della struttura organizzativa e del *network* di appartenenza;
- valutazione delle direttive e delle procedure adottate dalla società di revisione ai fini del rispetto del Documento n. 220 in tema di controlli di qualità;
- esame dell'attività di monitoraggio interno svolta dalla società di revisione, verificando i test svolti e la loro adeguatezza rispetto ai relativi obiettivi di controllo;
- svolgimento di test autonomi per la verifica dell'effettiva adozione delle procedure sul controllo di qualità, sulla base dei risultati dell'attività descritta nel punto precedente, anche attraverso l'esame di specifica documentazione relativa a un campione di incarichi;
- predisposizione della relazione ispettiva contenente gli obiettivi dell'ispezione, la descrizione delle attività svolte e dei risultati riscontrati.

Nell'anno in corso si proseguirà nello svolgimento di verifiche nei confronti di altre società di revisione iscritte nell'Albo Consob, selezionate in base alla loro rilevanza sul mercato, e si procederà altresì ad adottare le eventuali misure di vigilanza ritenute necessarie nei singoli casi per il miglioramento di specifici aspetti procedurali, in vista del più generale innalzamento della qualità dell'attività di revisione svolta da tali società.

#### 4. L'attività sanzionatoria

I numerosi interventi legislativi degli ultimi anni hanno profondamente mutato il previgente sistema sanzionatorio previsto dal Testo Unico della Finanza sia sotto il profilo del diritto sostanziale, con particolare riferimento all'individuazione delle fattispecie violative tipizzate e alla misura delle sanzioni, sia sotto il profilo procedurale.

Per quanto riguarda il primo aspetto, l'attuale impianto sanzionatorio del Tuf si connota per la spiccata capacità dissuasiva, decisamente maggiore rispetto al passato. Tale impostazione indica una raggiunta consapevolezza a livello legislativo della necessità di un efficace sistema di deterrenza e, ove necessario, di repressione di comportamenti anche gravi che, nell'arrecare nocimento alla trasparenza e all'integrità dei mercati, finiscono con il minare la fiducia degli investitori e la stessa credibilità del sistema finanziario.

L'efficacia del sistema sanzionatorio è stata rafforzata in particolare per quanto attiene alla repressione di comportamenti concretanti abusi di mercato, per i quali è stato definito un sistema composito, nel cui ambito a sanzioni amministrative pecuniarie di importo anche rilevante (fino a 15 milioni di euro per fattispecie di *insider trading* e fino a 25 milioni di euro per condotte manipolative del mercato, incrementabili fino al triplo ovvero fino a dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito) si accompagnano sanzioni accessorie interdittive (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e incapacità

temporanea ad assumere incarichi presso soggetti operanti sui mercati finanziari) e patrimoniali a contenuto ablativo (confisca di beni), oltre a sanzioni pecuniarie per responsabilità propria dell'ente a cui l'autore della violazione appartiene, ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf.

Per quanto riguarda il profilo procedurale, l'aspetto di maggiore rilevanza ha riguardato l'attribuzione diretta alla Consob del potere di applicare sanzioni, a conclusione di un *iter* procedimentale che, per espressa volontà del legislatore, deve essere improntato alla salvaguardia del principio di separatezza tra funzioni istruttorie – la cui attivazione e il cui svolgimento rientrano tra le attribuzioni proprie degli uffici dell'Istituto – e funzioni decisorie, rimesse all'autonomia valutativa e deliberativa della Commissione.

In attuazione di tale previsione normativa – introdotta con la legge n. 62 dell'aprile 2005, di recepimento della normativa comunitaria in materia di abusi di mercato, e riaffermata con la legge sul risparmio – già nel giugno 2005 sono state definite conseguenti regole procedurali, funzionali a garantire l'osservanza del precetto e il pieno dispiegarsi del diritto di difesa dei soggetti coinvolti, e in conformità a esse sono stati espletati i numerosi procedimenti sanzionatori avviati e conclusi sino ad oggi.

In particolare, nel corso del 2007 la Commissione ha adottato provvedimenti finali relativi a 227 procedimenti sanzionatori (116 nel 2006); di questi, 200 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni per accertate violazioni delle disposizioni del Testo Unico della Finanza e dei relativi regolamenti attuativi.

L'ammontare delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a 43,7 milioni di euro, a fronte di 8 milioni di euro circa nel 2006; inoltre, sono stati sequestrati, prima, e confiscati, poi, beni per un controvalore complessivo pari a 39,9 milioni di euro, a seguito di accertate fattispecie di *insider trading*. Nei confronti degli autori di violazioni concretanti abusi di mercato sono state anche applicate sanzioni interdittive accessorie (perdita dei requisiti di onorabilità e incapacità ad assumere incarichi di direzione, amministrazione e controllo) per complessivi 117 mesi.

Il notevole incremento dell'attività sanzionatoria e, in tale contesto, del volume delle sanzioni applicate è effetto, prevalentemente, delle nuove norme in materia di *market abuse* di derivazione comunitaria, nel cui ambito applicativo sono da subito ricadute vicende societarie e di mercato di grande rilievo, che hanno a lungo impegnato la Consob sia in sede di indagini, sia di successivo accertamento di comportamenti violativi.

Rientra tra queste, anzitutto, l'operazione di *equity swap* avente ad oggetto azioni Fiat Spa, posta in essere da Exor Group Sa (società del Gruppo Agnelli) con Merrill Lynch International nell'aprile 2005, in merito alla quale è stata adottata, nel febbraio 2007, la prima delibera sanzionatoria della Consob in applicazione delle nuove norme.

Gli accertamenti svolti, anche mediante la cooperazione internazionale, hanno fatto emergere che l'informazione resa al pubblico in data 24 agosto 2005 da parte di Ifil

Investments Spa e di Giovanni Agnelli & C. Sapa – nella quale si negava l'esistenza di possibili iniziative per evitare l'effetto diluitivo della partecipazione in Fiat, in quel momento detenuta da Ifil, che sarebbe conseguito dall'esecuzione dell'aumento di capitale della stessa Fiat al servizio del prestito “convertendo” con le banche in scadenza il successivo mese di settembre – conteneva una rappresentazione falsa della situazione all'epoca esistente, idonea a fornire al pubblico degli investitori indicazioni fuorvianti.

Tale falsa rappresentazione discendeva dal fatto che alla data di diffusione delle informazioni da parte del Gruppo Agnelli era già in corso di esecuzione il progetto finalizzato a consentire il mantenimento in capo a Ifil di una partecipazione pari al 30% del capitale sociale di Fiat Spa, fondato sull'esistenza del contratto di *equity swap*, stipulato il precedente aprile con Merrill Lynch e reso noto al mercato solo a metà settembre 2005.

Ne è conseguita l'applicazione di sanzioni (pecuniarie e interdittive) previste dal Tuf per i casi di manipolazione informativa del mercato, che hanno riguardato sia le persone fisiche responsabili, a vario titolo, delle false informazioni fornite al mercato e alla Consob, sia le due società del Gruppo Agnelli in nome e per conto delle quali erano stati diffusi i due comunicati stampa.

Le recenti decisioni assunte dalla Corte d'Appello di Torino sul merito dei ricorsi avverso tali sanzioni presentati da tutti i soggetti interessati hanno confermato la fondatezza dell'impianto accertativo posto a base dei provvedimenti Consob, pur avendo ridotto l'entità di talune delle sanzioni pecuniarie applicate.

Sempre in relazione alla medesima vicenda sono state applicate sanzioni pecuniarie anche nei confronti di esponenti aziendali di Exor Group e Merrill Lynch per il mancato adempimento degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti previsti dall'art. 120 del Tuf.

Condotte manipolative del mercato sono state accertate anche con riferimento all'andamento del titolo Rcs nel periodo aprile-agosto 2005, per effetto dell'intensa operatività posta in essere su tale titolo da società riconducibili al Sig. Ricucci.

L'ampia attività di indagine espletata ha consentito di accertare una serie di comportamenti manipolativi realizzati sia mediante plurime operazioni di mercato, sia attraverso la reiterata diffusione al mercato di informazioni false e fuorvianti. Tali comportamenti manipolativi sono stati posti in essere nell'ambito di una strategia volta a richiamare l'attenzione del pubblico sul titolo Rcs e, in tal modo, sostenerne le quotazioni in modo strumentale al perseguimento di finalità proprie dello stesso Sig. Ricucci.

Le relative sanzioni comminate, deliberate dalla Consob nel settembre 2007, hanno tenuto conto che tali condotte hanno ingannato il mercato, dando credibilità e alimentando aspettative di “scalata” a Rcs, nonché influenzando sulla formazione dei prezzi del titolo.

In relazione alla medesima vicenda sono state comminate sanzioni anche per reiterate violazioni degli obblighi in materia di informativa societaria. Ha trovato, inoltre, prima



applicazione la disposizione di cui all'art. 187-quinquiesdecies del Testo Unico della Finanza, ai sensi del quale è sanzionato chiunque, con azioni od omissioni, procuri ritardo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob.

Altra vicenda che ha portato all'applicazione di sanzioni per abusi di mercato ha riguardato l'andamento del titolo della Società Sportiva Lazio Spa sul finire del 2005 e nei primi mesi del 2006, in connessione con la diffusione di notizie circa l'asserita intenzione di un gruppo farmaceutico estero di acquisire il controllo della società calcistica.

L'articolata attività di indagine, svolta anche mediante una tempestiva cooperazione internazionale, ha consentito di accertare che tale notizia – via via supportata con indicazioni di dettaglio e avvalorata con affermazioni atte a indurre il pubblico a ritenere che la Consob disponesse all'epoca di elementi comprovanti la veridicità della stessa – era falsa e idonea anche a fuorviare il pubblico degli investitori.

Ne è conseguita l'applicazione a carico del soggetto che aveva diffuso le false informazioni (il Sig. Giorgio Chinaglia) di sanzioni pecuniarie per manipolazione informativa del mercato nonché per procurato ritardo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob, avendo egli posto in essere anche una serie di atti consistiti in falsità e omissioni, con l'effetto di ostacolare e rendere più onerosa l'attività di accertamento dei fatti da parte dell'Autorità di vigilanza.

Un consistente aumento dell'attività sanzionatoria si è registrata nel 2007 anche per violazioni diverse dagli abusi di mercato.

I provvedimenti sanzionatori per violazione della normativa in materia di emittenti assunti nel corso del 2007 sono stati in tutto 54 (13 nel 2006), e hanno riguardato 70 soggetti (61 nel 2006). Le violazioni hanno riguardato, in più della metà dei casi, disposizioni in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e di pubblicazione dei patti parasociali. Tra questi si segnalano i provvedimenti sanzionatori assunti nei confronti di esponenti aziendali di Unipol e Deutsche Bank in relazione all'accertato patto occulto su titoli Bnl in connessione alla vicenda della contesa per il controllo della società avvenuta nel 2005. Meno frequenti sono state le violazioni delle norme sulla diffusione al mercato di informazioni *price sensitive*, della sollecitazione del pubblico risparmio e di offerte pubbliche d'acquisto.

L'attività di vigilanza svolta sul fronte degli intermediari di mercato ha comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie in 16 casi (5 nel 2006) a carico, complessivamente, di 196 esponenti aziendali (96 nel 2006) di 7 Sim, 6 banche e 3 Sgr.

Le irregolarità più ricorrenti hanno riguardato violazioni delle disposizioni in materia di idoneità degli assetti organizzativo-procedurali interni ai fini dell'ordinato e corretto svolgimento dei servizi di investimento autorizzati; la mancata osservanza delle norme che impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; la violazione delle disposizioni in

materia di conflitto d'interessi; accertate carenze dei set informativi forniti alla clientela in merito alle caratteristiche dei prodotti finanziari offerti.

Meritano di essere ricordati, in tale contesto, i provvedimenti sanzionatori assunti in relazione all'operatività su prodotti derivati Otc posta in essere da due società del Gruppo Unicredit. Gli specifici profili di criticità rilevati in sede di accertamenti, anche ispettivi, con riguardo alle procedure interne disciplinanti tale operatività hanno riguardato, in particolare, i criteri di selezione della clientela potenziale e delle operazioni proposte, la determinazione del *pricing* delle operazioni, la strutturazione dei nuovi prodotti derivati, l'inidoneità dei flussi informativi interni.

L'esperienza applicativa finora maturata nell'applicazione del nuovo sistema sanzionatorio consente di esprimere un giudizio di adeguatezza dell'impianto complessivo rispetto alle finalità con esso perseguite; dalla stessa esperienza applicativa e da riflessioni operate in tale contesto sono emersi, nondimeno, alcuni profili di criticità che appaiono meritevoli di considerazione.

Un primo aspetto riguarda l'entità della sanzione minima attualmente prevista dagli artt. 187-*bis* e 187-*ter* del Tuf per abusi di mercato, pari a 100.000 euro per ciascuna violazione. Si tratta di importo che se nella maggior parte dei casi può essere ritenuto adeguato alla rilevanza e gravità dei fenomeni rilevati, può tuttavia rivelarsi in concreto eccessivo in relazione a comportamenti violativi di accertata lieve gravità, ugualmente sanzionabili. Per ovviare a ciò e per assicurare, in ogni circostanza, la necessaria proporzionalità e adeguatezza della sanzione applicata rispetto alla gravità oggettiva e soggettiva dei fatti rilevati, si segnala l'opportunità di ridurre l'attuale misura minima della sanzione, ripristinando il minimo edittale di 20.000 euro introdotto dalla citata legge n. 62 dell'aprile 2005 e quintuplicato poi con la legge sul risparmio del dicembre 2005.

Sempre in materia di sanzioni per abusi di mercato, problemi applicativi di particolare delicatezza e rilevanza pone l'attuale testo dell'art. 187-*sexies*, disciplinante la sanzione accessoria obbligatoria della confisca, laddove si stabilisce che essa ha per oggetto il prodotto o il profitto dell'illecito e i beni utilizzati per commetterlo, individuati anche per equivalente.

L'onnicomprensiva formulazione adoperata dal legislatore – funzionale ad assicurare piena effettività a tale sanzione accessoria, che ha come scopo quello di sottrarre al circuito economico i beni utilizzati per la commissione dell'illecito e i relativi proventi – reca in sé una sorta di automatismo che, in sede di quantificazione dei beni oggetto di confisca, può tradursi nell'adozione, in concreto, di un provvedimento ablatorio di entità sproporzionata rispetto alla gravità dei fatti rilevati e alla sanzione pecuniaria applicata.

È auspicabile, pertanto, una revisione di tale disposizione che – pur continuando ad assicurare il raggiungimento dell'indicato scopo perseguito con la legislazione in materia – ne depotenzi l'attuale automatismo applicativo, in modo da consentire l'assoggettamento a

confisca di beni per un controvalore più congruo in relazione alle specificità del caso e alla gravità dei fatti di volta in volta rilevati.

Un intervento riformatore pare opportuno anche con riferimento al vigente sistema sanzionatorio disciplinante i casi di violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti al capitale di emittenti quotati e delle operazioni di *internal dealing* nonché, più in generale, con riguardo al regime sanzionatorio disciplinante le violazioni degli adempimenti in materia di informativa societaria (artt. 114 e seguenti del Tuf).

Trattandosi di adempimenti – non di rado – a carattere ricorrente e ordinario, possono verificarsi violazioni di entità particolarmente tenue (ritardi minimi nell'adempimento degli obblighi informativi; variazioni del tutto marginali delle partecipazioni e, comunque, concretamente ininfluenti sugli assetti proprietari degli emittenti partecipati; accertato mancato danno al mercato per effetto della violazione); per tali ipotesi le entità delle sanzioni minime attualmente previste, pari a 25.000 euro per i casi di omissione e 5.000 euro per i casi di ritardo non superiore a due mesi, possono rivelarsi elevate.

Analoghe considerazioni possono essere svolte anche con riguardo alla sanzione minima (50.000 euro) attualmente prevista dall'art. 187-*quinquiesdecies* per i casi di inottemperanza alle richieste formulate dalla Consob e di procurato ritardo all'esercizio delle relative funzioni, in relazione ai quali parrebbe opportuno il ripristino del minimo edittale ante legge sul risparmio (10.000 euro).

Più in generale, potrebbe essere opportuna una riconsiderazione d'ordine sistematico del vigente regime sanzionatorio amministrativo previsto dal Tuf, volto a verificarne la complessiva coerenza, funzionalità e adeguatezza, alla luce degli interventi effettuati negli ultimi anni. In tale quadro, oltre alla riduzione degli importi delle sanzioni minime per alcune tipologie di violazioni, si potrebbe considerare anche l'introduzione di forme alternative alla sanzione pecuniaria (quali i richiami scritti attualmente previsti solo per i promotori finanziari). L'utilizzo di questi strumenti alternativi può favorire una interazione più efficace tra Autorità di vigilanza e soggetti vigilati secondo un approccio che, soprattutto attraverso una valorizzazione della componente di tipo reputazionale del sistema, punti a elevare il grado complessivo di *compliance* alle norme, consentendo al contempo all'Autorità di vigilanza la necessaria flessibilità e una minore onerosità dell'azione amministrativa.

## ***5. I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e il contenzioso***

### **5.1. Le segnalazioni di ipotesi penalmente rilevanti e la collaborazione informativa**

La Consob intrattiene frequenti rapporti di collaborazione di tipo segnalativo e informativo con l'Autorità Giudiziaria in relazione a ipotesi di possibile rilievo penale. In

particolare, il Presidente della Consob inoltra all'Autorità Giudiziaria competente una "segnalazione" corredata della documentazione di supporto, qualora dalle evidenze istruttorie emergano fattispecie ritenute penalmente rilevanti.

Tale attività di segnalazione, ai sensi dell'art. 331, comma 1, c.p.p.<sup>(46)</sup>, riguarda sia reati di tipo comune, quali ad esempio reati contro il patrimonio, sia reati relativi al settore di attività della Consob.

Nel 2007 la Consob ha trasmesso 107 rapporti all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate; 10 segnalazioni hanno riguardato ipotesi rilevanti in materia di *market abuse* (di cui 3 per abuso di informazioni privilegiate e 7 per manipolazione, sia di tipo operativo che informativo); le altre hanno avuto ad oggetto ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (quali appropriazione indebita e truffa), prevalentemente rilevate nell'ambito di attività illecite poste in essere da promotori finanziari.

L'attività di supporto alla Magistratura inquirente, anche nell'ambito di indagini penali già in corso, è proseguita con la consueta piena collaborazione svolta in relazione alle numerose richieste di dati e notizie formulate dall'Autorità Giudiziaria. In particolare, la Consob ha riscontrato 112 richieste riguardanti sia l'acquisizione di dati relativi a soggetti vigilati sia documenti, informazioni e chiarimenti su istruttorie svolte o in corso di svolgimento da parte dell'Istituto nell'esercizio delle proprie funzioni.

Nel 2007, la collaborazione ex art. 187-*decies*, comma 3<sup>(47)</sup> del Tuf ha continuato a trovare proficua applicazione in occasione dello svolgimento delle indagini relative alle vicende "Antonveneta", "Bnl/Unipol", "Alitalia", "Autostrade", "Ipi" nonché a vicende riguardanti società calcistiche con azioni quotate, che hanno impegnato gli uffici della Commissione in un'intensa attività di cooperazione e di scambio di informazioni e documenti con le Procure competenti.

## 5.2. Il contenzioso

### *L'intervento della Consob nei procedimenti penali e il contenzioso civile*

La Consob, nel corso del 2007, si è costituita parte civile in 13 nuovi procedimenti penali<sup>(48)</sup>, al fine di perseguire la tutela dell'interesse all'efficiente funzionamento del mercato. Nella maggior parte dei casi, la Consob stessa, all'esito della vigilanza svolta, aveva inviato alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni. I capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio hanno configurato i fatti ascritti agli imputati in termini sostanzialmente confermativi degli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob.

Nell'ambito di tali procedimenti, il 15 giugno 2007 è iniziata innanzi al Tribunale di Brescia l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 8 persone fisiche –

ex esponenti aziendali di Finmatica Spa – imputati dei reati di aggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza.

Tra le costituzioni di parte civile degna di specifica segnalazione è quella concernente la vicenda “Antonveneta”. Il 23 novembre 2007 ha preso avvio innanzi al Tribunale di Milano l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche – oltre a 8 persone giuridiche responsabili ex 231/2001 – imputate, a vario titolo, di diversi reati tra cui l'aggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza.

Nel corso del 2007 e nei primi mesi del 2008, sono stati definiti in primo grado quattro procedimenti aventi ad oggetto reati di *market abuse*, nei quali la Consob si era costituita parte civile, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e con la condanna anche al risarcimento dei danni in favore della Consob, e sono state confermate in appello tre sentenze pronunciate dal Tribunale di Milano nel 2006, sempre in materia di abusi di mercato, che, avendo riconosciuto la responsabilità penale degli imputati, avevano pronunciato la condanna degli stessi al risarcimento dei danni nei confronti della Consob<sup>(49)</sup>.

Nel corso del 2007, inoltre, si è registrato un incremento – rispetto all'anno precedente – del numero delle sentenze (n. 52) che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni investitori, acquirenti di obbligazioni “Cirio”, “Parmalat” e “Argentina”.

Le decisioni, tutte favorevoli all'Istituto, hanno in massima parte dichiarato la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna di questi ultimi al risarcimento dei danni. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono invece state respinte, attesa la dichiarata insussistenza – nel merito – di profili di responsabilità extracontrattuale dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni, in quanto non è stata ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

È stata respinta, dal Tribunale di Padova, anche la domanda di risarcimento del danno proposta nei confronti della Consob per asserito omesso esercizio dei poteri di vigilanza su una Sim, rilevando l'inesistenza di alcun collegamento causale tra i fatti dedotti a fondamento della pretesa risarcitoria, il comportamento dell'Autorità di controllo e le perdite subite dalla parte attrice.

#### *Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza*

Il contenzioso riguardante i provvedimenti adottati o proposti dalla Consob nell'esercizio delle proprie potestà di vigilanza e sanzionatorie ha subito un forte

incremento negli ultimi anni, anche in conseguenza dell'aumento del numero complessivo di tali provvedimenti.

Nel corso del 2007 sono stati instaurati i primi giudizi di opposizione avverso delibere Consob irrogative di sanzioni amministrative per abusi di mercato. Cinque di questi giudizi si sono conclusi nel corso dell'anno: si tratta delle opposizioni alla Corte d'Appello di Torino avverso la delibera con la quale erano state comminate alle società Ifil Investments e Giovanni Agnelli e C., e ai signori Gianluigi Gabetti, Franco Grande Stevens e Virgilio Marrone sanzioni amministrative in relazione alla vicenda "Ifil/Exor".

La Corte d'Appello di Torino ha confermato la sussistenza dell'illecito manipolativo accertato e sanzionato dalla Consob, confermando integralmente le sanzioni applicate ai signori Grande Stevens e Marrone e riducendo l'ammontare delle sanzioni comminate al sig. Gabetti e alle società Ifil Investments e Giovanni Agnelli e C..

Tali decisioni hanno affrontato, tra l'altro, il tema del rapporto tra le sanzioni applicabili per illeciti di "manipolazione del mercato" confermando il c.d. "doppio binario", ovvero la soggezione dell'autore di condotte manipolative a sanzioni sia amministrative che penali e la completa autonomia dei procedimenti che conducono alla loro applicazione.

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, nel luglio del 2007 l'Associazione Nazionale fra le Banche Popolari insieme ad alcune Banche popolari hanno impugnato il Regolamento Emittenti, nella parte in cui, attuando gli articoli 147-ter, comma 1 e 148, comma 2, del Tuf ha previsto quote minime di partecipazione per la presentazione delle liste di candidati alla nomina degli organi di amministrazione e controllo<sup>(50)</sup>. Nel dicembre 2007 il Tar del Lazio ha respinto i ricorsi con dispositivo del quale si attendono le motivazioni.

Tra le più significative pronunce del giudice ordinario adottate nel corso del 2007, si segnalano alcuni decreti di Corti d'Appello che hanno deciso sulle opposizioni, presentate ai sensi dell'art. 195 del Tuf, avverso delibere irrogative di sanzioni pecuniarie della Consob, nei confronti di diversi soggetti coinvolti nella vicenda Antonveneta del 2005.

Collegati alla stessa vicenda, devono essere menzionati anche due decreti della Corte d'Appello di Roma che hanno rigettato i ricorsi avverso l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie per violazione dell'art. 122, comma 1, 4 e 5, del Tuf in un caso, e degli art. 106, comma 1, e 109, del Tuf nell'altro<sup>(51)</sup>.

Nel corso dell'anno sono giunte a decisione sei cause (davanti a quattro diversi Tribunali) relative a impugnative di bilanci intentate dalla Consob ai sensi dell'art. 157, comma 2, del Tuf. Tali decisioni, in un solo caso non hanno confermato le valutazioni della Consob, mentre nei restanti 5 casi hanno pienamente condiviso i rilievi dell'Istituto.

### III – LE LINEE DI INDIRIZZO DELL’ATTIVITÀ DELLA CONSOB

#### 1. *Gli indirizzi nell’attività regolamentare*

##### 1.1. La regolamentazione attuativa delle direttive Opa, *Transparency* e *prospetto*

###### *La direttiva sull’Opa*

Il 28 dicembre 2007 sono entrate in vigore le norme di recepimento della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto ed entro sei mesi da tale data la Consob dovrà emanare la regolamentazione di attuazione della nuova disciplina.

La normativa di recepimento della direttiva amplia i margini di intervento nell’esercizio di poteri istruttori e di accertamento e assegna alla Consob competenze relative a nuove fattispecie contemplate dal legislatore comunitario.

In particolare, rientrano nella prima categoria di disposizioni le norme che prevedono l’attribuzione alla Consob del potere di modificare il prezzo nei casi di Opa obbligatoria, pur nel rispetto di condizioni e criteri predeterminati, e di individuare, con provvedimento motivato, i casi di esenzione dall’obbligo di Opa con margini più ampi rispetto al passato, pur nell’ambito delle stesse fattispecie contemplate dalla disciplina previgente. Rientra nella seconda categoria di disposizioni l’attribuzione alla Consob della valutazione dell’equivalenza tra le disposizioni applicabili alla società emittente e a quella offerente ai fini dell’attivazione della clausola di reciprocità.

Per ciò che riguarda il potere di intervenire sul prezzo dell’offerta, si deve premettere che, come previsto dalla disciplina comunitaria, il prezzo dell’Opa obbligatoria deve essere pari a quello più elevato pagato dall’offerente (o da persone che agiscono di concerto con l’offerente) nei dodici mesi antecedenti la comunicazione dell’offerta. La Consob, tuttavia, deve disciplinare con regolamento le ipotesi nelle quali l’offerta deve essere effettuata a un prezzo diverso da quello stabilito in via generale.

Il legislatore ha previsto esplicitamente le fattispecie generali in presenza delle quali la Consob può fissare il prezzo su valori diversi da quello massimo pagato. Ad esempio, si prevede che nei casi in cui i prezzi di mercato siano influenzati da eventi eccezionali o sussista il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione, ovvero nei casi in cui il prezzo più elevato pagato dall’offerente è il prezzo di operazioni di compravendita effettuate a condizioni di mercato e nell’ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica (o è il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una esenzione dall’obbligo di offerta), il prezzo di offerta può essere fissato su un valore inferiore rispetto a quello più elevato pagato. Il prezzo può essere invece fissato a un livello superiore, purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori, se l’offerente e le persone che agiscono in concerto con il medesimo hanno pattuito l’acquisto

di titoli a un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria; se vi è stata collusione tra l'offerente, o le persone che agiscono in concerto con il medesimo, e uno o più venditori; se sono state poste in essere operazioni volte a eludere l'obbligo di offerta; se vi è il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione.

La Consob dovrà quindi stabilire con regolamento i criteri oggettivi predeterminati per il calcolo del prezzo al ricorrere delle circostanze individuate dal legislatore. Alla luce di tale disciplina secondaria la Consob dovrà comunque motivare ogni singolo provvedimento in cui riterrà di rideterminare il prezzo dell'offerta.

La nuova disciplina dell'Opa implicherà dunque un delicato intervento di natura regolamentare ma anche un forte aumento del livello di complessità delle attività istruttorie in relazione all'esame delle singole operazioni; la Consob dovrà poi rendere conto al mercato in maniera puntuale e circostanziata della ragione delle scelte operate qualora reputi necessario intervenire sul prezzo d'offerta.

Una delle nuove competenze di maggiore rilievo assegnate alla Consob discende dall'introduzione nell'ordinamento italiano della clausola di reciprocità, secondo cui non trovano applicazione la *passivity rule* e la regola di neutralizzazione nel caso in cui l'offerente (o il suo controllante) avente sede in altro Stato dell'Unione Europea non sia soggetto a tali disposizioni o a disposizioni equivalenti. In tale caso la Consob, su istanza dell'offerente o dell'emittente, dovrà valutare l'equivalenza delle menzionate disposizioni, definendo in via regolamentare contenuti e modalità di presentazione dell'istanza.

Si ritiene che la valutazione di equivalenza non debba limitarsi all'accertamento della mera reciprocità legislativa o statutaria (ossia la formale presenza nella disciplina o nello statuto dell'offerente di disposizioni analoghe a quelle italiane), ma debba anche estendersi alla verifica della portata sostanziale degli obblighi dell'offerente, evidenziando non solo i casi di totale assenza di obblighi a suo carico ma anche i casi di obblighi di portata più limitata.

L'accertamento della reciprocità da parte della Consob comporta valutazioni estremamente complesse e delicate sul piano giuridico. Poiché la normativa primaria fa riferimento a un'istanza dell'offerente o dell'emittente, e quindi a un atto di iniziativa di parte, la norma regolamentare di attuazione potrebbe essere modellata in forma tale da richiedere che, preliminarmente alla presentazione dell'istanza, vi sia stata una valutazione dell'equivalenza condotta congiuntamente dai predetti soggetti ma che non abbia prodotto un esito condiviso.

#### *La direttiva Transparency*

La direttiva *Transparency* armonizza gli obblighi degli emittenti in materia di dell'informazione *price sensitive*, dell'informazione finanziaria periodica e delle



partecipazioni rilevanti (cosiddette informazioni regolamentate) e detta disposizioni sulle modalità di diffusione e archiviazione di tali informazioni. La direttiva è stata recepita nel nostro ordinamento il 24 novembre 2007 e la Consob dovrà emanare i relativi provvedimenti attuativi entro il 24 maggio 2008.

La direttiva non introduce cambiamenti sostanziali nell'ordinamento domestico per ciò che riguarda i contenuti delle informazioni – fatte salve alcune modifiche relative all'informazione periodica trimestrale – ma implica alcuni importanti interventi sulle modalità di loro diffusione.

La direttiva articola il processo di diffusione delle informazioni in quattro fasi: la diffusione al pubblico (*dissemination*); il deposito dell'informazione presso le autorità competenti contestualmente alla sua diffusione al pubblico (*filing*); lo stoccaggio dell'informazione in un sistema centralizzato autorizzato (*storage*), che ne consenta l'agevole consultazione su base storica da parte del pubblico; la costituzione di una rete europea dei sistemi nazionali di stoccaggio delle informazioni (*network*) per consentire l'accesso all'informazione su scala europea.

Il recepimento della direttiva creerà maggiore concorrenzialità tra gli operatori che diffondono informazioni regolamentate (cosiddetti *service provider*). Attualmente l'unico soggetto che opera nel settore in Italia è Borsa Italiana.

La normativa europea non impone un modello per la diffusione dell'informazione, ma si limita a fissare obiettivi di efficacia e requisiti minimi per gli emittenti, con l'obiettivo di assicurare che tutti gli investitori, anche situati in uno Stato membro diverso da quello dell'emittente, abbiano pari accesso alle informazioni. Le informazioni possono essere diffuse dall'emittente direttamente o incaricando un terzo; in tal ultimo caso sono previsti obblighi aggiuntivi.

In sede di recepimento, il legislatore italiano ha previsto che laddove gli emittenti decidano di avvalersi di un soggetto terzo, quest'ultimo venga autorizzato dalla Consob allo svolgimento del servizio. La Consob, che dovrà stabilire con regolamento i requisiti di qualità e sicurezza dei sistemi di diffusione delle informazioni, è orientata a prevedere il possesso di tali requisiti sia da parte dei soggetti terzi sia da parte degli emittenti che decidano di agire in proprio. Tale ipotesi permetterebbe di massimizzare l'efficiente realizzazione di due obiettivi interdipendenti: realizzare i requisiti di qualità fissati dalla direttiva e garantirne un efficace monitoraggio da parte della Consob.

Anche per i servizi di stoccaggio è previsto un regime di autorizzazione da parte della Consob e l'emanazione di un regolamento che detti requisiti e condizioni per il rilascio dell'autorizzazione nonché disposizioni per lo svolgimento dell'attività.

Le opzioni da esaminare sono sostanzialmente due: l'individuazione di un solo operatore che, in esito ad apposita gara, risulti offrire le condizioni più efficienti ed economiche; una pluralità di operatori autorizzati dalla Consob. In quest'ultimo caso, è

possibile immaginare due alternative relativamente alla “copertura” che ogni sistema di stoccaggio dovrebbe assicurare: *a)* ogni sistema deve coprire tutte le informazioni regolamentate relative a tutti gli emittenti; *b)* ogni emittente deve scegliere almeno un sistema di stoccaggio, che poi sarebbe tenuto a coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto.

Il sistema basato su una pluralità di operatori in concorrenza tra loro appare preferibile sotto il profilo degli incentivi all'efficienza, così come appare opportuno prevedere che ciascun sistema copra tutte le informazioni relative soltanto agli emittenti che lo hanno scelto.

Tale soluzione, che metterebbe i vari sistemi di stoccaggio in concorrenza tra loro e incentiverebbe il miglioramento delle condizioni di qualità e efficienza del servizio, rende necessario prevedere apposite modalità di connessione tra i sistemi per facilitare la ricerca delle informazioni e garantire un punto di accesso centralizzato, come previsto in altri mercati europei (in particolare, Regno Unito e Francia). Al riguardo, il Cesr sta esaminando la possibilità di utilizzare il database relativo alla MiFID come primo esperimento di network dei sistemi di stoccaggio, sia pure limitatamente alle azioni quotate. A livello nazionale, sembra opportuno che la Consob rivesta un ruolo attivo nell'indirizzare gli investitori, tramite una pagina del proprio sito *web* che descriva e agevoli l'accesso ai diversi sistemi.

Nel caso non vi siano soggetti interessati a svolgere questo servizio, ovvero nessun soggetto sia giudicato idoneo dalla Consob, le norme di recepimento della direttiva prevedono che sia la stessa Consob a organizzare e gestire il servizio. In tale evenienza, si potrebbe immaginare, per il tempo necessario all'approntamento da parte della Consob della struttura idonea, un regime transitorio basato sullo stoccaggio delle informazioni da parte di ciascun emittente attraverso il proprio sito internet. La Francia ha adottato questa soluzione.

Un secondo tema delicato riguarda le modalità di diffusione dell'informazione sulle partecipazioni rilevanti.

Attualmente, la Consob riceve, controlla e pubblica le informazioni sulle partecipazioni rilevanti. Vi è quindi un'attività di vigilanza preventiva della Consob sul contenuto e la qualità delle comunicazioni. Inoltre, la Consob consolida i dati e offre al mercato, attraverso il proprio sito internet, la situazione aggiornata dell'azionariato delle società quotate (oltre che un'informativa di tipo storico). Questa base dati consente anche alla Consob di effettuare interventi di vigilanza informativa in relazione, ad esempio, a presunte modifiche degli assetti proprietari o alla presenza di patti occulti. La base dati è indispensabile anche per l'attuazione di alcuni poteri regolamentari relativi, ad esempio, al calcolo delle soglie per la presentazione di liste di minoranza (basato sull'analisi congiunta del livello di capitalizzazione, della quota di flottante e della quota di maggioranza) o ai casi in cui è necessario ricostruire l'identità delle società controllanti.

La disciplina comunitaria consente di porre direttamente in capo agli emittenti l'assolvimento degli obblighi di pubblicazione delle partecipazioni rilevanti. In sede di recepimento il legislatore, ha confermato il potere della Consob di disciplinare le modalità di diffusione delle partecipazioni rilevanti e ha rimesso all'Istituto il compito di scegliere fra il mantenimento dell'attuale regime e l'introduzione di un nuovo sistema in cui sia direttamente l'emittente a rendere pubbliche le informazioni.

Quest'ultima soluzione farebbe venire meno l'attività di controllo preventivo della Consob atta a garantire la "qualità" dell'informazione. Diventerebbe cruciale invece l'attività di controllo *ex post*, soprattutto in casi di *rumors*, sulle comunicazioni apparentemente non corrette o formalmente non chiare ovvero in caso di anomalie nell'andamento dei prezzi e delle negoziazioni. Questa scelta, sebbene idonea a responsabilizzazione maggiormente gli emittenti (e forse ad accorciare i tempi di pubblicazione delle informazioni, non essendo l'emittente tenuto a effettuare controlli di qualità, né avendone gli strumenti in termini di poteri di richiesta di dati e notizie), potrebbe comportare però una riduzione della qualità complessiva dell'informazione sugli assetti proprietari. Tale fenomeno a sua volta potrebbe incidere negativamente sull'efficienza informativa dei mercati (e creare maggiori opportunità per comportamenti manipolativi) e sul costo del capitale delle imprese. Inoltre, non sarebbe garantito un servizio di consolidamento delle informazioni finalizzato alla ricostruzione completa dell'azionariato di ogni società quotata (ed al suo aggiornamento) simile a quello attualmente fornito dalla Consob.

Un ultimo aspetto di rilievo, che tocca sia la disciplina dell'Opa che quella sulle partecipazioni rilevanti, riguarda il tema delle partecipazioni potenziali detenute tramite strumenti derivati. Ancorché la disciplina attuale in materia sia già allineata alle previsioni della direttiva *Transparency*, la Consob sta valutando la possibilità di estendere il regime di comunicazione delle partecipazioni potenziali a quelle relative a operazioni in derivati che non prevedono la consegna fisica dei titoli (cioè con clausola *cash settlement*), in considerazione della possibilità di un utilizzo elusivo di tali strumenti attraverso la modifica dei termini contrattuali che ne alteri le modalità di regolamento. Tale problematica sarà, tuttavia, analizzata parallelamente anche nell'ambito della disciplina Opa per via del possibile utilizzo a fini elusivi degli strumenti derivati *cash-settled*.

### *La direttiva sul prospetto*

La Direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari è stata adottata il 31 dicembre 2003 e il 29 aprile 2004 è stato adottato il Regolamento della Commissione Europea 809/2004 recante misure di esecuzione della direttiva per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento (*by reference*), la pubblicazione dei prospetti e la diffusione dei messaggi pubblicitari.

Nelle more dell'adeguamento della legislazione primaria alle norme comunitarie, nel 2005 la Consob aveva apportato alla regolamentazione secondaria le modifiche necessarie a renderla coerente con la disciplina comunitaria – recependo integralmente il citato Regolamento comunitario (direttamente applicabile in tutti gli stati membri del 1° luglio 2005) – che però non fossero in contrasto con le disposizioni della normativa primaria e che riguardassero materie sulle quali alla Consob fosse riconosciuto un potere regolamentare dalle disposizioni allora vigenti del Testo unico della finanza.

Il 28 marzo 2007 la direttiva è stata formalmente recepita nel nostro ordinamento. Nell'ambito dei ristretti i margini di discrezionalità lasciati agli Stati membri, il legislatore italiano ha recepito integralmente le disposizioni comunitarie, operando alcune scelte discrezionali consentite dalla direttiva e apportando modifiche necessarie al coordinamento con la legislazione nazionale.

Anche l'attività regolamentare di competenza della Consob è strettamente vincolata dalla disciplina comunitaria di livello 2, in particolare, in materia di prospetto di base e di casi eccezionali in presenza dei quali la Consob può, su richiesta, autorizzare l'omissione dal prospetto di determinate informazioni previste negli schemi di prospetto.

Le modifiche al Regolamento Emittenti, per le quali la consultazione si è conclusa nel febbraio 2008, potranno avere un impatto rilevante sulle attività di controllo sui prospetti e sulle modalità di interazione con gli emittenti. In particolare, ai termini per l'approvazione del prospetto da parte della Consob già disciplinati nel vigente regolamento (pari a 10 giorni lavorativi nel caso di emittenti che hanno già eseguito offerte pubbliche e 20 giorni lavorativi negli altri casi), si aggiungono nuovi termini entro i quali gli emittenti o gli offerenti devono fornire le informazioni supplementari eventualmente richieste dall'Autorità. Nelle proposte di modifica poste in consultazione viene previsto anche un termine massimo per la conclusione del procedimento (pari a 60 o a 90 giorni a seconda della tipologia di offerta).

I tempi delle istruttorie della Consob potrebbero divenire più brevi; gli emittenti sarebbero incentivati a presentare una documentazione iniziale più accurata e completa. Spesso, infatti, i tempi delle istruttorie sono stati condizionati fortemente dall'inadeguatezza dei contenuti delle bozze di prospetto presentate; ciò ha comportato una lunga e complessa interlocuzione con gli emittenti e, in alcuni casi, addirittura una sorta di correzione continua del prospetto. L'introduzione di un termine massimo per la conclusione del procedimento dovrebbe portare all'abbandono definitivo di questa prassi. In presenza di una documentazione inadeguata o incompleta e decorsi i termini indicati, la Consob non potrebbe che esprimere un giudizio di diniego alla pubblicazione del prospetto.

## 1.2. Gli orientamenti interpretativi

La necessità di garantire la competitività del quadro normativo italiano rispetto a quello di altri ordinamenti, anche nelle aree coperte dalle direttive di armonizzazione massima, richiede il potenziamento degli interventi tesi a chiarire le modalità concrete di applicazione delle norme e di svolgimento della vigilanza, nell'ambito di un confronto continuo con gli standard adottati dalle altre Autorità europee.

Nel documento di consultazione di fine 2007 relativo all'attuazione della MiFID, ad esempio, la Consob ha individuato alcune materie su cui intende fornire ulteriori indicazioni e chiarimenti interpretativi, quali la ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore e la *best execution* con riferimento all'esecuzione di ordini aventi ad oggetto titoli privi di una pluralità di sedi di esecuzione, quali obbligazioni bancarie (spesso non quotate) e derivati Otc, tipicamente negoziati su base bilaterale. Al mercato è stato chiesto di valutare l'opportunità di una immediata trattazione delle tematiche individuate dalla Consob, ovvero di segnalare ulteriori profili di interesse. In esito al processo di consultazione, la Consob provvederà a definire i chiarimenti interpretativi ritenuti opportuni.

Questo approccio volto a fornire chiarimenti e orientamenti su temi condivisi o sollevati dal mercato può essere utilizzato anche in aree non coperte dalle direttive comunitarie e dall'attività del Cesr e in particolare in quei settori in cui il legislatore ha lasciato alla Consob elevati margini di flessibilità.

Una delle aree più importanti da questo punto di vista è quella della vigilanza sugli organi di controllo delle società quotate. Infatti, la legge 262/2005, oltre ad ampliare i doveri del collegio sindacale, ha introdotto un nuovo regime sanzionatorio che prevede l'applicazione di sanzioni amministrative non solo per omessa comunicazione delle irregolarità riscontrate dal collegio sindacale nell'esercizio dei propri doveri di vigilanza, così come stabiliva la disciplina previgente, bensì anche per irregolarità nell'adempimento stesso di tali doveri. Sebbene il nuovo regime sanzionatorio porti a ritenere che l'organo di controllo sia ora pienamente assoggettato alla vigilanza da parte della Consob<sup>(52)</sup>, esso potrebbe essere compatibile con approcci di vigilanza alternativi. In particolare, l'interpretazione letterale delle norme non porterebbe a escludere a priori che la vigilanza possa fondarsi esclusivamente su interventi di tipo *ex post*, come in sostanza avvenuto in passato, esercitando i poteri sanzionatori solo qualora emergano segnali di irregolarità in relazione a controlli di varia natura sui singoli emittenti (ad esempio su profili contabili o di informativa societaria). Viceversa, è possibile optare per un modello di vigilanza di tipo più preventivo simile a quello adottato per altre tipologie di soggetti vigilati.

Sebbene i poteri sanzionatori della Consob nei confronti degli organi di controllo delle società quotate siano oggi delineati con maggiore chiarezza, permangono rischi di ingenerare incertezza fra gli operatori circa gli strumenti e il modello di vigilanza che in concreto saranno adottati dalla Consob, anche in virtù del fatto che la legge definisce i

doveri del collegio sindacale in termini molto generali. Nel nuovo contesto normativo appare dunque necessario creare un quadro di maggiore certezza, emanando linee-guida e principi di comportamento indirizzati ai componenti degli organi di controllo delle società quotate che, oltre a orientarne le condotte verso standard di *best practice*, fungano da punto di riferimento per l'attività di vigilanza e di *enforcement*.

Infine, l'emanazione dei regolamenti attuativi della direttive Opa e *Transparency* potrebbe essere l'occasione per sistematizzare, e in parte rivedere, una serie di comunicazioni e risposte a quesiti di carattere generale (in materia specialmente di azione di concerto, patti parasociali e di partecipazioni rilevanti potenziali e detenute attraverso strumenti derivati) che si sono stratificate nel tempo o che non sempre hanno avuto piena conoscibilità da parte del mercato, al fine di definire vere e proprie linee guida di livello 3.

## 2. Gli indirizzi nell'azione di vigilanza

### 2.1. I controlli sugli intermediari

Il modello di vigilanza sugli intermediari risentirà necessariamente della completa ridefinizione del quadro regolamentare indotta dal recepimento della MiFID.

La Consob ha avviato alcune azioni di guida e di dialogo con gli intermediari che possono in prospettiva rendere più agevole l'azione di vigilanza. Almeno in una prima fase, la strategia di vigilanza dovrà essere pro-attiva al fine di incoraggiare i soggetti vigilati a fornire una risposta organizzativa e comportamentale coerente con gli obiettivi della nuova regolamentazione. In sede di pianificazione delle attività ispettive, è necessario definire una serie di interventi sui maggiori gruppi, di natura prevalentemente "cognitiva", volti a testare l'effettivo grado di allineamento alla nuova disciplina.

La priorità in tale prima fase è quella di accompagnare l'industria verso alti livelli di *compliance* alla nuova disciplina, sia attraverso indirizzi operativi sia, come prima accennato, attraverso l'emanazione di orientamenti interpretativi. In una seconda fase (che potrebbe incominciare orientativamente a partire da fine 2008 o all'inizio del 2009) sarà invece possibile adottare un approccio maggiormente volto all'accertamento della effettiva *compliance* con le regole.

È possibile, comunque, individuare alcune aree sulle quali focalizzare la vigilanza, sia per i test di conformità alle regole sia per finalità di *enforcement*. Si tratta dell'area della consulenza, dell'area degli incentivi (*inducement*) e dell'area della classificazione della clientela.

Per ciò che riguarda i primi due aspetti, un punto critico è la "contrattualizzazione" del servizio di consulenza. Infatti, poiché nel nuovo regime la graduazione dei livelli di tutela per i clienti non professionali poggia fundamentalmente sulla presenza o meno di un rapporto di consulenza, l'efficacia e l'incisività della vigilanza dipendono in maniera

cruciale dalla possibilità di stabilire con chiarezza *ex post* l'esistenza di un rapporto di tale natura. Con un'apposita norma regolamentare la Consob ha richiesto di indicare nel contratto scritto previsto per i servizi esecutivi l'eventuale prestazione del servizio di consulenza e attraverso un'azione di dialogo con l'industria la Consob ha raccomandato agli intermediari la formalizzazione in uno specifico contratto scritto della prestazione del servizio di consulenza (la forma scritta non è infatti obbligatoria ai sensi della MiFID).

I rischi da rapporti di consulenza non formalizzati possono essere significativi e rendere complesse le azioni di vigilanza derivanti da eventuali contenziosi relativi a servizi esecutivi prestati "a valle" di un'attività di consulenza.

Per la pianificazione delle attività di vigilanza, è opportuno identificare i principali intermediari che decideranno di non fondare la propria relazione con la clientela sulla base di un rapporto consulenziale. Infatti, tali soggetti presentano un più elevato rischio di violazione della disciplina sull'adeguatezza e di quella sugli incentivi.

In relazione a quest'ultimo profilo, si dovrà intervenire per evitare la persistenza, anche per semplice inerzia o insufficiente comprensione della disciplina, di prassi di retrocessioni delle commissioni che appaiono palesemente in contrasto con la MiFID e con le linee guida di livello 3, quali quelle fra Oicr e gestori individuali o fra gestori e negozianti. Sui rapporti fra le società-prodotto e i distributori sarà necessaria un'azione di vigilanza mirata, laddove il distributore non avrà contrattualizzato il rapporto di consulenza e laddove non vi sia un rapporto di consulenza e il distributore collochi solo prodotti del gruppo ovvero una gamma molto ristretta di prodotti.

Infine, con riferimento al tema della classificazione della clientela, gli intermediari saranno chiamanti a un rilevante sforzo di "riprofilatura" dei clienti che potrebbe riguardare un numero molto elevato di soggetti, sia sul fronte delle imprese che su quello delle persone fisiche. Data la centralità del sistema di classificazione della clientela ai fini di una corretta applicazione della nuova disciplina, sarà necessario effettuare controlli specifici su questo aspetto. In particolare, anche alla luce dei problemi emersi in relazione al collocamento di prodotti derivati Otc, sarà prioritario avviare azioni di vigilanza tese a verificare che le piccole e medie imprese e gli enti locali che non hanno i requisiti dimensionali "oggettivi" per essere classificati come clienti "professionali di diritto" né quelli "soggettivi" necessari per essere classificati come "professionali su richiesta", siano riclassificati come "clienti al dettaglio".

## 2.2. I controlli sui mercati

Le profonde innovazioni introdotte dalla MiFID incideranno profondamente anche sulla vigilanza sui mercati. Tuttavia, non è agevole formulare previsioni in relazione ai profili che pongono maggiori criticità per l'attività di vigilanza della Consob, ossia il grado

di frammentazione delle sedi di negoziazione e il livello di consolidamento delle informazioni *pre* e *post*-negoziazione.

La definizione del modello di vigilanza dovrà andare di pari passo con l'evoluzione delle scelte degli operatori. È necessario quindi adottare un metodo di lavoro basato sul contatto continuo con gli attori del mercato e le associazioni di categoria, sia per fornire assistenza e linee-guida in materia di applicazione delle nuove disposizioni, sia per seguire l'evoluzione delle scelte imprenditoriali e dei modelli di business dei gestori di piattaforme e degli intermediari.

Un obiettivo prioritario sarà comunque l'investimento di adeguate risorse per attivare i nuovi compiti di vigilanza sulle modalità di pubblicazione dell'informativa *pre* e *post*-negoziazione, per assicurare che le informazioni siano facilmente accessibili a tutti i partecipanti al mercato a condizioni commerciali ragionevoli, secondo i tempi e canali di pubblicazione previsti dalla disciplina dettata dal Cesr e fatta propria dalla Consob, la quale dovrà vigilare per assicurare che le società di gestione consentano l'accesso ai propri sistemi da parte di altri soggetti tenuti agli obblighi di trasparenza e di pubblicazione dell'informativa *pre* e *post-trade* a condizioni commerciali ragionevoli e in modo non discriminatorio.

Al fine di assicurare la rimozione degli ostacoli al consolidamento dell'informazione, l'aspetto centrale dell'attività di vigilanza riguarderà la verifica della affidabilità dei dati e la disponibilità dell'informazione in un formato tale da renderla agevolmente consolidabile e fruibile a costi ragionevoli. Al momento, e in attesa che la Commissione Europea compia una ricognizione sui progressi fatti nel consolidamento europeo dell'informazione e formuli eventuali proposte di modifica della disciplina, è importante avviare azioni di dialogo con intermediari e gestori di piattaforme di negoziazione allo scopo di favorire l'adozione di sistemi di pubblicazione che garantiscano la qualità dei dati e agevolino il consolidamento.

Infatti, se è difficile allo stato attuale prevedere sia il potenziale livello di frammentazione degli scambi (soprattutto con riferimento agli strumenti azionari) sia le dinamiche competitive che emergeranno nel settore dei *data providers*, l'eventuale assenza di un servizio di consolidamento efficiente, completo e facilmente accessibile, potrebbe avere ripercussioni rilevanti sull'impostazione complessiva dell'attività di vigilanza sui mercati. Questo rischio potrebbe minare l'integrità del patrimonio informativo necessario per garantire l'incisività dell'azione di vigilanza della Consob, che dovrebbe assicurarsi l'accesso a diversi *data providers* e monitorare una pluralità di canali informativi, di piattaforme e di soggetti internalizzatori al fine di ricostruire un quadro completo del mercato e assicurare meccanismi di controllo "in tempo reale" degli scambi.

Per ciò che riguarda la trasparenza sui mercati obbligazionari e degli strumenti diversi dalle azioni, le scelte regolamentari adottate dalla Consob, improntate a definire un quadro di elevata flessibilità, richiederanno un attento esame di "tenuta" a posteriori,



basato su di una puntuale vigilanza circa la capacità dei modelli e dei regimi di trasparenza scelti dagli operatori di garantire in concreto un'efficace tutela dei clienti al dettaglio. Eventuali "fallimenti di mercato", così come un eccessivo allargamento dell'area delle transazioni sui mercati Otc indotto da arbitraggi regolamentari, potrebbero indurre a rivedere le scelte regolamentari operate.

Per ciò che riguarda lo sviluppo di nuove sedi di negoziazione, al di là della naturale migrazione dei sistemi di scambi organizzati (Sso) verso lo *status* dei sistemi di negoziazione multilaterali previsto dalla MiFID, rimane il problema di valutare le scelte che saranno fatte dagli oltre 300 Sso bilaterali attivi in via del tutto prevalente su titoli obbligazionari. Essi dovranno comunicare l'eventuale avvio di un'attività di internalizzazione entro il 31 marzo 2008. È però necessario che la Consob avvii un dialogo con gli operatori per chiarire la portata applicativa della disciplina di livello 2 che caratterizza l'attività di internalizzatore sistematico al fine di assistere gli intermediari nel valutare se la propria attività rientri effettivamente nei parametri identificati nel regolamento comunitario.

Per ciò che riguarda gli internalizzatori su azioni, allo stato attuale non vi sono soggetti italiani che hanno comunicato un'attività di tale tipo, né è prevedibile che il numero di tali soggetti possa assumere proporzioni significative; a livello comunitario l'elenco tenuto dal Cesr segnala solo 12 internalizzatori, costituiti essenzialmente da grandi banche d'affari operanti nel Regno Unito. È verosimile che tali soggetti esteri possano effettuare un'attività di internalizzazione significativa su azioni italiane e può essere opportuno che la Consob ne segua l'attività.

### 2.3. I controlli su prodotti e gli strumenti finanziari

Nella sezione I è stato messo in luce come sia prevedibile che, per effetto delle dinamiche di mercato e delle politiche commerciali degli intermediari, il risparmio continui a confluire verso prodotti strutturati già allo stato attuale largamente diffusi fra le famiglie, quali le polizze a prevalente contenuto finanziario, che la legge sul risparmio ha assoggettato ai poteri di controllo della Consob, e le obbligazioni bancarie.

Per rendere pienamente operativi ed efficaci i controlli sulla *disclosure* iniziale e sulla distribuzione dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazioni è necessario definire e consolidare un modello di vigilanza strutturato e portare a pieno compimento alcune iniziative tese a creare le infrastrutture interne per avviare controlli a campione su singoli soggetti o prodotti.

La larga diffusione delle obbligazioni bancarie strutturate fra i clienti non professionali pone problemi in parte simili a quelli che emergono con riferimento ai prodotti finanziari assicurativi. L'elevata complessità di molte obbligazioni strutturate rende lo strumento del prospetto informativo spesso insufficiente a colmare il *gap*

informativo fra intermediario e cliente; la piena comprensione dei rischi e delle modalità di *pricing* di tali strumenti richiede, infatti, conoscenze finanziarie altamente sofisticate. In ogni caso, rimane necessario sollecitare l'industria a definire, oltre a forme più incisive di rappresentazione dei rischi, dei *format* standardizzati relativamente al prospetto e alle condizioni definitive per le principali tipologie di obbligazioni strutturate, in modo da garantire una elevata omogeneità nelle modalità concrete di illustrazione del funzionamento dei diversi prodotti.

Per ciò che riguarda, invece, l'attività di controllo sui prospetti relativi alle obbligazioni bancarie (strutturate e ordinarie), è necessario dare corso alla piena attivazione del protocollo d'intesa con la Banca d'Italia per lo scambio di informazioni sugli emittenti, al fine di rendere realmente più incisiva l'azione di vigilanza della Consob.

Infine, sia con riguardo alle obbligazioni che alle polizze assicurative, è necessario completare un sistema che consenta di tracciare il profilo di rischio dei singoli prodotti al fine di avviare interventi di vigilanza *ex post* sull'adeguatezza della *disclosure* iniziale.

#### 2.4. I controlli sull'informativa societaria e la revisione contabile

La direttiva sul prospetto (2003/71/CE) non si presta a identificare chiare linee guida per la definizione del contenuto concreto dei controlli che l'Autorità competente è tenuta a effettuare sul prospetto e quindi lascia spazio a diversi approcci di vigilanza.

I risultati di una consultazione avviata dal Cesr<sup>(53)</sup> hanno, infatti, evidenziato che i partecipanti al mercato ritengono che le Autorità di vigilanza abbiano adottato prassi non uniformi nell'approvazione dei prospetti, che spaziano da controlli di natura meramente formale e incentrati prevalentemente sulla completezza del prospetto (cosiddetto approccio *box-ticking*) a controlli più incisivi sui contenuti e sulla chiarezza delle informazioni che inevitabilmente incidono sulla durata dei tempi di approvazione del prospetto<sup>(54)</sup>. Il mercato ha dunque sollecitato il Cesr a prendere in considerazione interventi di livello 3 tesi a chiarire diversi profili relativi alle modalità concrete di applicazione della direttiva e a uniformare le prassi di vigilanza su aspetti che impediscono una uniforme e coerente attuazione della direttiva e un efficiente utilizzo del passaporto europeo.

Le analisi del Cesr hanno inoltre evidenziato come i principali paesi europei siano grandi utilizzatori del meccanismo del passaporto, mentre l'Italia è sostanzialmente un "importatore netto" di prospetti, nel senso che le imprese italiane utilizzano assai raramente il prospetto approvato dalla Consob per raccogliere capitali in altri paesi mentre la Consob riceve numerose notifiche di prospetti approvati dalle Autorità di altri Stati membri.

Sebbene queste dinamiche riguardino allo stato attuale in prevalenza gli strumenti diversi dalle azioni, si pone in prospettiva un problema generale di concorrenza fra Autorità di vigilanza e fra sistema finanziari, che può incentivare la persistenza di

disomogeneità nelle prassi e nei tempi di approvazione dei prospetti tali da creare spazi per arbitraggi regolamentari o differenziali di costi nella raccolta di capitali nei diversi Stati membri.

Il recepimento della direttiva prospetti nel nostro ordinamento, in attesa di eventuali interventi di livello 3 del Cesr, può essere quindi l'occasione per definire e codificare una procedura che demarchi con chiarezza i limiti e i contenuti dei controlli della Consob sulla coerenza e la comprensibilità delle informazioni contenute nei prospetti, sulla base di un confronto e di un'analisi delle prassi di vigilanza delle Autorità dei principali paesi europei, tale da garantire il rispetto dei doveri posti in capo alle Autorità competenti dalla direttiva e allo stesso tempo da non introdurre oneri ingiustificati per le imprese italiane.

Nel caso più specifico delle obbligazioni bancarie, dove si è ormai ampiamente affermato l'utilizzo del prospetto di base, è opportuno rivedere l'impostazione sino ad oggi adottata con particolare riferimento alla ripartizione dell'informativa fra prospetto di base e condizioni definitive e al grado di flessibilità che è stato consentito nell'utilizzo del prospetto base. L'approccio sin ora adottato, dettato in prevalenza dalle prassi istruttorie degli Uffici e dall'esigenza di guidare l'industria in una fase caratterizzata da incertezze applicative legate alla iniziale applicazione della disciplina introdotta dalla legge sul risparmio, è stato quello di circoscrivere il numero di famiglie di prodotti all'interno di ogni prospetto base e di sollecitare gli emittenti a riportare già in tale sede alcune informazioni quantitative sui rischi, sugli scenari e sull'illustrazione dei rendimenti, poi meglio dettagliate (e dunque in parte duplicate) nelle condizioni definitive.

Alla luce delle esperienze maturate, ma anche in relazione alle prassi che si vanno affermando in ambito internazionale, risulta opportuno rivedere tale impostazione nell'ottica di consentire una maggiore flessibilità nell'uso del prospetto base, permettendo il riferimento a un numero potenzialmente molto ampio di famiglie o tipologie di obbligazioni e, di conseguenza, riducendo considerevolmente le informazioni di natura quantitativa sui rischi e le caratteristiche dei prodotti, che verrebbero demandate quasi integralmente alle condizioni definitive. Questo approccio, oltre ad allinearsi maggiormente agli standard internazionali, potrebbe ridurre i tempi delle istruttorie (oltre che probabilmente il loro stesso numero) e liberare risorse per rafforzare i controlli ex post sulle condizioni definitive da attivare anche attraverso interventi di natura ispettiva.

Per ciò che riguarda più in generale i controlli sull'informativa societaria, le modifiche apportate al Testo unico della finanza dalla legge sul risparmio e i regolamenti attuativi prevedono che la Consob, tenuto conto dei principi internazionali in materia di controllo sull'informazione societaria, vigili sull'informativa resa al pubblico, comprese le informazioni contenute nei documenti contabili, da parte di almeno un quinto degli emittenti quotati selezionati sulla base di specifici fattori di rischio; un altro quinto degli emittenti sarà individuato sulla base di una selezione casuale. Il Regolamento Emittenti prevede dunque che la Consob stabilisca ogni anno i fattori di rischio indicati (tenendo tra

l'altro conto: a) dei dati economico-patrimoniali e finanziari delle società interessate; b) delle segnalazioni ricevute dall'organo di controllo e dal revisore dell'emittente; c) dell'attività sui titoli; d) di informazioni significative ricevute da altre amministrazioni o soggetti interessati).

L'analisi dello scenario macroeconomico e delle prospettive di sviluppo dei mercati finanziari ha messo in luce come una serie di fattori congiunturali potrà verosimilmente indurre un rallentamento della crescita nell'area dell'euro, fenomeno che potrebbe essere assai più marcato in Italia. Ciò naturalmente potrà avere conseguenze negative per tutte le società quotate, anche se il mercato, almeno per le società a più elevata capitalizzazione, continua a scontare elevati tassi di crescita degli utili.

I rischi di maggiore rilievo per le imprese non finanziarie attengono fondamentalmente alla possibilità di una significativa restrizione nell'offerta del credito e di un aumento del costo dell'energia e delle materie prime; i rischi di una contrazione nel valore delle abitazioni, che stanno divenendo significativi negli Usa e in altri paesi industrializzati, potrebbero avere un impatto più circoscritto sulle società immobiliari. In questo scenario le imprese più esposte sono quelle operanti nei settori della trasformazione industriale e quelle con una struttura finanziaria più fragile. Per le banche, invece, i fattori di rischio più importanti attengono prevalentemente alla esposizione in strumenti di finanzia strutturata, all'intensità di coinvolgimento nelle operazioni di cartolarizzazione, alle esposizioni di varia natura verso società veicolo e i cosiddetti *conduit* e al peso dei titoli valutati "a modello" sull'attivo.

Per ciò che riguarda le società di revisione, il modello di vigilanza dovrà essere realizzato tenendo conto dell'evoluzione dell'attività di supervisione su tale categoria di soggetti riscontrabile a livello internazionale e recepita nel nostro ordinamento in occasione dell'emanazione della legge 262/2005. In tale ambito, un obiettivo fondamentale è rappresentato dalla definizione di un modello di vigilanza in grado di impattare i rischi tipici del mercato della revisione e quindi di garantire un adeguato livello di qualità dei servizi di *audit* forniti dalle società iscritte all'Albo Consob, tenendo conto anche dell'esperienza maturata e degli elementi emersi in occasione delle prime ispezioni avviate nel 2007.

Un fattore di incertezza deriva tuttavia dalle scelte che il legislatore si appresta a fare in sede di recepimento della Direttiva 2006/23/CE in materia di revisione contabile (cosiddetta VIII direttiva), che dovrà intervenire entro giugno 2008. Tali scelte potrebbero portare a una revisione degli assetti organizzativi della vigilanza sul settore e del ruolo della Consob.

La direttiva prevede infatti un sistema di controllo pubblico sul settore che dovrà avere la responsabilità finale di una serie di attività: il controllo dell'abilitazione e dell'iscrizione all'albo; l'adozione dei principi di deontologia professionale, dei principi di

controllo interno della qualità e dei principi di revisione; la formazione continua, il controllo della qualità e dei sistemi investigativi e disciplinari.

Il sistema di controllo pubblico italiano è attualmente ripartito tra la Consob, che vigila sulle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale, e la Commissione costituita presso il Ministero della Giustizia, che vigila sui revisori iscritti nel registro.

Il sistema di controllo pubblico, in mancanza di vincoli comunitari, potrebbe realizzarsi su diversi livelli di articolazione (sia in senso “verticale” che “orizzontale”): dal massimo grado di accentramento (con un unico organismo pubblico che vigila sull'intero settore), alla creazione di più organismi responsabili del controllo su varie attività.

Nel primo caso, la Consob potrebbe essere l'unico organismo pubblico responsabile della supervisione degli *auditors*; in questo caso le ripercussioni sull'attività dell'Istituto sarebbero notevoli, poiché tale soluzione comporterebbe l'estensione delle competenze Consob a tutti i soggetti attualmente iscritti nel Registro dei revisori contabili (circa 140.000 revisori). Nel caso, invece, di un sistema di vigilanza maggiormente articolato, si potrebbero avere più organismi di vigilanza responsabili su differenti aree; in tale ipotesi, qualora la Consob dovesse mantenere la vigilanza su una parte della revisione nazionale (presumibilmente sull'attività di revisione relativamente alle società di interesse pubblico) si potrebbe avere l'attribuzione a un nuovo organismo delle responsabilità per la vigilanza sulle restanti attività di revisione, l'abilitazione dei revisori, la gestione dell'Albo, la formazione e l'adozione dei principi di deontologia professionale. Naturalmente una soluzione di questo tipo richiederebbe la messa in atto di forti meccanismi di coordinamento tra i vari organismi impegnati nella vigilanza.

### **3. I rapporti con i consumatori**

#### **3.1. L'attività di investor education**

Con riferimento alle attività di *investor education* si pongono problematiche di carattere generale che attengono, da un lato, alle modalità di individuazione delle iniziative tematiche da realizzare e, dall'altro, alla scelta dei canali di veicolazione delle informazioni ai risparmiatori.

Per ciò che riguarda quest'ultimo aspetto, l'obiettivo primario è rappresentato dalla necessità di massimizzare il grado di penetrazione e di capillarità nella “distribuzione” delle iniziative di *investor education*, individuando modalità di comunicazione in grado di raggiungere in maniera efficace una vasta platea di famiglie e di risparmiatori. Da questo punto di vista, il canale rappresentato dal sito internet – pur se supportato da adeguata pubblicità sui media – si è rivelato non sempre pienamente adeguato, anche solo per il fatto che deve essere sempre il risparmiatore a farsi “parte attiva” e accedere al sito ufficiale per fruire dei contenuti predisposti sugli specifici temi.

La Consob ha valutato la possibilità di fare leva sulla rete distributiva degli intermediari (sportelli e filiali) o delle associazioni di categoria dei risparmiatori, ma l'esperienza ha mostrato che tali soggetti desiderano in qualche modo apporre il proprio "marchio" sui contenuti dell'iniziativa di *investor education* insieme a quello della Consob, così creando una commistione di ruoli passibile di ingenerare confusione nei risparmiatori; per non parlare poi dei possibili costi di stampa del materiale difficilmente compatibili con gli attuali vincoli di spesa della Consob.

Per aumentare in maniera significativa il grado di diffusione delle iniziative tematiche sviluppate dalla Consob è necessario convogliare gli sforzi e l'impegno all'interno di iniziative più ampie che potrebbero essere sponsorizzate dal Governo e/o condotte da una partnership fra soggetti pubblici e soggetti privati. In tale caso, potrebbe essere superato il problema dei vincoli finanziari e quello della rappresentazione agli investitori della matrice delle iniziative. Appare inoltre opportuno partecipare attivamente alle iniziative che sulla materia vengono portate avanti in consessi internazionali o comunitari. Si tratta, infatti, di utili momenti di confronto che favoriscono lo scambio di esperienze, informazioni, *best practices* e che possono portare alla realizzazione di progetti capaci di promuovere l'attività di educazione finanziaria anche nelle singole realtà nazionali.

Con riguardo ai contenuti, sono state definite, e in parte avviate, alcune iniziative di carattere generale che investono le tematiche della MiFID e delle regole fondamentali del risparmio e altre più specifiche sull'investimento in nuove tipologie di prodotti (incluse le obbligazioni strutturate). In prospettiva, si dovranno valutare i nuovi bisogni di educazione finanziaria delle famiglie e i prodotti più diffusi rispetto ai quali sussistono i più rilevanti fabbisogni formativi per la definizione di nuove iniziative tematiche.

### 3.2. Le procedure di arbitrato e di conciliazione

L'art. 27, comma 1 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 ha previsto l'istituzione di procedure di conciliazione e di arbitrato dinanzi alla Consob, delegando il Governo ad adottare un decreto legislativo per la loro istituzione. Tale delega è stata esercitata dal Governo con il decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179.

Il provvedimento governativo ha delineato natura e caratteristiche della Camera di conciliazione e arbitrato, definendone le funzioni primarie e l'ambito di operatività. Compito della Camera è quindi la amministrazione delle procedure di conciliazione e arbitrato riguardanti controversie insorte tra investitori (esclusi gli investitori professionali) e intermediari per la violazione da parte di questi ultimi di obblighi di informazione, correttezza e trasparenza previsti nei rapporti contrattuali in materia di servizi di investimento. Tali procedure dovranno essere gestite da arbitri e conciliatori iscritti in appositi elenchi tenuti dalla stessa Camera.

Il decreto legislativo n. 179/2007 delega, a sua volta, la Consob a regolamentare, sentita la Banca d'Italia, alcuni aspetti dell'organizzazione e del funzionamento della Camera di conciliazione e arbitrato. In particolare, la Consob, con regolamento da adottare entro il 14 novembre 2008, dovrà disciplinare l'organizzazione della Camera di conciliazione e di arbitrato e le funzioni a essa attribuite; le modalità di nomina e i requisiti dei componenti l'elenco dei conciliatori e degli arbitri; la periodicità dell'aggiornamento degli elenchi dei conciliatori e degli arbitri; le norme per i procedimenti di conciliazione e di arbitrato.

Con specifico riguardo alle procedure di conciliazione, il regolamento di attuazione dovrà anche definire le modalità di nomina e il compenso spettante al conciliatore e l'importo posto a carico degli utenti per la fruizione del servizio di conciliazione. Relativamente alle procedure di arbitrato, la Consob dovrà regolamentare le modalità di nomina, la responsabilità e l'onorario degli arbitri; le tariffe dovute alla Camera per il servizio di arbitrato; i presupposti e caratteristiche della procedura semplificata di arbitrato finalizzata a riconoscere un indennizzo a favore del risparmiatore; i criteri in base ai quali definire l'indennizzo a seguito della procedura semplificata.

Oltre a dettare la disciplina regolamentare che permetterà il funzionamento della Camera di conciliazione e di arbitrato, la Consob dovrà assicurare alla stessa in necessario supporto operativo. Come espressamente previsto dall'art. 2, comma 2 del decreto legislativo n. 179/2007, infatti, il nuovo organismo svolgerà la propria attività avvalendosi di strutture e risorse individuate dalla Consob.

Gli organismi camerali che amministrano procedure di conciliazione e arbitrato – attraverso la tenuta di albi di conciliatori e arbitri che provvedono, una volta nominati, alla risoluzione delle singole controversie – rappresentano una realtà diffusa anche in altri settori dell'ordinamento.

Il fenomeno della creazione di organismi di risoluzione stragiudiziale delle controversie risponde alla necessità di predisporre forme di tutela dei diritti patrimoniali dei singoli più efficienti, economiche e snelle rispetto al tradizionale ricorso alla giustizia ordinaria. Tale esigenza non è una caratteristica specifica del nostro sistema nazionale (dove forse è maggiormente avvertita a causa delle difficoltà nel gestire una rilevante mole di procedimenti giudiziari), ma trae origine da indicazioni emerse anche in ambito internazionale. In particolare, a livello comunitario, la Commissione Europea aveva raccomandato già nel 1998 la creazione di organismi di risoluzione stragiudiziale delle controversie, ponendo l'attenzione sul rispetto di alcuni principi. Nel 2001, inoltre, è stata creata la rete europea Fin-net cui aderiscono gli organismi nazionali di risoluzione stragiudiziale di controversie in materia di servizi finanziari, con l'obiettivo di consentire non solo un accesso semplice da parte degli investitori alla risoluzione stragiudiziale delle controversie transfrontaliere, ma anche di permettere uno scambio di principi, informazioni

e *best practices* fra gli organismi che operano a livello nazionale al fine di promuovere regole, procedure e prassi operative comuni.

#### 4. Le risorse umane e l'assetto organizzativo

Nel corso del 2007 l'organico effettivo dell'Istituto è cresciuto di 76 unità (a fronte di 96 assunzioni e di 18 dimissioni) e a fine anno risultavano in servizio 535 dipendenti.

Le nuove assunzioni sono state effettuate sia attraverso concorsi pubblici, rivolti essenzialmente al personale neo-laureato (coadiutore) sia attraverso selezioni per personale a contratto a tempo determinato con specifica esperienza professionale in determinati settori di interesse dell'Istituto. Nel corso dell'anno si sono, inoltre, svolte le procedure per il reclutamento delle risorse assegnate dal decreto legge 14 marzo 2005, n. 35, convertito con legge 14 maggio 2005, n. 80, che ha previsto un incremento di 15 unità, idonee all'immediato svolgimento dei compiti d'Istituto, da assumere con contratto a tempo determinato mediante chiamata diretta, sulla base della elevata qualificazione e dei titoli professionali e di servizio posseduti. Al termine di tali procedure sono stati assunti 5 dirigenti e 9 funzionari.

Nel corso dell'anno, in attuazione del piano delle assunzioni approvato dalla Commissione, sono state pubblicate tre nuove procedure concorsuali, per complessivi 20 posti, da destinare alle sedi di Roma e di Milano ed è stato previsto l'espletamento di procedure concorsuali per l'assunzione di 24 risorse con competenze informatiche e matematico-statistiche.

Le attività di formazione del personale Consob sono state fortemente potenziate per fare fronte alle esigenze emerse a seguito del recepimento delle direttive comunitarie in materia di mercati finanziari e dell'attuazione della legge sul risparmio. Hanno preso avvio alcuni progetti, che saranno pienamente sviluppati nel 2008, per la realizzazione di corsi di formazione interni con il coinvolgimento diretto di esperti nei settori interessati. In conformità agli indirizzi maturati in ambito Cesr, che raccomandano un modello di vigilanza *risk based*, ampio spazio è stato riservato all'aggiornamento delle conoscenze matematiche e statistiche del personale addetto alla predisposizione e alla manutenzione dei sistemi di vigilanza.

Nel 2007 ha avuto un notevole incremento il numero di richieste, da parte di dipendenti recentemente assunti, di autorizzazione al collocamento in congedo straordinario retribuito per la frequenza di dottorati di ricerca (ai sensi dell'art. 2 della legge 13 agosto 1984, n. 476); nell'anno in corso sono state autorizzate 7 domande di congedo straordinario. La partecipazione a dottorati di ricerca riguarda circa il 3,5% dei dipendenti con qualifica di coadiutore e di funzionario di 2<sup>a</sup>.

Sebbene l'aumento dei congedi straordinari per motivi di studio confermi l'elevata specializzazione e qualificazione professionale del personale della Consob, l'applicazione



delle disposizioni in materia di dottorati di ricerca nelle Università rappresenta per l'Istituto un elemento di criticità. Vengono temporaneamente meno risorse qualificate impegnate nell'attività di vigilanza; risorse peraltro non sostituibili restando indisponibili i relativi posti nella pianta organica. Inoltre sono a carico dell'Istituto gli oneri retributivi, assicurativi, previdenziali e fiscali, pari complessivamente per tutti i dipendenti finora autorizzati a circa 1 milione e mezzo di euro.

Il radicale cambiamento del quadro normativo (ampiamente descritto nella precedente Sezione I), il connesso ampliamento dei compiti di vigilanza della Consob e l'evoluzione nell'assetto del sistema finanziario hanno reso necessario adottare, nel corso del 2007, un nuovo assetto organizzativo.

Le linee guida alla base della riforma organizzativa sono state: *i*) il mantenimento dell'esistente tripartizione delle funzioni istituzionali di vigilanza, secondo le aree di competenza definite dal Tuf (intermediari, emittenti e mercati), e la creazione di nuove unità dedicate allo svolgimento degli ulteriori compiti attribuiti dalle recenti riforme normative; *ii*) lo sviluppo di maggiori capacità di analisi dell'evoluzione dei mercati per individuare tempestivamente la presenza di nuovi fenomeni e interpretarne i possibili impatti sulle strategie di vigilanza; *iii*) lo sviluppo di strumenti, sempre più sofisticati, di individuazione preventiva dei rischi di comportamenti in contrasto con le norme, secondo un modello *risk-based* che consenta di ottimizzare l'uso delle risorse umane e degli strumenti disponibili; *iv*) la crescita della partecipazione all'attività di regolamentazione internazionale con l'obiettivo di aumentare la capacità di incidere sul processo normativo, al fine di perseguire le esigenze di tutela del mercato italiano nonché favorire la convergenza degli standard comportamentali a livello europeo e internazionale.

L'applicazione di tali principi ha comportato una revisione dell'organizzazione caratterizzata da varie innovazioni.

In particolare è stata creata un'unità organizzativa specializzata nelle attività ispettive, il cui ambito è stato esteso dalle recenti riforme, a supporto delle attività di *enforcement* nei diversi settori di competenza dell'Istituto. Sono state istituite nuove unità organizzative dedicate allo sviluppo di modelli di analisi dei rischi, basati su metodologie statistico-quantitative e sull'analisi degli scenari macroeconomici e di settore, con l'obiettivo di contribuire a elaborare i criteri di selezione e di indirizzo delle attività di vigilanza in una logica preventiva. È stata istituita una specifica funzione per le attività di analisi di impatto della regolamentazione. Si è ritenuto, infine, di potenziare le funzioni di coordinamento al fine di favorire la rapidità dei processi decisionali e la complementarità tra le funzioni svolte nei diversi settori di attività della vigilanza, garantendo una visione il più possibile unitaria dei fenomeni critici e un costante monitoraggio dell'efficienza operativa.

Un approccio di vigilanza che valorizza l'analisi dei fattori di rischio per orientare le attività implica inoltre un alto grado di flessibilità della struttura organizzativa, capace di

adeguare con tempestività l'allocazione e l'utilizzo delle risorse per affrontare fenomeni complessi e soggetti a rapida evoluzione e di assicurare miglioramenti dell'efficienza operativa per ridurre i tempi e i costi dei procedimenti.

Sono in corso di avanzata trattativa ipotesi di ampliamento dei locali delle due sedi di Roma e Milano onde consentire un incremento delle risorse umane al fine di poter far fronte con adeguata tempestività ed efficacia ai sempre più impegnativi compiti che il legislatore ha affidato all'Istituto.

## NOTE

<sup>(1)</sup> Direttiva 2004/39/CE.

<sup>(2)</sup> Va al riguardo, peraltro, rilevato che nel completare le misure sul Piano d'Azione mancano le iniziative in materia di fondi comuni di investimento, per le quali la Commissione Europea non ha ancora formalizzato la proposta di direttiva di modifica della direttiva 85/611/CEE. Inoltre, la Commissione Europea ha avviato dei *forum* di discussione in materia di *private placement* di fondi e di fondi immobiliari aperti. Si tratta di attività che la Consob segue con particolare impegno anche attraverso il gruppo Cesr sul risparmio gestito, presieduto dal Presidente della Consob.

<sup>(3)</sup> In particolare il *Financial Services Committee* (Fsc) e l'Ecofin.

<sup>(4)</sup> *Cesr's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, June 2007 e *Cesr, An evaluation of equivalence of supervisory powers in the EU under the Market Abuse Directive and the Prospectus Directive. A report to the Financial Services Committee (FSC)*, June 2007.

<sup>(5)</sup> *Cesr, Report on Cesr Member's powers under the market abuses directive and its implementing measures*, June 2007.

<sup>(6)</sup> Committee of European Securities Regulators.

<sup>(7)</sup> Committee of European Banking Supervisors.

<sup>(8)</sup> Committee of European Insurance and Occupational Pension Funds Supervisors.

<sup>(9)</sup> International Organization of Securities Commissions.

<sup>(10)</sup> International Association of Insurance Supervisors.

<sup>(11)</sup> Il nuovo testo dell'accordo, inoltre, contempla: (i) comuni principi applicabili alla gestione di crisi con potenziale impatto transnazionale, (ii) l'impegno delle parti ad adattare a livello nazionale l'accordo quadro per la cooperazione nei casi di crisi sistemiche e (iii) specifiche linee guida di carattere pratico da osservare nell'affrontare in concreto le crisi. Un'ulteriore novità concerne la previsione di procedure volte allo scambio di informazioni rilevanti in materia di stabilità finanziaria anche in situazioni di normalità, così da favorire una reazione più solerte delle parti all'eventuale manifestarsi di una crisi.

<sup>(12)</sup> Si tratta di un rapporto che originariamente aveva ad oggetto esclusivamente una valutazione dell'attuazione dello schema di Codice di condotta Iosco da parte delle agenzie di *rating*, così come richiesto in precedenza dalla Commissione Europea.

<sup>(13)</sup> Moody's, Standard & Poors, Fitch e Dominion.

<sup>(14)</sup> Le opzioni prevedono, in particolare, il riconoscimento/registrazione delle agenzie di *rating*, di tipo "leggero" o "pesante", e l'integrazione del nuovo regime all'interno delle procedure di riconoscimento previste dalla direttiva sui requisiti di capitale di attuazione degli accordi di Basilea II.

<sup>(15)</sup> Regolamento 1287/2006/CE e Direttiva 2006/73/CE.

<sup>(16)</sup> La categoria delle controparti qualificate costituisce una novità per il nostro ordinamento, a differenza della dicotomia fra clienti al dettaglio e professionali che riflette in linea di massima la preesistente distinzione fra "investitori qualificati" e investitori al dettaglio. La MiFID innova, tuttavia, introducendo una nozione di cliente professionale più precisa e articolata e attribuendo a tale tipologia di clienti nuove tutele.

<sup>(17)</sup> Questa impostazione segna un'importante discontinuità rispetto alla disciplina italiana previgente, che non prevedeva alcun tipo di valutazione di adeguatezza nel caso di operatività con

“investitori qualificati” (categoria corrispondente, per certi versi, a quella dei clienti professionali della MiFID). Nei confronti degli “investitori qualificati”, infatti, gli intermediari potevano disapplicare quasi tutte le più importanti regole di condotta previste invece per i clienti al dettaglio (conflitti di interesse, operazioni non adeguate, *best execution*, rendicontazione).

<sup>(18)</sup> Cesr, *Inducements under MiFID - Recommendations*, Maggio 2007 - Ref: Cesr/07-228b.

<sup>(19)</sup> Quanto all'ampiezza dell'insieme dei prodotti oggetto del servizio, la Consob ha precisato l'intermediario debba individuare, in via preliminare, i prodotti sui quali potranno insistere i “consigli di investimento”, al fine di rendere pienamente edotto il cliente circa l'ampiezza del relativo servizio e, di conseguenza, della tutela discendente dall'applicazione della regola di adeguatezza. Quanto alla periodicità dell'attività, è stato chiarito che anche nel caso di un consiglio “episodico”, il rapporto con il cliente va disegnato sulla regola di adeguatezza (propria della consulenza) e non su quella di appropriatezza. Con riguardo all'associazione della consulenza ai servizi esecutivi, sebbene in via astratta non si possa escludere che i servizi di collocamento o ricezione e trasmissione ordini siano posti in essere senza essere accompagnati dal servizio di consulenza, è elevato il rischio che, stante l'ampia nozione di consulenza adottata dal legislatore comunitario, l'attività concretamente svolta si sostanzi nella presentazione di un dato strumento finanziario come adatto per un determinato cliente, integrando così la consulenza in materia di investimenti. Da qui l'opportunità che l'intermediario intenzionato a operare una scelta di *business* di questo tipo appronti tutti i meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali e di controllo) idonei a garantirne l'attuazione.

<sup>(20)</sup> Le soglie dimensionali fissate dalla MiFID per individuare le imprese che possono essere considerate come professionali di diritto risultano abbastanza elevate tenuto conto della forte frammentazione del sistema industriale italiano e della larga diffusione delle strutture di gruppo (i parametri si applicano infatti a livello di singola impresa). Applicando anche uno solo dei tre parametri previsti dalla MiFID, oltre il 99% delle imprese italiane non rientra nella categoria dei clienti professionali di diritto. La questione assume una particolare valenza nel contesto del sistema finanziario italiano alla luce del fatto che molte imprese non finanziarie (ma anche diversi soggetti pubblici, quali gli enti locali) hanno posizioni in prodotti derivati Otc per la gestione dei rischi di tasso d'interesse (e in minore misura di cambio) che ha dato origine a un rilevante contenzioso con gli intermediari collocatori. È dunque assai probabile che, applicando i parametri dimensionali della MiFID, una larghissima percentuale delle imprese non finanziarie che hanno posizioni in derivati Otc non rientreranno nella categoria dei clienti professionali di diritto. Gli intermediari dovranno dunque riclassificare un numero molto elevato di clienti con esposizioni in derivati Otc ed è assai probabile che pochissime imprese chiederanno di essere classificate come clienti professionali.

<sup>(21)</sup> La remunerazione delle reti distributive (banche, reti di promotori) è rappresentata da pagamenti da parte delle società prodotto (Sgr, Sicav, assicurazioni, banche), spesso appartenenti al gruppo, nella forma di retrocessioni delle commissioni di gestione, sulla base di uno specifico accordo quadro fra società prodotto e collocatore. È noto, ad esempio, che circa il 70-80% delle commissioni di gestione dei fondi comuni vengono retrocesse alle reti distributive per remunerare l'attività di collocamento. Il costo della distribuzione è dunque, almeno formalmente, a carico del “produttore”; non si può escludere, tuttavia, che esso venga traslato in parte sul consumatore finale.

<sup>(22)</sup> Il caso è particolarmente rilevante per il mercato italiano, nel quale circa il 40% del patrimonio delle gestioni individuali è investito in fondi comuni e Oicr (spesso dello stesso gruppo).

<sup>(23)</sup> L'enfasi viene dunque posta sul contenuto dei servizi finali resi all'investitore, contenuto dal quale potrà derivare la giustificazione dei pagamenti ricevuti da terzi e che, pertanto, deve essere specificato in sede di definizione contrattuale del rapporto tra collocatore e cliente. Posto che nel breve periodo i meccanismi di remunerazione delle reti distributive non subiranno cambiamenti, è verosimile che gli intermediari collocatori continueranno a percepire commissioni dalle società prodotto, ricollegandole formalmente a un servizio consulenziale; in tale circostanza, troverà

applicazione la disciplina relativa alla valutazione di adeguatezza del cliente. In alternativa, gli intermediari collocatori potrebbero offrire prestazioni aggiuntive, volte a rafforzare la qualità del servizio pur in assenza di un servizio di consulenza, che possono giustificare la percezione di commissioni da parte delle società prodotte. Una criticità di questa scelta è rappresentata dal fatto che potrebbe essere difficile assumere che vi sia un accrescimento della qualità del servizio se l'intermediario distribuisce solo strumenti e prodotti finanziari del gruppo (canale "monomarca"), come spesso accade nel contesto italiano.

<sup>(24)</sup> Ai sensi dell'articolo 6, comma 2-bis, del Tuf, introdotto dal decreto legislativo di recepimento della MiFID.

<sup>(25)</sup> Ai sensi dell'articolo 5-bis e 5-ter del Tuf.

<sup>(26)</sup> Direttive 2006/48/CE (CRD) e 2006/49/CE (CAD). Il provvedimento detta, in particolare, gli obblighi a cui i soggetti abilitati si devono uniformare in materia di: i) requisiti generali di organizzazione; ii) continuità dell'attività; iii) organizzazione amministrativa e contabile (compresa l'istituzione della funzione di controllo della conformità alle norme); iv) procedure (anche di controllo interno) per la corretta e trasparente prestazione dei servizi e delle attività di investimento nonché della gestione collettiva del risparmio; v) controllo di conformità alle norme; vi) gestione del rischio dell'impresa; vii) revisione interna; viii) responsabilità dell'alta dirigenza; ix) trattamento dei reclami; x) operazioni personali; xi) esternalizzazione di funzioni essenziali; xii) gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti; xiii) conservazione delle registrazioni; xiv) procedure (anche di controllo interno) per la percezione e corresponsione degli incentivi.

<sup>(27)</sup> Fatti salvi gli obblighi di *best execution*, gli internalizzatori sistematici devono eseguire gli ordini ai prezzi quotati al momento in cui ricevono gli ordini stessi, sebbene in alcuni casi sia consentito il miglioramento del prezzo rispetto al valore quotato (cosiddetto *price improvement*), casi che dipendono dalla dimensione dell'ordine e dalla tipologia di cliente. Le autorità competenti devono controllare che i prezzi pubblicati dagli internalizzatori siano aggiornati regolarmente e riflettano le condizioni di mercato prevalenti e che siano rispettate le condizioni relative al miglioramento del prezzo.

<sup>(28)</sup> "Publication and Consolidation of MiFID Market Transparency Data", Level 3 Cesr's guidelines and recommendations for the consistent implementation of the Directive 2004/39CE and the European Commission's Regulation n. 1287/2006. Il documento è stato formulato in esito a una consultazione pubblica, condotta dal Cesr su mandato della Commissione, dalla quale è emersa l'opinione che, almeno nella prima fase di applicazione della MiFID, non è necessario introdurre misure vincolanti quanto piuttosto linee guida e raccomandazioni.

<sup>(29)</sup> Comunicazione n. DME/8005271 del 21 gennaio 2008.

<sup>(30)</sup> Il 90% circa della raccolta dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione è effettuata attraverso banche e promotori finanziari.

<sup>(31)</sup> In particolare, la raccomandazione della Commissione Europea del 16 maggio 2002 ("*L'indipendenza dei revisori legali dei conti UE: un insieme di principi fondamentali*"), i cui principi sono stati recepiti in un documento "*Principi sull'indipendenza del revisore*" emanato dai Consigli Nazionali dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri e raccomandato dalla Consob nel 2005.

<sup>(32)</sup> La Borsa di Dubai, inoltre, detiene il 20% del capitale del Nasdaq e contestualmente il Nasdaq detiene il 33% del capitale della Borsa di Dubai.

<sup>(33)</sup> Borsa Italiana detiene il pacchetto di maggioranza di Mts (60.37 %). Le restanti quote sono ripartite tra i principali gruppi bancari internazionali.

<sup>(34)</sup> L'attività di *post-trading* sull'Lse è svolta da London Clearing House (Lch) del gruppo Clearnet, per i servizi di *clearing* e controparte centrale, e da Crest, società del gruppo Euroclear, per quanto riguarda i servizi di *settlement* e custodia titoli.

<sup>(35)</sup> Al 30 agosto 2006 sull'Aim risultavano quotate 1560 piccole imprese, rispetto alle 3 del Mac e alle 35 dell'Expandi del gennaio 2008.

<sup>(36)</sup> La situazione in linea di principio è analoga quella che si avrebbe se l'Aim avesse sede legale in Italia, poiché la direttiva prospetto e la direttiva *Transparency* non si applicano agli Mtf. Tuttavia, nella misura in cui un emittente con titoli negoziati (esclusivamente) su un Mtf diviene di fatto un emittente con titoli diffusi, per gli Mtf italiani troverebbe applicazione un regime di informativa continua analogo a quello previsto per i mercati regolamentati.

<sup>(37)</sup> Sono denominati *sovereign wealth fund* i fondi di investimento controllati direttamente dai governi di alcuni paesi che vengono utilizzati per investire in strumenti finanziari i *surplus* fiscali o le riserve di valuta estera.

<sup>(38)</sup> Prioritariamente (10 agosto 2007) la richiesta di informazioni è stata rivolta alle 4 società di assicurazioni comprese nel paniere dell'indice Standard & Poor's MIB, cui è seguita pochi giorni dopo (17 agosto 2007) analoga richiesta a tutte le restanti società di assicurazioni quotate.

<sup>(39)</sup> In particolare, è stato chiesto di riportare nella relazione degli amministratori informazioni e commenti in merito all'esposizione diretta, o tramite società del gruppo, al mercato dei mutui *subprime* in qualità di erogatori dei mutui ovvero di investitori a rischio proprio in prodotti finanziari aventi come attività sottostante gli stessi mutui; è stato anche richiesto di evidenziare l'ammontare di prodotti finanziari che avessero come attività sottostante tali mutui, sia se detenuti direttamente o attraverso società del gruppo, sia se detenuti nell'ambito di prodotti del risparmio gestito o in deposito per conto terzi. I comunicati stampa avrebbero dovuto contenere informazioni su: tipologia di strumenti e relativo *rating*; scadenza degli strumenti finanziari; descrizione dello strumento e degli *asset* a garanzia; presenza di eventuali *covenant* di rilievo; valorizzazione degli strumenti per aggregati; eventuali variazioni di rilievo nella valorizzazione successivamente alla data del 30 giugno 2007; eventuali accantonamenti a fondi per rischi.

<sup>(40)</sup> Le cartolarizzazioni relative a mutui *Alternative A* hanno un merito di credito migliore rispetto a quelli denominati *subprime* (B o C) ma non hanno le caratteristiche necessarie per essere considerati di buona qualità creditizia (A).

<sup>(41)</sup> A giugno 2004 il controvalore nozionale delle posizioni in derivati Otc detenute da intermediari italiani nei confronti di imprese ed Enti locali risultava pari a circa 146 miliardi di euro. Circa l'80% dei contratti risultava in perdita. La perdita media per operazione era pari a circa 80.000 euro; gli Enti locali avevano peraltro perdite medie molto più elevate di quelle delle imprese (circa 430.000 euro), anche a causa della dimensione media dei contratti più elevata (circa 12 milioni di euro di valore nozionale, contro i 2,6 milioni di euro delle imprese).

<sup>(42)</sup> In particolare, risulta che l'attività in discorso è stata condotta dalla Banca secondo il seguente schema:

- l'intermediario proponeva ai propri clienti di tipo *corporate* strumenti derivati che avrebbero dovuto coprire il rischio di tasso gravante sui finanziamenti da questi stipulati con la medesima banca o con altre società del gruppo Italease;
- gli strumenti derivati offerti, particolarmente complessi, erano ingegnerizzati da *investment bank* terze;
- in concreto la banca negoziava gli strumenti derivati con la clientela in contropartita diretta;
- immediatamente dopo la conclusione della transazione con il cliente, la banca poneva in essere un'operazione di segno uguale e contrario con una delle *investment bank* strutturatrici;

- Banca Italease si immunizzava in tal modo dalle alee di mercato, restando peraltro esposta al rischio di controparte verso i clienti.

<sup>(43)</sup> Le banche che hanno adottato il sistema dualistico nel 2007 sono: Mediobanca Spa, Banco Popolare Società Cooperativa e Unione di Banche Italiane Scpa. Le altre società sono: Mid Industry Spa e A2A Spa.

<sup>(44)</sup> Approvazione del bilancio, nomina e revoca dei consiglieri di gestione e promozione dell'azione di responsabilità nei confronti di quest'ultimi.

<sup>(45)</sup> Ai sensi dell'art. 2409-*terdecies* c.c., comma 1, lett. f-*bis*), il consiglio di sorveglianza "se previsto dallo statuto, delibera in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari delle società predisposti dal consiglio di gestione, ferma in ogni caso la responsabilità di questo per gli atti compiuti".

<sup>(46)</sup> Ai sensi del quale "i pubblici ufficiali ... che nell'esercizio o a causa delle loro funzioni ... hanno notizia di un reato perseguibile di ufficio, devono farne denuncia per iscritto, anche quando non sia individuata la persona alla quale il reato è attribuito".

<sup>(47)</sup> La Consob e l'Autorità Giudiziaria collaborano fra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare l'accertamento delle violazioni – in materia di *insider trading* e manipolazione – anche quando queste non costituiscono reato.

<sup>(48)</sup> Di cui 3 per *insider trading*; 9 per manipolazione del mercato (di cui 4, anche per ostacolo *ex artt.* 2638 c.c., ovvero 170-*bis* del Tuf); 1 unicamente per ostacolo alle funzioni di vigilanza.

<sup>(49)</sup> La prima sentenza (n. 1364, emessa il 12 aprile 2007 dalla Corte d'Appello di Milano, Sez. II) ha integralmente confermato – anche con riguardo alle statuizioni civili in favore della Consob – la sentenza del Tribunale di Milano n. 3406 del 27 marzo 2006. Nello scorso mese di novembre sono intervenute le altre due pronunce favorevoli. Si segnala, in primo luogo, la sentenza n. 3716 del 12 novembre 2007, con cui la Corte d'Appello di Milano, Sez. II, ha confermato la sentenza del Tribunale di Milano del 25 ottobre 2006. La Corte d'Appello, nella motivazione della sentenza, si è particolarmente soffermata su due temi specifici di natura prevalentemente processuale: la competenza territoriale del Tribunale di Milano per i reati di abuso del mercato e la legittimazione della Consob alla costituzione di parte civile. Con sentenza resa in data 29 novembre 2007, la stessa Sezione II della Corte d'Appello di Milano ha confermato la decisione emessa dal Tribunale di Milano il 25 ottobre 2006.

<sup>(50)</sup> In particolare, i ricorrenti hanno chiesto l'annullamento delle disposizioni – articoli 144-*quater*, commi 3 e 4, e 144-*sexies*, commi 2 e 9 – che prevedono, per le società cooperative quotate, sia una soglia riferita al capitale sociale (pari allo 0,5%, con facoltà statutaria di prevedere una minore percentuale) sia una soglia da stabilire in via statutaria, riferita solo al numero dei soci (per la quale si fissa il limite massimo di 500 soci), per l'asserito contrasto delle norme regolamentari indicate, ed, in particolare, della previsione di una soglia riferita al capitale sociale, con i principi generali posti alla base della disciplina delle società cooperative.

<sup>(51)</sup> In particolare, i giudici romani, nel confermare le sanzioni amministrative pecuniarie comminate, hanno ritenuto corretto l'accertamento presuntivo da parte della Consob – fondato "su indizi gravi, precisi e concordanti" – di un patto parasociale occulto tra il sig. Danilo Coppola e la Banca Popolare Italiana, avente per oggetto l'acquisto concertato di azioni ordinarie della Banca Antonveneta e l'esercizio, anche congiunto, di un'influenza dominante sulla banca stessa attraverso l'esercizio del diritto di voto.

<sup>(52)</sup> Per quanto anche in precedenza la Consob aveva la possibilità di attivare lo strumento della denuncia al tribunale *ex art.* 2409 del codice civile in caso di fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza del collegio sindacale.

<sup>(53)</sup> *Cesr's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, June 2007.

<sup>(54)</sup> Lo stesso Cesr ha segnalato l'esistenza di prassi di vigilanza non sempre omogenee nell'applicazione della direttiva sul prospetto sulla base delle evidenze fornite dalle Autorità di vigilanza. In particolare, il Cesr ha segnalato che alcuni paesi (fra cui l'Italia) seguono un approccio più pro-attivo, mentre altri (fra cui il Regno Unito) seguono un approccio più *risk based* (cfr. *An evaluation of equivalence of supervisory powers in the EU under the Market Abuse Directive and the Prospectus Directive. A report to the Financial Services Committee (FSC)*, Cesr, June 2007, pag. 5).



**B**

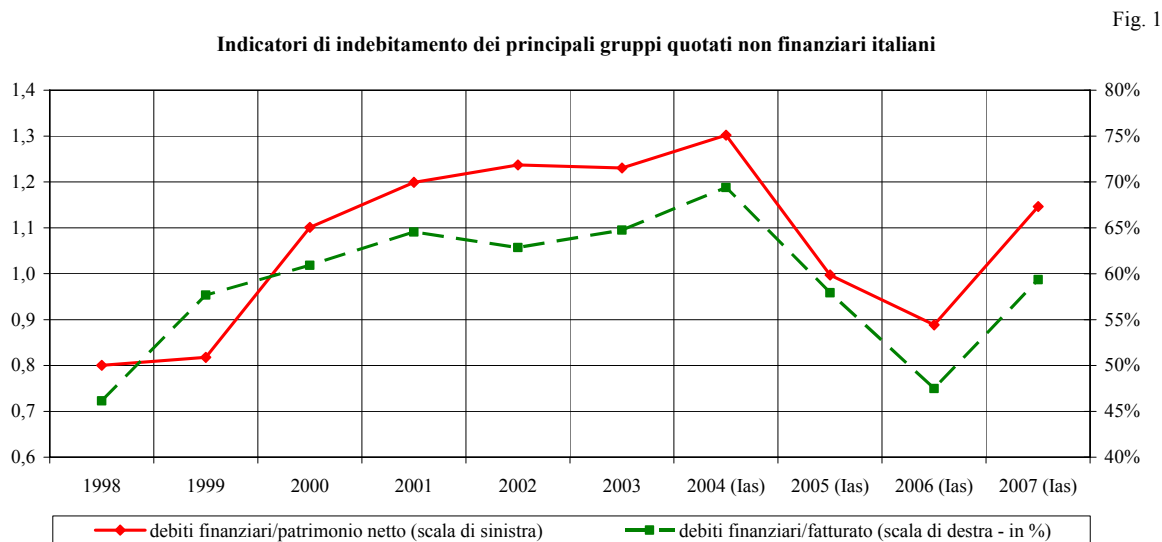
*L'EVOLUZIONE  
DEL QUADRO DI RIFERIMENTO*



## I – LE SOCIETÀ

## 1. La struttura finanziaria e la redditività

Nel 2007 è cresciuto il livello di indebitamento dei principali gruppi quotati non finanziari italiani. Il rapporto debiti/patrimonio netto si è attestato su valori superiori a 1,1 (contro 0,9 nel 2006; Fig. 1), a causa della significativa crescita dei debiti finanziari (da 152 a 200 miliardi di euro circa; +32%), dovuta tuttavia in larga misura alla dinamica di un singolo gruppo quotato; l'aumento del patrimonio netto è stato, invece, molto più lieve (da 170 a 175 miliardi di euro; +2,6%). È aumentata anche l'incidenza dei debiti finanziari sul fatturato (59%, contro 47% nel 2006).

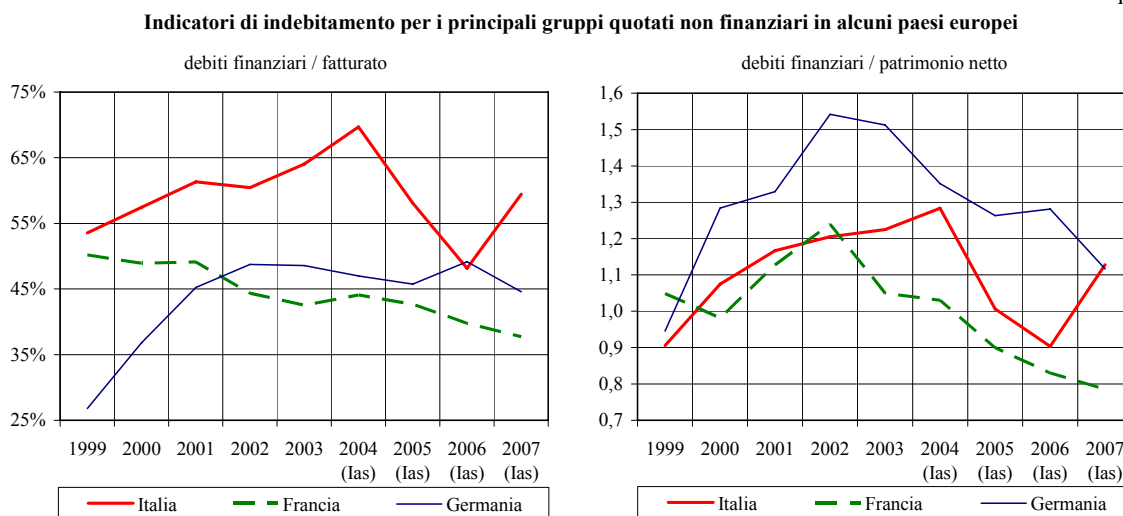


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

*Nel 2007 l'indebitamento dei principali gruppi quotati non finanziari si è ridotto, invece, in Francia e soprattutto in Germania (Fig. 2); infatti, il rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto è sceso, per le società francesi, da 0,83 a 0,79, mentre, per le società tedesche, da 1,3 a circa 1,1. Il rapporto tra debiti finanziari e fatturato dei gruppi quotati non finanziari italiani si è riportato su valori significativamente più alti rispetto a quelli relativi alle società francesi (38%) e tedesche (45%).*

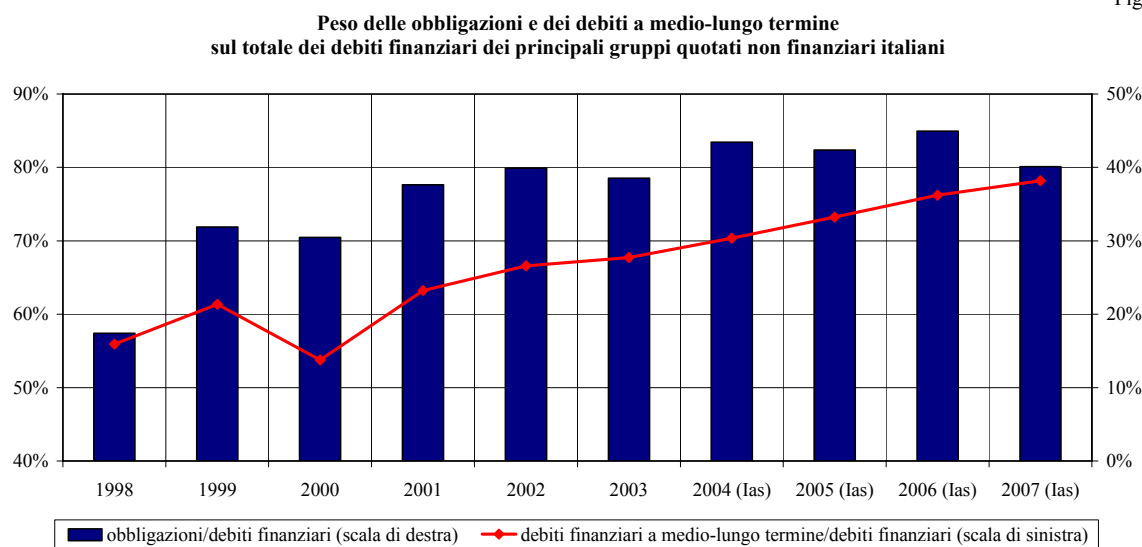
L'aumento del livello di indebitamento delle principali società non finanziarie italiane è riconducibile soprattutto alla crescita dei debiti finanziari a medio-lungo termine (da 115 a 156 miliardi di euro, +36%), il cui peso sul totale dei debiti finanziari è aumentato di due punti percentuali circa, raggiungendo quota 78% (Fig. 3). In particolare, il volume delle obbligazioni a medio-lungo termine è cresciuto del 18% (da 68 a 80 miliardi di euro), mentre il volume degli altri debiti finanziari a medio-lungo termine del 61% (da 47 a 76 miliardi di euro). Conseguentemente, il peso delle obbligazioni con scadenza superiore a 12 mesi è diminuito di 5 punti percentuali (dal 45 al 40%), mentre quello degli altri debiti finanziari è aumentato di 7 punti percentuali (dal 31 al 38%).

Fig. 2



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per la Francia e la Germania dati relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a maggio 2008, per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 1. I dati 2007 sono provvisori.

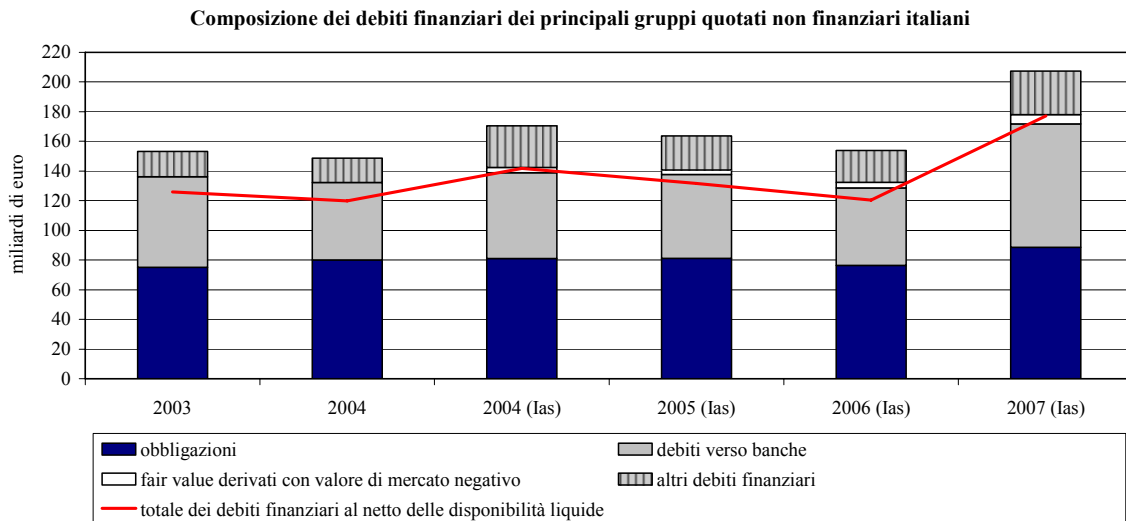
Fig. 3



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. I dati relativi alle obbligazioni si riferiscono a quelle con scadenza superiore a 12 mesi. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

Nel 2007 sono aumentati soprattutto i debiti verso le banche, passati da 52 miliardi di euro nel 2006 a 83 miliardi di euro circa (+59%). L'ammontare complessivo delle obbligazioni (sia a breve che a lungo termine) è cresciuto di circa 12 miliardi di euro (da 76 a 89 miliardi di euro; +16% Fig. 4); il *fair value* dei derivati con valore di mercato negativo è aumentato, infine, del 70% attestandosi sui 6 miliardi di euro circa. Complessivamente il livello di indebitamento al netto delle disponibilità liquide è cresciuto da 120 a 177 miliardi di euro (+47%).

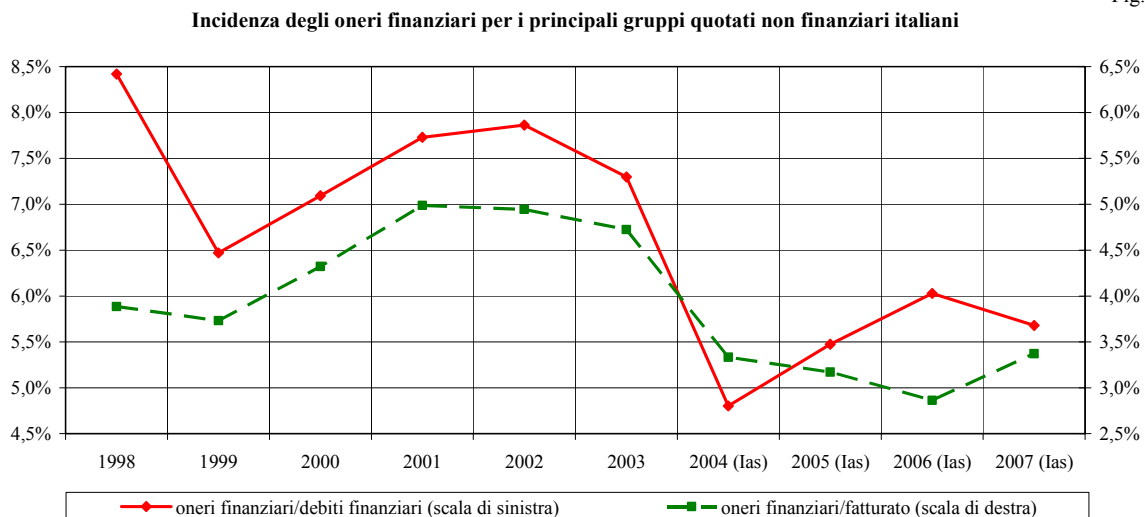
Fig. 4



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

Nel 2007 il rapporto fra oneri e debiti finanziari è lievemente diminuito rispetto al 2006, passando dal 6 al 5,7%; la crescita degli oneri finanziari (da 9 a 11 miliardi di euro circa; +25%) è risultata infatti inferiore rispetto a quella dei debiti (Fig. 5). È aumentato, tuttavia, il rapporto fra oneri finanziari e fatturato (da 2,9 a 3,4%).

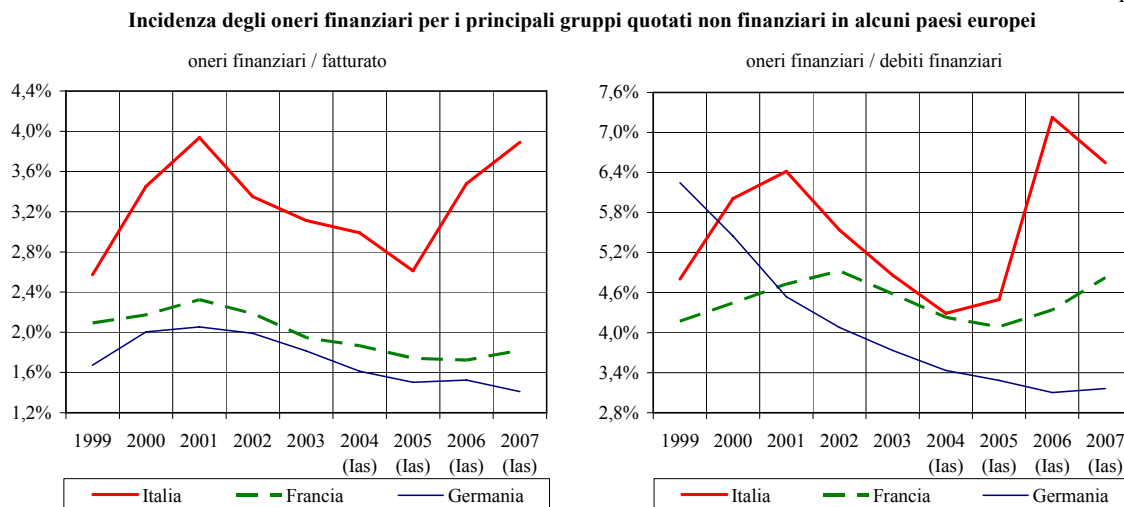
Fig. 5



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

*Analisi basate su dati di bilancio riclassificati per rendere omogeneo il confronto fra diversi paesi mostrano che le imprese italiane continuano a presentare una più elevata incidenza degli oneri finanziari sui debiti finanziari e sul fatturato rispetto alle imprese francesi e tedesche (Fig. 6). Il rapporto fra oneri finanziari e totale dei debiti finanziari è aumentato solo lievemente per le principali imprese non finanziarie francesi (da 4,3 a 4,8%) e tedesche (da 3,1 a 3,2%); inoltre, l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato è rimasta stabilmente al di sotto del 2% in entrambi i paesi.*

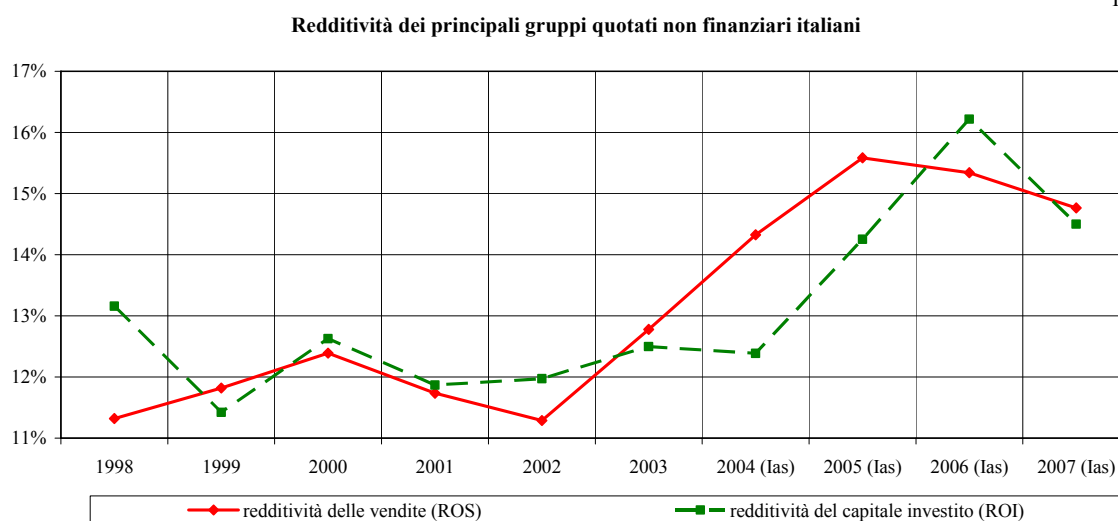
Fig. 6



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per la Francia e la Germania dati relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a maggio 2008, per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 1. I dati 2007 sono provvisori.

La redditività delle principali imprese quotate non finanziarie ha subito una leggera flessione dal 2006 al 2007. La redditività delle vendite (data dal rapporto fra fatturato e capitale investito) è stata pari a poco meno del 15% e si è, quindi, lievemente ridotta rispetto al 2006 (15,3%; Fig. 7); la redditività del capitale investito (rapporto fra margine operativo netto e capitale investito) è diminuita di più di un punto percentuale, passando da poco più del 16% nel 2006 al 14,5% circa nel 2007. La redditività del capitale proprio (pari al rapporto fra utile netto e patrimonio netto), comunque, è rimasta stabile al 31% circa.

Fig. 7



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

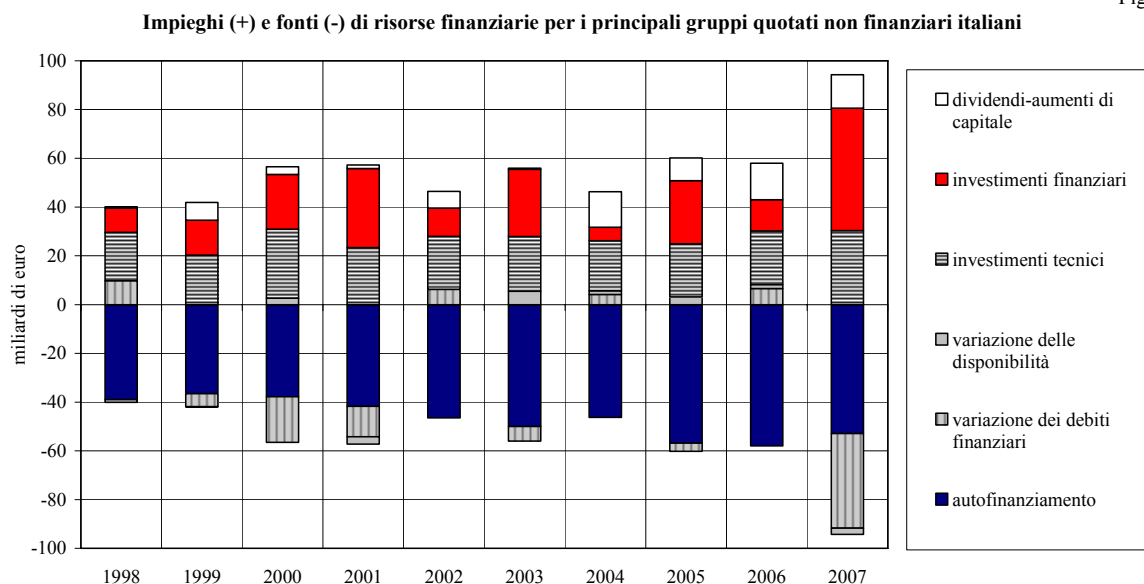
## 2. I flussi finanziari

Nel corso del 2007 l'autofinanziamento ha continuato a rappresentare la principale fonte di risorse finanziarie per i grandi gruppi quotati non finanziari italiani (Fig. 8). Rispetto al 2006, il suo ammontare, tuttavia, è leggermente diminuito passando da 58 a 53 miliardi di euro circa, mentre si è registrato un significativo incremento dei debiti finanziari (+39 miliardi di euro circa) che ha determinato un aumento della leva finanziaria (si veda il precedente §1).

*L'aumento dei debiti finanziari è tuttavia quasi interamente riconducibile all'operazione di acquisizione di un gruppo estero da parte di una delle principali società quotate italiane (si veda anche il successivo §5).*

Le risorse finanziarie sono state utilizzate prevalentemente per effettuare acquisizioni e investimenti finanziari per un ammontare pari approssimativamente a 50 miliardi di euro. Anche gli investimenti tecnici in impianti e in attrezzature sono stati rilevanti (30 miliardi di euro nel 2007 contro 22 miliardi di euro circa nel 2006). Sono invece leggermente diminuite le risorse finanziarie restituite agli azionisti (dividendi al netto degli aumenti di capitale), passate da 15 a poco meno di 14 miliardi di euro.

Fig. 8

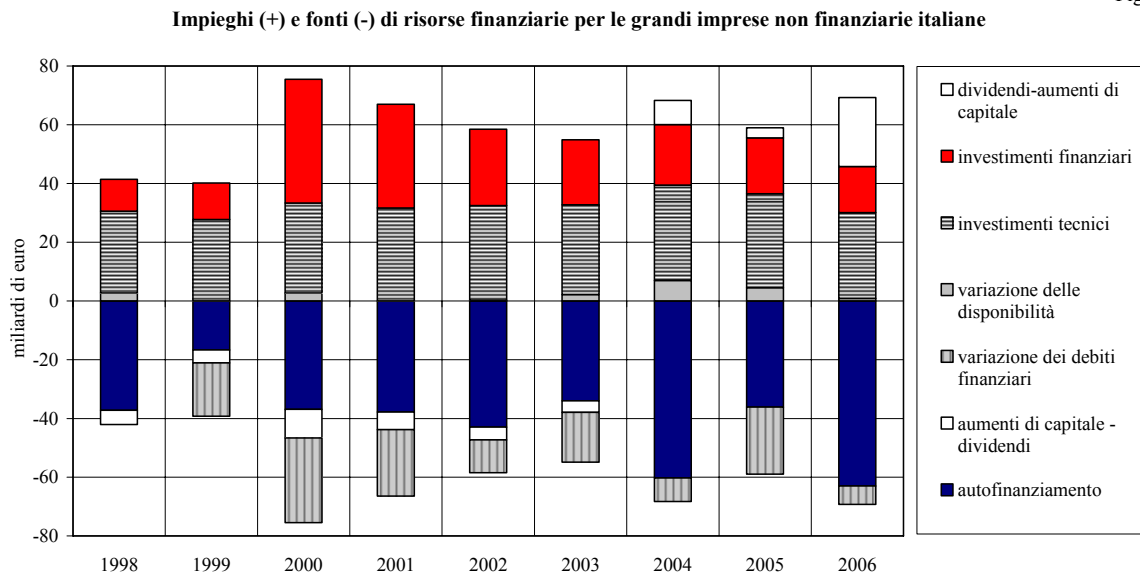


Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

*L'autofinanziamento (pari a 63 miliardi di euro) rappresenta la fonte prevalente di risorse finanziarie anche per un campione di circa 2.000 imprese italiane, censito da Mediobanca e in parte coincidente con quello dei grandi gruppi quotati (Fig. 9). I dati relativi al 2006 indicano che, dal lato degli impieghi, gli investimenti tecnici rimangono particolarmente elevati (29 miliardi di euro), anche se in leggera flessione rispetto al 2005 (-8%); gli investimenti finanziari sono scesi da*

19 a 16 miliardi di euro circa (-17%). Le risorse finanziarie destinate agli azionisti (dividendi al netto degli aumenti di capitale), infine, sono aumentate in modo significativo (da 3 a 23 miliardi di euro).

Fig. 9



Fonte: Mediobanca, "Dati cumulativi di 2.015 società italiane", edizione 2007. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

### 3. La qualità del credito

I dati sull'evoluzione dei giudizi delle società di *rating* relativamente alle imprese private (società finanziarie e non finanziarie) mostrano che l'evoluzione della qualità del credito nel 2007, sia negli Usa che in Europa, è stata caratterizzata da un *trend* negativo, soprattutto a seguito della crisi legata ai mutui ipotecari *subprime*.

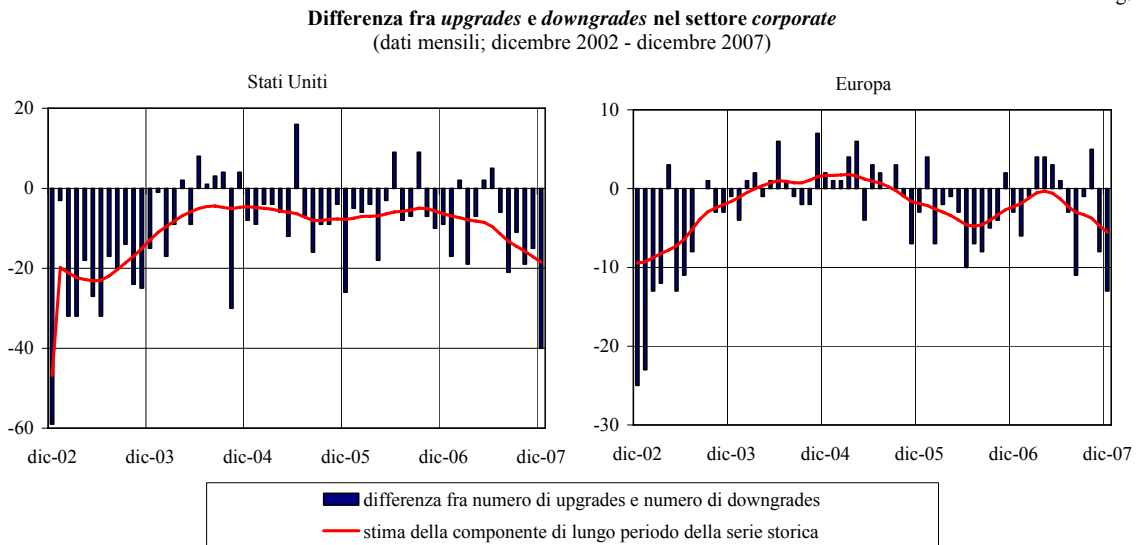
Negli Usa la differenza tra il numero di revisioni al ribasso (*downgrades*) e il numero di revisioni al rialzo (*upgrades*) dei giudizi rilasciati dalle agenzie di *rating* è stata, infatti, pari a 112 nel secondo semestre 2007 (contro 34 nel primo).

In Europa i *downgrades* hanno superato gli *upgrades* di 31 unità nel secondo semestre, mentre nei primi sei mesi dell'anno il numero delle revisioni al rialzo aveva superato di cinque unità il numero delle revisioni al ribasso (Fig. 10).

Nonostante i segnali negativi provenienti dall'analisi dei cambiamenti di *rating*, il tasso di insolvenza degli emittenti con *rating* speculativo è tuttavia diminuito sia negli Usa (da 1,7% a dicembre 2006 a 1,0% a fine 2007) che in Europa (da 2,7 a 1,1%). Gli emittenti di obbligazioni classificati in *default* sono passati da 30 nel 2006 (23 nel Nord America, 5 in Europa e 2 nel resto del mondo) a 18 nel 2007 (15 nel Nord America e 3 in Europa); è altresì diminuito del 36% il valore dei bond dichiarati in *default*, da 10 a 7 miliardi di euro circa (Fig. 11).

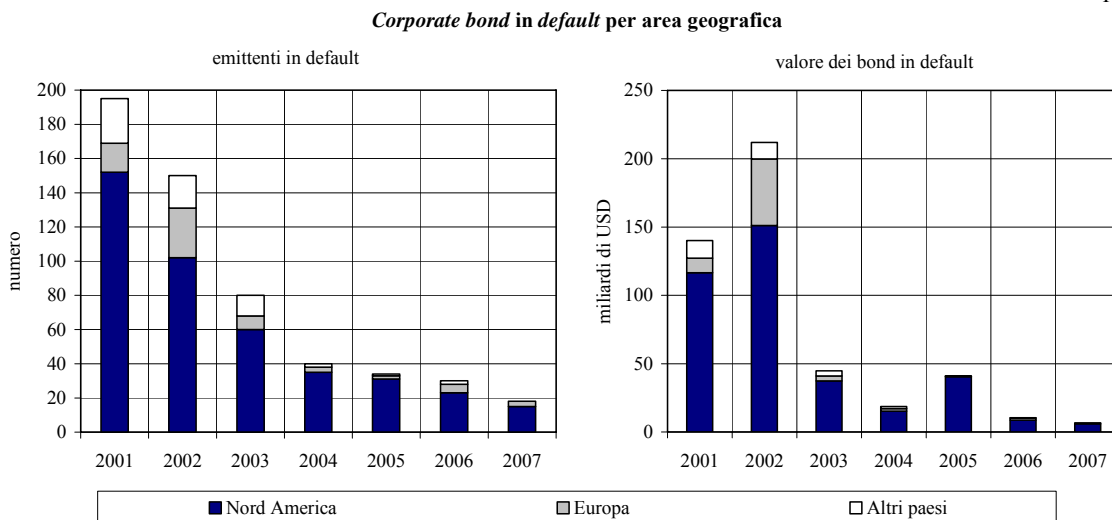


Fig. 10



Fonte: Moody's. Il numero di *upgrades* e *downgrades* si riferisce all'insieme delle società non finanziarie e finanziarie. La componente di lungo periodo è stimata attraverso tecniche non parametriche di analisi delle serie storiche.

Fig. 11



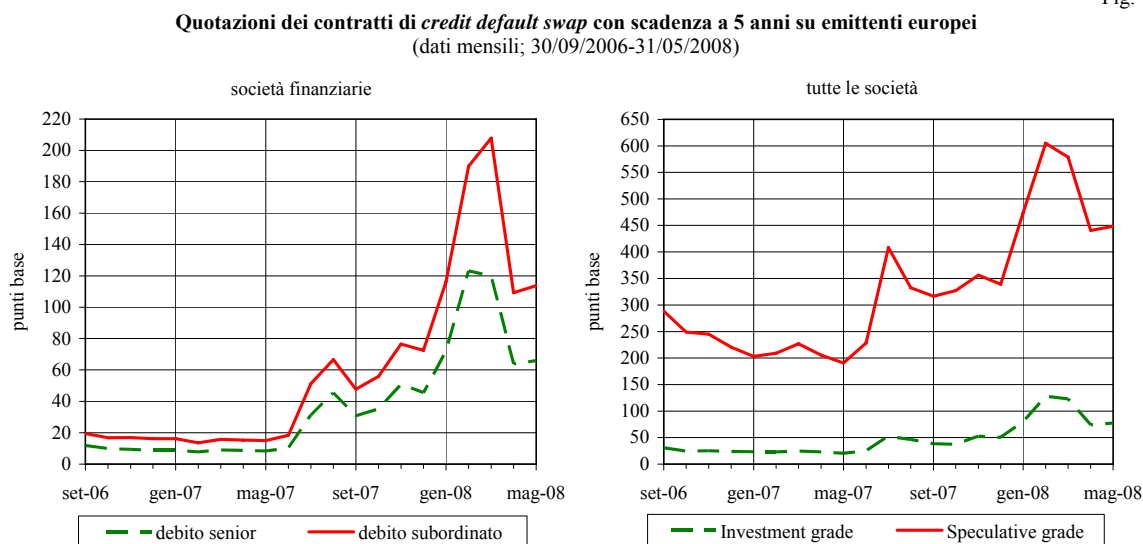
Fonte: Moody's.

Il basso numero di casi di insolvenza nel settore *corporate* registrato nel 2007 è ascrivibile alla congiuntura positiva e alle condizioni favorevoli di accesso al credito che hanno caratterizzato gli anni precedenti. Già a maggio 2008, il tasso di *default* (stimato a livello globale da Moody's) per le società con *rating* speculativo ha raggiunto quota 2% (contro 1% a fine 2007). Inoltre, sulla base delle previsioni realizzate da Moody's, questo tasso dovrebbe aumentare in modo significativo, raggiungendo un livello vicino al 5,0% per la fine del 2008.

La crisi legata ai mutui ipotecari *subprime* ha comportato un significativo aumento della percezione del rischio di credito sui mercati finanziari. La situazione di instabilità si è protratta per diversi mesi successivamente all'emersione dei primi segnali di turbolenza.

La crisi del mercato dei mutui *subprime* ha comportato un aumento del costo della protezione dal rischio di insolvenza, rilevabile dall'andamento delle quotazioni dei contratti di *credit default swap* (Cds) sulle principali società quotate europee. In particolare, il costo della protezione dal rischio di insolvenza sul debito subordinato delle banche è salito da circa 20 punti base prima della crisi a oltre 200 punti base a marzo 2008; nello stesso periodo per le imprese non finanziarie con *rating* speculativo il costo è passato da 200 a oltre 600 punti base (Fig. 12). Le quotazioni dei Cds sono poi diminuite nei mesi di aprile e maggio 2008, pur mantenendosi su livelli elevati.

Fig. 12



Fonte: Thomson Financial-Datastream. Dati relativi agli indici Itraxx riferiti a contratti di *credit default swap* per un campione di società quotate europee. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio di credito) si impegna a pagare, ogni anno, al venditore della protezione l'1% del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

Per l'Italia il deterioramento della qualità del credito è segnalato anche da modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza.

Da maggio 2007 a maggio 2008 la probabilità di default minima relativa al gruppo delle banche più rischiose (90° percentile della distribuzione delle probabilità di default) è passata da 0,08% a 0,4%. Inoltre, nello stesso periodo di tempo, la probabilità minima di default del gruppo delle società non finanziarie più rischiose è cresciuta da 0,6% a oltre 2,0% (Fig. 13).

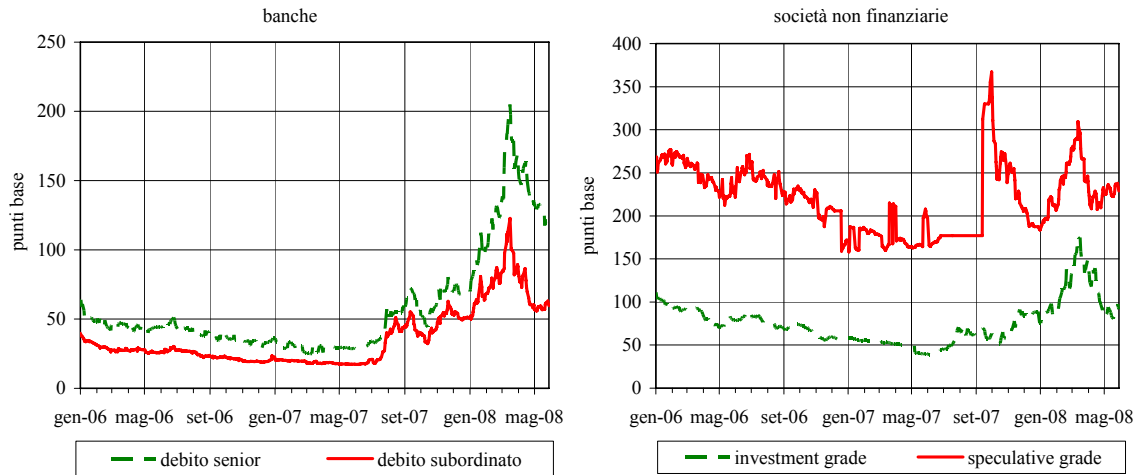
A maggio 2008 il 90% delle società quotate italiane, comunque, continua a presentare una probabilità di default inferiore a quella delle società quotate europee, sia considerando l'insieme delle banche (0,70%) che quello delle società non finanziarie (6,2%; Fig. 14).



rischiosa (rating equivalente pari a C-CCC) avevano uno spread teorico massimo pari a quasi 1.100 punti base, a maggio 2008 esse avevano uno spread teorico massimo uguale a poco più di 1.300 punti base.

Fig. 15

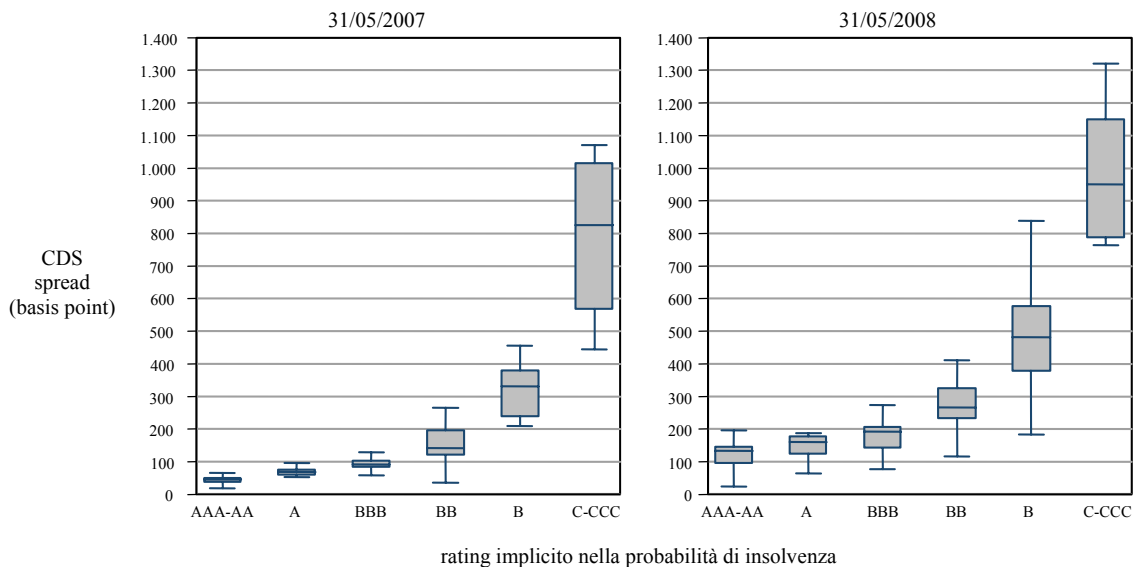
Quotazioni dei contratti di *credit default swap* con scadenza a 10 anni su emittenti quotati italiani (dati giornalieri; 01/01/2006-31/05/2008)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-Datastream. Per le imprese non finanziarie i dati sono calcolati come medie delle quotazioni giornaliere dei *credit default swap* di imprese con uguale rating, mentre per le banche i dati sono medie delle quotazioni giornaliere relative ai principali gruppi bancari. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio di credito) si impegna a pagare, ogni anno, al venditore della protezione l'1% del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

Fig. 16

Spread rispetto al tasso Libor delle quotazioni teoriche dei *credit default swap* (CDS) per le società quotate italiane non finanziarie

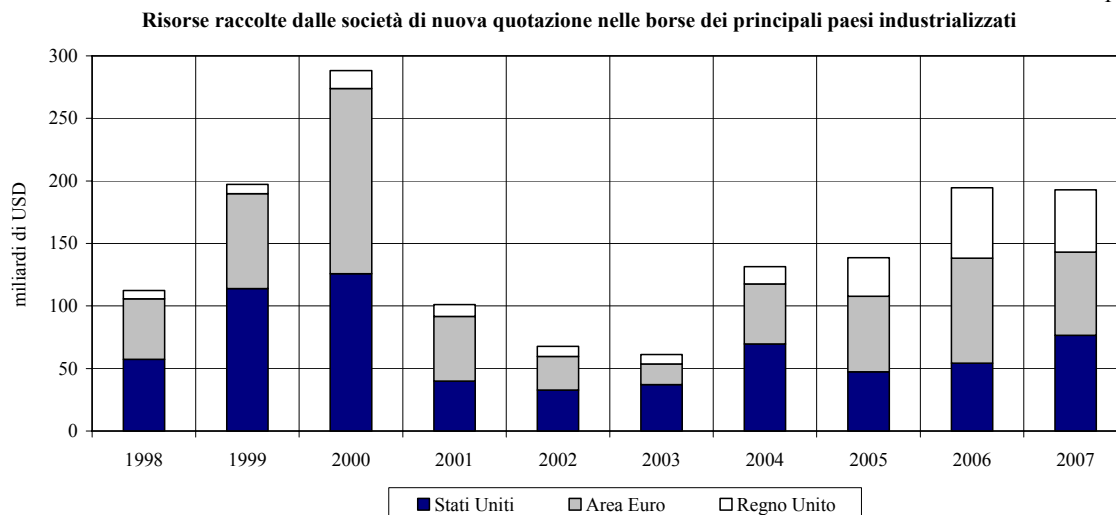


Fonte: elaborazioni su dati Moody's KMV-Credit Edge. La probabilità di insolvenza è stimata tramite il modello di valutazione del rischio di credito sviluppato da Moody's KMV e l'attribuzione del rating implicito alle società avviene sulla base della probabilità di default stimata dal modello. Il CDS *spread* misura la differenza fra il rendimento teorico del CDS (stimato sulla base della probabilità di insolvenza) e il tasso Libor. Nel grafico è rappresentata la distribuzione dello *spread* per gruppi di categorie di credito. In particolare, la linea orizzontale nel riquadro del *box* corrisponde alla mediana, il lato inferiore individua il I° quartile, mentre il lato superiore il III° quartile. Le due linee orizzontali al di sopra e al di sotto del riquadro del *box* rappresentano la *range* di valori in cui è contenuta ciascuna distribuzione.

#### 4. La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa

Nel 2007 l'ammontare delle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione è aumentato del 71% negli Stati Uniti (da 54 a 76 miliardi di euro), mentre si è ridotto del 21% nei Paesi dell'euro e dell'11% nel Regno Unito (Fig. 17).

Fig. 17

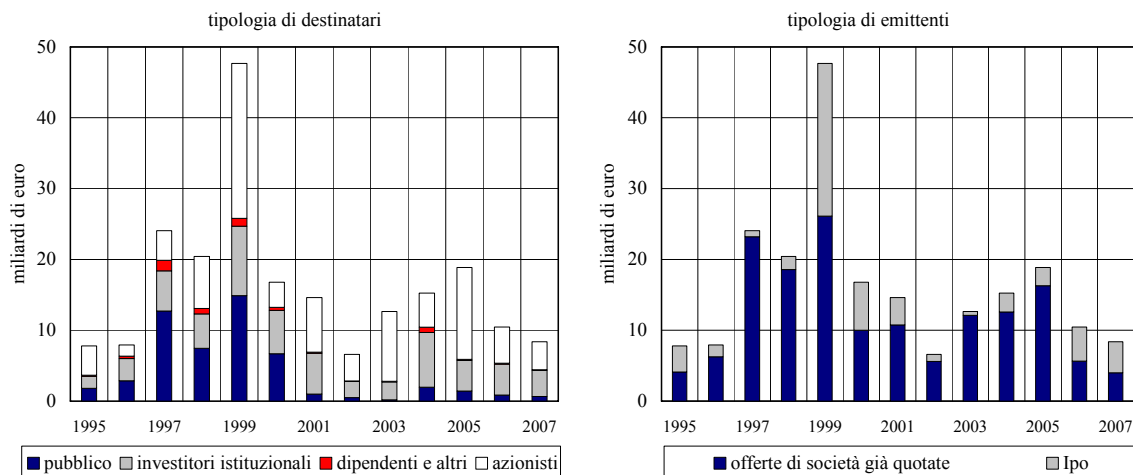


Fonte: elaborazioni su dati World Federation of Stock Exchanges. I dati relativi agli Stati Uniti si riferiscono alle società quotate al Nyse e al Nasdaq.

In Italia i collocamenti complessivi di titoli azionari (raccolta di nuovo capitale di rischio e offerte pubbliche di titoli già in circolazione) si sono ulteriormente ridotti rispetto al 2006 (da 10 a 8 miliardi di euro; -33%), principalmente a causa della contrazione degli aumenti di capitale di società già quotate (da 5,6 a 4 miliardi di euro circa; Fig. 18). Più lieve è stata la diminuzione del controvalore delle Ipo (da 4,8 a 4,4 miliardi di euro circa; -9%), che sono state effettuate prevalentemente tramite offerte di titoli già in circolazione (3 miliardi di euro circa; Fig. 19).

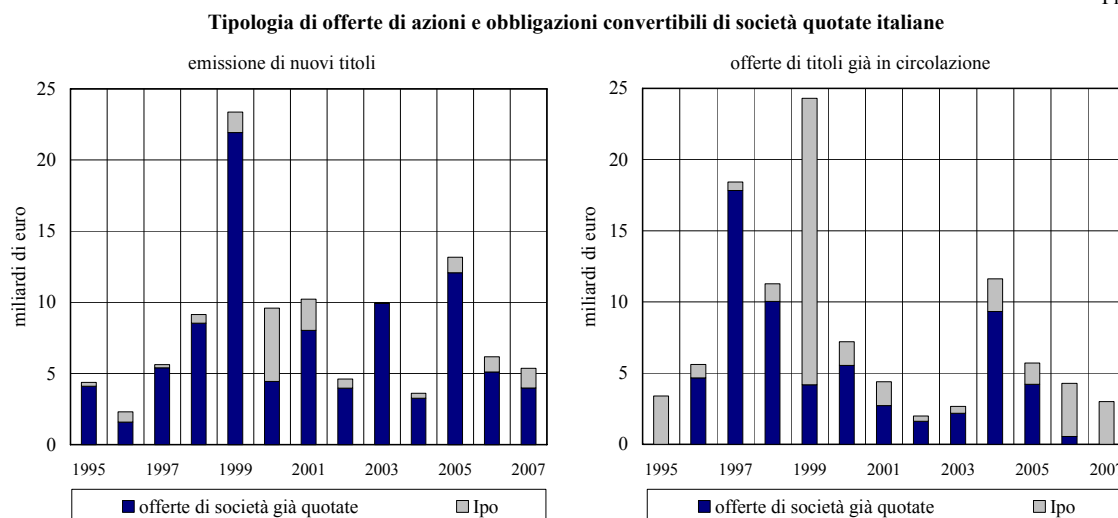
Fig. 18

**Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane**  
(emissioni di nuovi titoli e offerte di titoli già in circolazione)



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Fig. 19



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Nel 2007 sono entrate in borsa 29 nuove società (21 nel 2006). La capitalizzazione *ante* offerta complessiva delle società di nuova quotazione è stata pari a 9,8 miliardi di euro (Tav. 1).

Tav. 1

**Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane**  
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società	Capitalizzazione <i>ante</i> offerta <sup>1</sup>	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione <i>post</i> offerta <sup>2</sup>
			sottoscrizione	vendita	<i>totale</i>	
1995	11	22.675	274	3.396	3.670	33,1
1996	12	5.550	721	945	1.666	26,6
1997	10	2.126	227	606	833	35,4
1998	16	3.844	614	1.231	1.845	41,7
1999	27	65.788	1.414	21.606	23.020	33,2
2000	44	28.308	4.970	1.933	6.903	20,7
2001	18	8.193	2.199	1.736	3.935	35,2
2002	6	2.504	638	424	1.062	33,8
2003	4	1.340	67	483	550	39,1
2004	8	5.406	351	2.300	2.651	39,7
2005	15	5.874	1.088	1.608	2.696	34,5
2006	21	11.736	1.053	3.977	5.030	39,3
2007	29	9.770	1.415	3.080	4.495	40,2

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. <sup>2</sup> In rapporto alla capitalizzazione *post* quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004.

*In 12 società di nuova quotazione erano presenti nell'azionariato investitori istituzionali; la loro quota media ante offerta si attestava a circa il 40% del capitale sociale e, dopo il collocamento, a circa il 21% (Tav. 2).*

Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane<sup>1</sup>

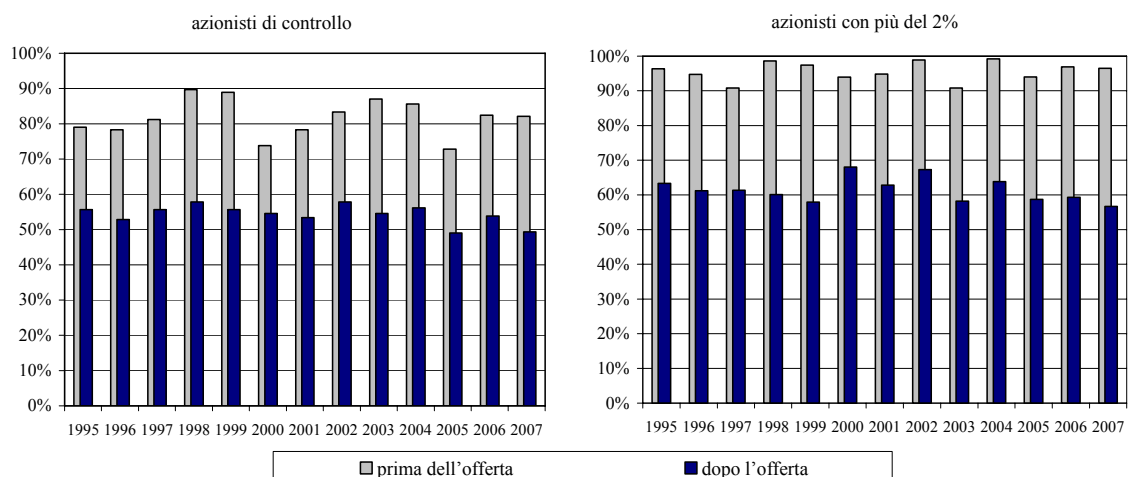
	Società		Numero medio investitori istituzionali <sup>4</sup>	Quota media ante offerta <sup>5</sup>	Quota media post offerta <sup>6</sup>
	Numero <sup>2</sup>	Quota sul totale <sup>3</sup>			
1995	6	54,5	2,3	27,7	8,5
1996	6	50,0	3,7	47,3	23,2
1997	2	20,0	1,5	40,9	7,1
1998	4	25,0	4,3	48,3	18,9
1999	9	33,3	2,0	27,5	10,2
2000	18	40,9	2,7	25,9	16,2
2001	6	33,3	1,5	28,0	13,1
2002	2	33,3	2,5	27,1	15,2
2003	3	75,0	2,0	22,0	10,1
2004	4	50,0	2,3	28,5	9,5
2005	6	40,0	3,2	20,6	4,1
2006	11	52,4	1,8	23,7	11,8
2007	12	41,4	1,7	39,6	21,2

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Per investitori istituzionali si intende fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento. Sono escluse le fondazioni e le casse di risparmio. I dati si riferiscono alle sole società nel cui azionariato era presente tale categoria di investitori, considerando sia le partecipazioni dirette sia quelle nelle società che controllano l'emittente. <sup>2</sup> Numero di società, quotate nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. <sup>3</sup> In percentuale del totale delle neoquotate nel corso dell'anno. <sup>4</sup> Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. <sup>5</sup> Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. <sup>6</sup> Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

*Gli assetti proprietari delle società di nuova quotazione mostrano i tratti caratteristici tipici di quelli delle società entrate in borsa negli anni passati: la quota media dei diritti di voto dell'azionista di controllo prima dell'offerta è pari all'82%, mentre dopo l'offerta si riduce al 50% (Fig. 20). Nel 2007, tuttavia, in 10 casi la quota post-offerta dell'azionista di controllo risulta inferiore al 50% (contro solo 5 nel 2006).*

Fig. 20

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



Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

I titoli delle società di nuova quotazione sono stati allocati prevalentemente presso investitori esteri (60% circa nel 2007) e il rapporto fra domanda e offerta è diminuito sia nel collocamento pubblico (2,8 contro 5,3 nel 2006) che in quello istituzionale (4,0 contro 5,4 nel 2006; Tav. 3).

Tav. 3

Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte<sup>1</sup>

	Quota assegnata				Rapporto domanda/offerta <sup>2</sup>	
	Pubblico	Investitori istituzionali italiani	Investitori istituzionali esteri	Altri soggetti <sup>3</sup>	Offerta pubblica	Offerta istituzionale
1995	42,3	16,3	41,4	—	3,2	6,8
1996	40,5	24,3	35,2	—	6,3	9,4
1997	31,4	24,5	44,1	—	10,8	12,2
1998	44,4	27,3	28,3	—	7,7	13,9
1999	43,7	24,1	32,3	..	12,6	10,2
2000 <sup>4</sup>	35,0	26,0	37,6	1,3	18,5	10,2
2001	28,7	37,8	33,0	0,5	1,2	2,2
2002	27,7	50,4	20,3	1,6	1,1	1,1
2003 <sup>5</sup>	39,8	45,0	14,5	0,6	1,8	1,6
2004	20,9	26,2	52,9	..	2,0	3,1
2005	24,7	26,7	47,0	1,6	3,8	3,9
2006	19,3	18,7	61,9	0,1	5,3	5,4
2007	16,4	24,1	58,0	1,5	2,8	4,0

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004. <sup>2</sup> Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica che quelli della parte istituzionale. <sup>3</sup> Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione. <sup>4</sup> La rimanente quota (0,1%) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Cairo Communication. <sup>5</sup> La rimanente quota (0,1%) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Trevisan.

*Rimangono frequenti i rapporti creditizi e partecipativi fra le società di nuova quotazione e gli intermediari collocatori o gli sponsor: in particolare, 4 società presentavano legami di natura partecipativa (Tav. 4). Inoltre, poco meno della metà delle società entrate in borsa nel 2007 (13) aveva rapporti creditizi con collocatori o sponsor anche se i debiti finanziari rappresentano una quota dell'indebitamento totale (26%) inferiore rispetto a quella rilevata nel 2006 (36%).*

*Nel 2007 sono state ammesse alla negoziazione sul Mac (Mercato alternativo dei capitali) 3 società la cui capitalizzazione ante offerta è stata pari a circa 82 milioni di euro (contro 95 milioni di euro come capitalizzazione post offerta; Tav. 5).*



**Rapporti creditizi e partecipativi fra società italiane ammesse a quotazione e intermediari collocatori<sup>1</sup>**

	Società con rapporti creditizi con sponsor o soggetti collocatori			Società con rapporti partecipativi con sponsor o soggetti collocatori		
	Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione <sup>2</sup>	Quota media dei finanziamenti concessi da sponsor o soggetti collocatori <sup>3</sup>	Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione <sup>2</sup>	Quota media della partecipazione di sponsor o soggetti collocatori <sup>4</sup>
2000	23	52,3	27,2	11	25,0	18,1
2001	10	55,6	27,8	2	11,1	19,8
2002	3	50,0	46,1	1	16,7	28,3
2003	4	100,0	13,9	1	25,0	..
2004	4	50,0	47,2	2	25,0	10,8
2005	7	46,7	24,0	2	13,3	7,3
2006	11	52,4	36,1	5	23,8	25,9
2007	13	44,8	26,2	4	13,8	27,9

Fonte: elaborazioni su dati delle attestazioni degli *sponsor* e dei prospetti informativi. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Si fa riferimento ai rapporti creditizi e partecipativi esistenti tra le società ammesse a quotazione (in Borsa - Mta e Mtax e sul Mercato Expandi) e lo *sponsor*, lo *specialist*, il *global coordinator*, il *lead manager* dell'offerta pubblica o altri intermediari appartenenti al gruppo di questi ultimi, alla data dell'offerta. <sup>2</sup> Valori in percentuale. <sup>3</sup> In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale. <sup>4</sup> In rapporto al capitale sociale *ante* offerta; valori in percentuale.

**Offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sul Mac**  
(valori monetari in milioni di euro)

Società	Capitalizzazione <i>ante</i> offerta <sup>1</sup>	Controvalore offerta			Capitalizzazione <i>post</i> offerta <sup>1</sup>	Quota dell'azionista di controllo <i>post</i> offerta <sup>2</sup>
		sottoscrizione	vendita	<i>totale</i>		
Area Impianti Spa	40,0	5,8	--	5,8	45,8	52,4
Raffaele Caruso Spa	31,0	3,4	5,1	8,5	34,4	66,2
Tessitura Pontelambro Spa	11,2	3,8	2,2	6,0	15,0	59,9

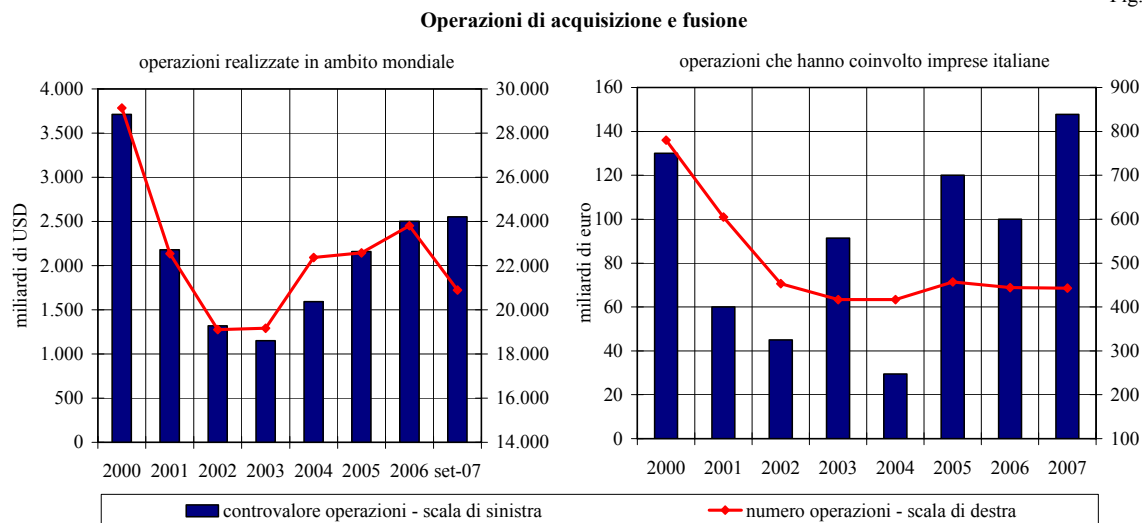
Fonte: Borsa Italiana Spa. <sup>1</sup> Capitalizzazione delle società ammesse alle negoziazioni, calcolata sulla base del prezzo di offerta. <sup>2</sup> Valori in percentuale.

**5. Le operazioni di acquisizione e fusione**

Nel periodo gennaio - settembre 2007 sono state concluse in ambito mondiale 20.900 operazioni di acquisizione e fusione per un controvalore di circa 2.500 miliardi di dollari Usa (Fig. 21).

Sulla base dei dati riportati nello studio realizzato da KPMG, il controvalore delle operazioni di acquisizione e fusione realizzate in Italia è aumentato del 48% circa, mentre il numero è rimasto sostanzialmente stabile (443 contro 444 nel 2006; Fig. 21).

Fig. 21

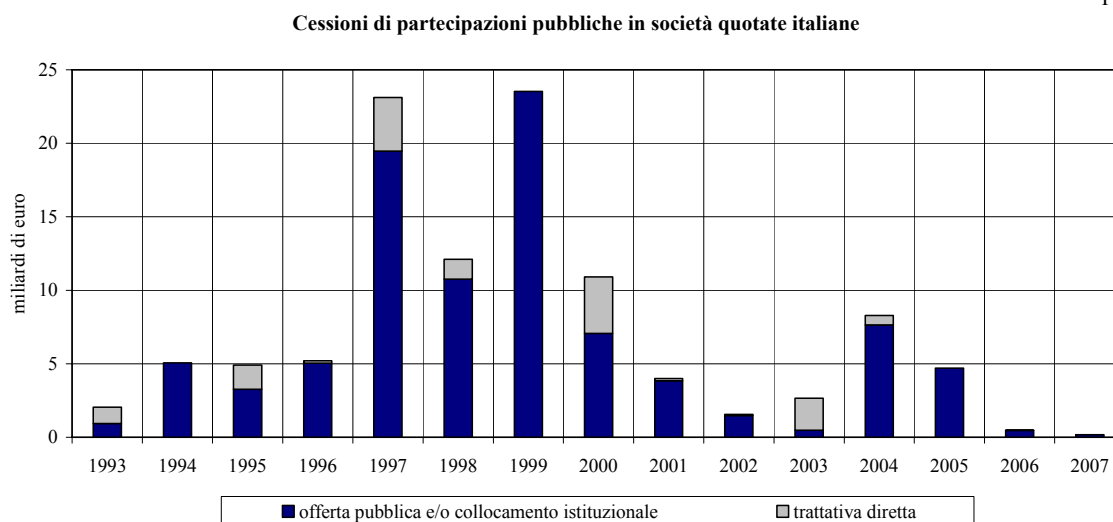


Fonte: KPMG e Thomson Financial-Datastream.

L'operazione più importante è stata l'acquisizione di Endesa da parte di Enel per 28,5 miliardi di euro, seguita dalla fusione fra Unicredit e Capitalia per 21,9 miliardi di euro. Inoltre, 198 delle 443 operazioni (70% del controvalore complessivo) sono state cross-border (Italia su estero ed estero su Italia); di queste, 21 hanno avuto ad oggetto l'acquisizione di imprese statunitensi. I fondi di private equity hanno continuato a svolgere un ruolo di primo piano nel mercato delle fusioni e acquisizioni, realizzando oltre il 15% delle operazioni per un controvalore complessivo di 10 miliardi di euro; si segnala in particolare l'acquisizione di Valentino da parte del Fondo Permira.

Con riferimento alle cessioni di partecipazioni pubbliche in società quotate, nel 2007 si è registrata una sola operazione di privatizzazione. Tale operazione si è svolta tramite l'offerta pubblica e il collocamento istituzionale da parte del Comune di Reggio Emilia e di altri Comuni dell'Emilia Romagna del 20% del capitale di Eni Spa (Fig. 22).

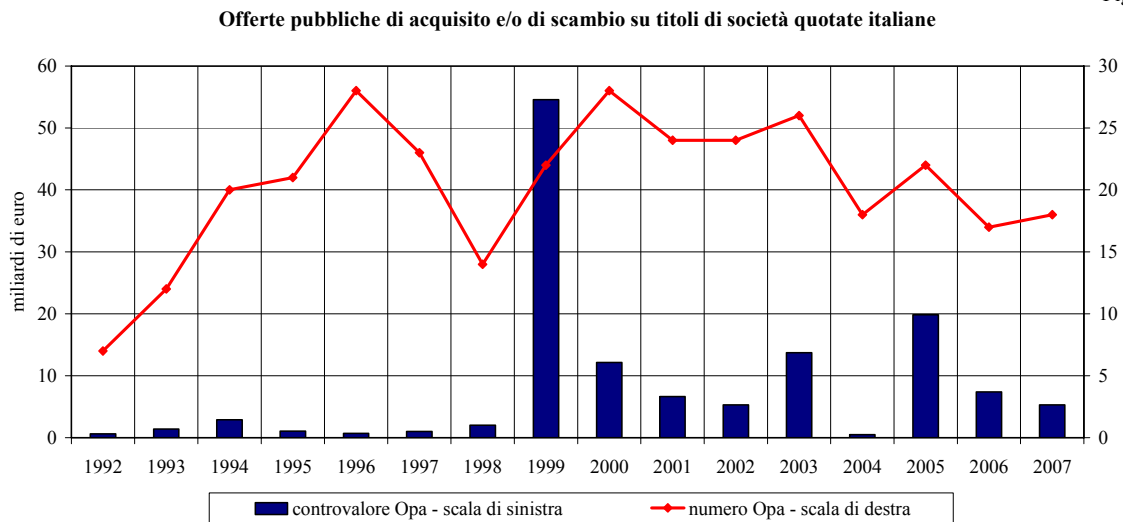
Fig. 22



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e Ministero dell'economia e delle finanze.

Il controvalore complessivo delle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio (Opa) su società quotate italiane si è ridotto da 7,4 miliardi di euro nel 2006 a 5,3 miliardi di euro circa nel 2007, mentre il numero delle operazioni è aumentato da 17 a 18 (Fig. 23).

Fig. 23



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e documenti di offerta. Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno precedente l'annuncio dell'offerta.

*Il 57% circa del controvalore delle Opa eseguite nel 2007 è riferibile all'offerta volontaria lanciata da Swisscom sulle azioni Fastweb, per un valore pari a 3 miliardi di euro (Appendice, Tav. A.1).*

*I trasferimenti di pacchetti di controllo seguiti da Opa successive obbligatorie sono stati, invece, 11 per un valore complessivo di circa un miliardo di euro.*

## II – I MERCATI

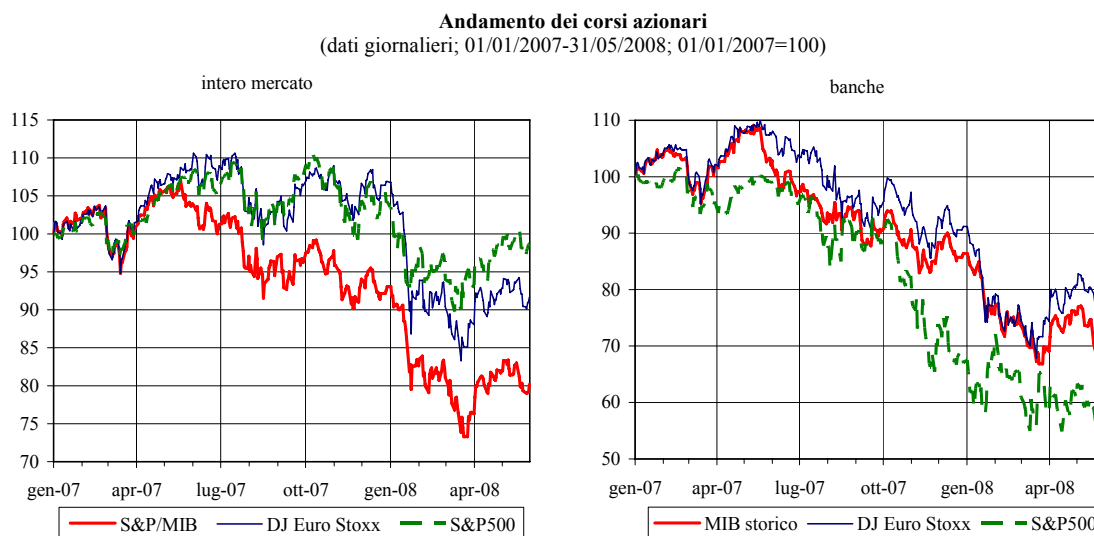
### 1. La congiuntura economica e i mercati azionari

La crisi del settore dei mutui immobiliari statunitensi (cosiddetti mutui *subprime*) ha reso incerte le prospettive di crescita nei principali paesi industrializzati. All'inizio del 2008, per l'area dell'euro, e ancora più per l'Italia, era prevista una forte decelerazione dell'attività produttiva, mentre per gli Usa era diventato concreto il rischio di recessione. Nel secondo trimestre 2008, le prospettive economiche dei principali paesi industrializzati sono lievemente migliorate; tuttavia, l'aumento delle pressioni inflazionistiche e il forte rialzo del prezzo del petrolio hanno riacceso le preoccupazioni per l'evoluzione del quadro congiunturale.

Il progressivo deterioramento della qualità dei mutui *subprime*, le tensioni sul mercato dei prodotti di finanza strutturata e le ripercussioni sugli intermediari finanziari maggiormente esposti al settore sono tra i numerosi fattori che hanno contribuito ad acuire le turbolenze sui mercati finanziari internazionali. Nel periodo gennaio 2007 - maggio 2008, l'indice S&P500 (riferito alle maggiori società del mercato statunitense) è diminuito dell'1,3% circa, l'indice Dow Jones Euro Stoxx (relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro) del 9,3% circa, mentre l'indice S&P/Mib (relativo alle imprese più importanti del mercato italiano) del 20% circa.

A livello settoriale, le banche sono stati gli emittenti che hanno maggiormente risentito della crisi sperimentando un calo significativo dei corsi azionari. Per le banche italiane ed europee, comunque, il deprezzamento dei titoli, pari rispettivamente al 31 e al 24%, è stato più contenuto rispetto a quello registrato dal settore bancario statunitense (45%; Fig. 24).

Fig. 24

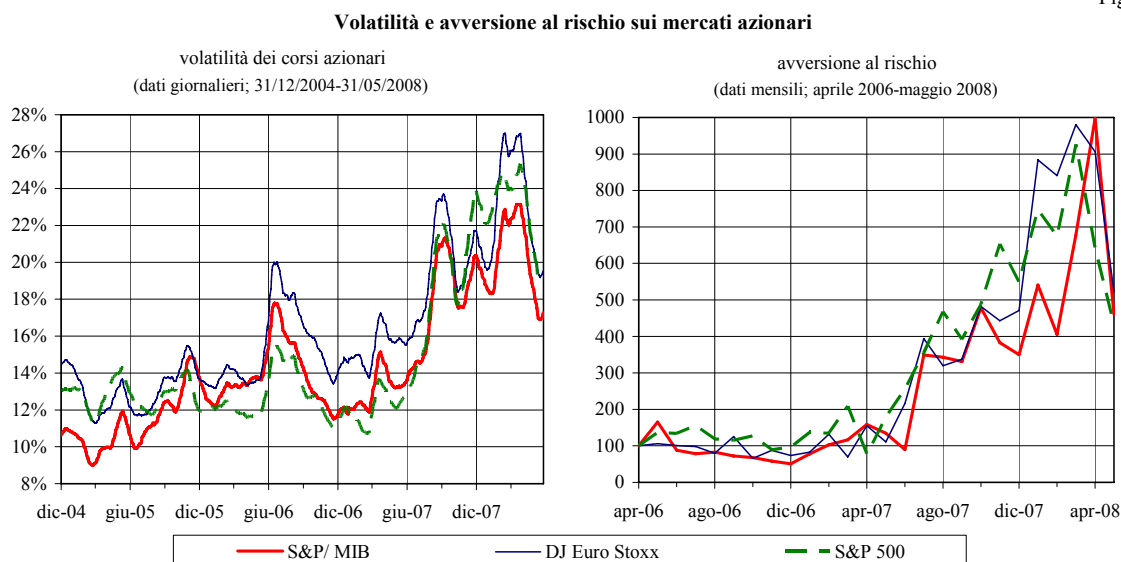


Fonte: Thomson Financial-Datastream.

La prima significativa contrazione dei corsi azionari è stata rilevata nel mese di luglio, in corrispondenza dell'emersione della crisi legata ai mutui ipotecari subprime. Nel periodo compreso fra fine maggio e fine agosto 2007 l'indice S&P500 è diminuito del 3,7%, il Dow Jones Euro Stoxx del 4,8% e l'indice S&P/Mib del 6,7%. I corsi azionari hanno raggiunto il loro punto di minimo, tuttavia, nel mese di marzo 2008 in corrispondenza della crisi della banca d'investimento americana Bear Stearns. Successivamente il miglioramento delle prospettive circa la crescita economica e gli interventi delle Banche centrali hanno portato a una leggera ripresa sul mercato azionario. A fine maggio, tuttavia, l'emergere di ulteriori tensioni relativamente alle incertezze sull'esposizione del settore bancario alla crisi dei subprime hanno determinato una nuova correzione dei corsi azionari.

La situazione di instabilità finanziaria ha comportato un aumento del clima di incertezza che si è riflesso in un aumento della volatilità sui mercati azionari e dell'avversione al rischio (Fig. 25).

Fig. 25

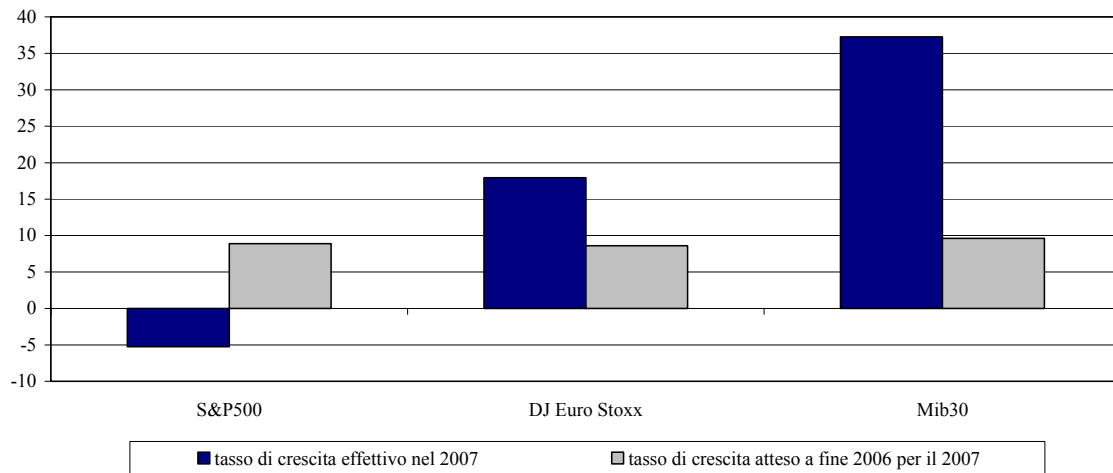


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Thomson Financial-Datastream e Borsa Italiana. La volatilità implicita è desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici *at the money* e con *maturity* di tre mesi; viene riportata la media mobile su 20 giorni dei valori percentuali su base annua. L'indice del livello di avversione al rischio è stimato confrontando la distribuzione storica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici.

Nel 2007 i tassi di crescita degli utili delle società incluse nell'indice S&P500, nell'indice Dow Jones Euro Stoxx e nel Mib30 hanno registrato un andamento divergente. In particolare, mentre per le società statunitensi si è rilevato un calo degli utili del 5% circa (a fronte di un incremento atteso a fine 2006 pari a circa il 9%), per le imprese europee il tasso di crescita degli utili si è attestato su valori prossimi al 18%. Il tasso di crescita degli utili delle società italiane incluse nel Mib30, invece, è stato ancora più rilevante (circa il 37%), a fronte di un tasso di crescita atteso a fine 2006 di poco inferiore al 10% circa (Fig. 26).

Fig. 26

**Crescita effettiva e attesa degli utili societari nel 2007**  
(valori percentuali)

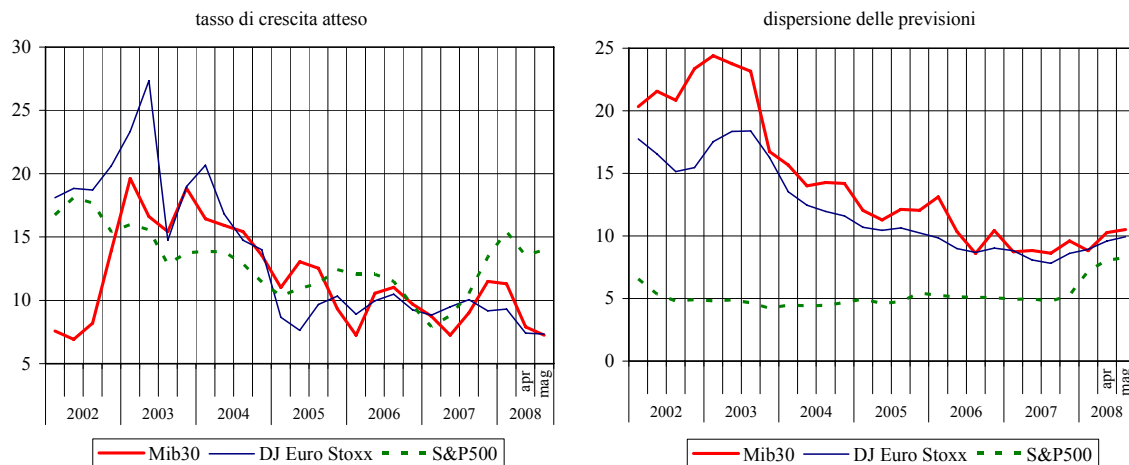


Fonte: Thomson Financial-Datastream; dati IBES sulle previsioni degli utili a 12 mesi (prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito) a fine dicembre 2006 e sull'utile effettivo 2007 (stima a febbraio 2007).

*Nonostante la crisi abbia avuto un forte impatto negativo sui corsi azionari, le prospettive per la redditività del settore corporate rimangono positive e a maggio 2008 gli analisti stimavano tassi di crescita degli utili su 12 mesi su valori sostenuti, in particolare per le imprese americane (Fig. 27).*

Fig. 27

**Previsioni degli analisti sugli utili societari**  
(valori percentuali; dati trimestrali)

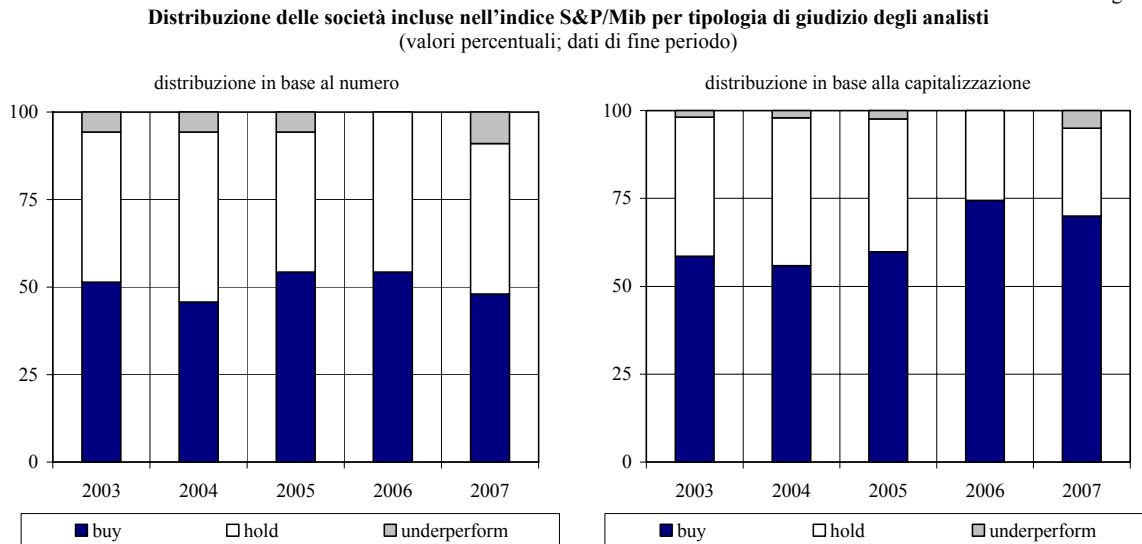


Fonte: Thomson Financial-Datastream; dati IBES sulle previsioni su 12 mesi degli utili prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito. La dispersione è data dal rapporto fra la deviazione standard delle previsioni dei singoli analisti finanziari e la previsione media ed è stata stimata su dati trimestrali. Per ogni trimestre è riportata la media dei tassi di crescita attesi nei singoli mesi.

*La distribuzione dei giudizi degli analisti finanziari sulle società italiane incluse nell'indice S&P/Mib ha subito nel 2007 un lieve peggioramento rispetto al 2006 (Fig. 28). In particolare, 5 società sono passate dal giudizio "buy" a quello "hold", una ha subito un cambiamento da "buy" a "underperform" e 2 da "hold" a "underperform". I casi di miglioramento, invece, sono stati*

solo 4 (da "hold" a "buy"). Il peso in termini di capitalizzazione delle società "buy" è lievemente diminuito rispetto al 2006 (dal 75 al 70%), mentre quello delle società classificate "underperform", assenti nel 2006, si è attestato al 5%.

Fig. 28



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-IBES sul *Consensus* degli analisti finanziari. Dati relativi alle società incluse nell'indice S&P/Mib al 31.12.2007. Non sono incluse le società Lottomatica, Parmalat, STMicroelectronic, Terna e Unipol per le quali non sono disponibili serie complete sui dati di *Consensus* nei cinque anni considerati.

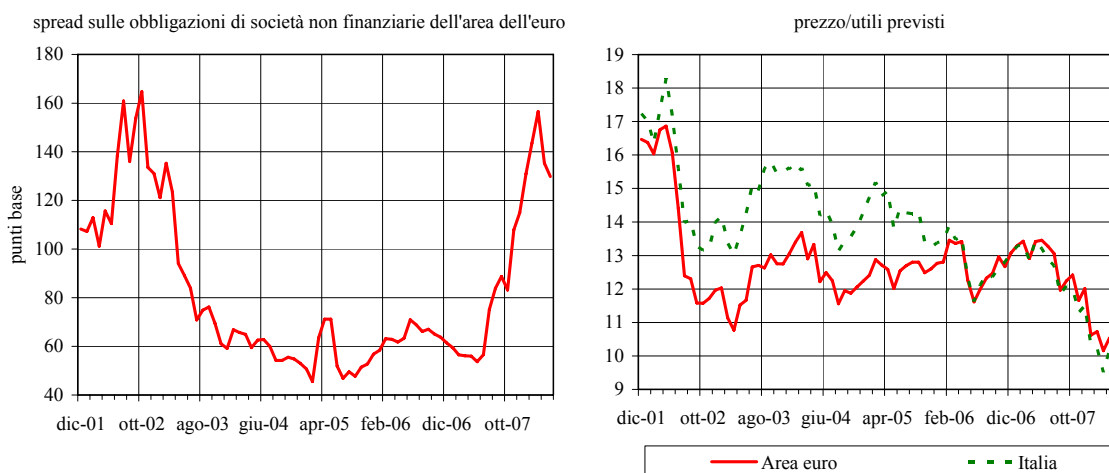
Le acquisizioni di società quotate tramite debito (operazioni cosiddette di *leverage buy out* o Lbo) hanno determinato, nel corso del 2007, un significativo processo di *delisting* di società quotate. Il fenomeno è stato alimentato, nel periodo precedente alla crisi subprime, dal basso livello degli *spread* sulle obbligazioni e sui prestiti societari e da un rapporto fra prezzi azionari e utili societari relativamente basso (Fig. 29).

La crescita delle operazioni di Lbo e *private equity* potrebbe tuttavia essere scoraggiata dall'incremento del costo della raccolta obbligazionaria, indotto dalla crisi dei mutui *subprime*, e soprattutto dalle possibili restrizioni nell'offerta di credito, determinate dalle difficoltà delle banche di coprire il rischio dei finanziamenti attraverso derivati creditizi e operazioni di cartolarizzazione.

L'andamento del rapporto fra prezzo e utili ha stimolato, oltre alle operazioni di *private equity*, la crescita dei dividendi e delle operazioni di riacquisto di azioni proprie volte a sostenere i corsi azionari. Tali tendenze avevano interessato anche il mercato azionario italiano, dove a partire dalla fine degli anni novanta le risorse restituite agli azionisti tramite Opa, dividendi e riacquisti di azioni proprie hanno sempre largamente superato i mezzi freschi raccolti tramite aumenti di capitale (Fig. 30).

**Rapporto prezzo/utigli per azione e spread su obbligazioni di società non finanziarie con rating investment grade<sup>1</sup>**  
(dati mensili; 31/12/2001-31/05/2008)

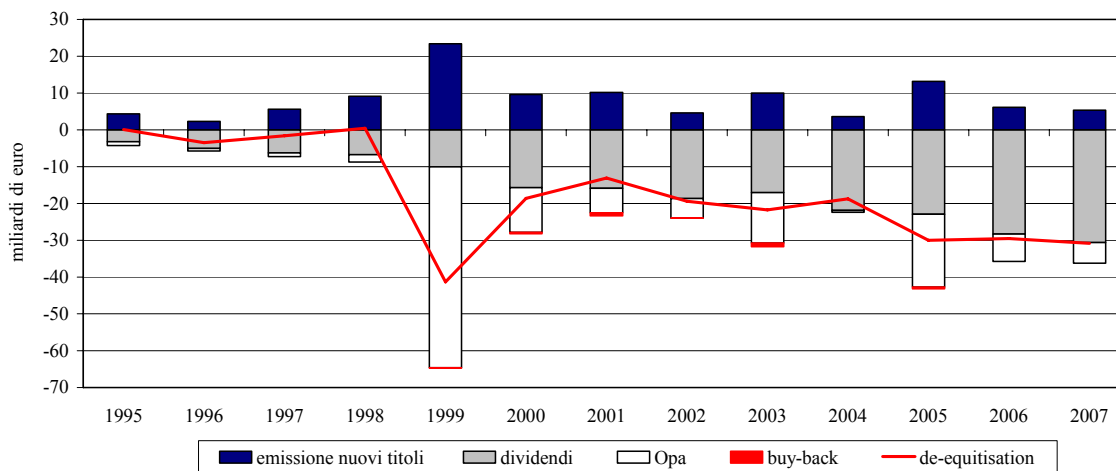
Fig. 29



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-IBES e JP Morgan. <sup>1</sup> Media ponderata (per la capitalizzazione) del rapporto tra i prezzi dei titoli del Dow Jones Euro Stoxx e del MIB30 e le previsioni degli utili per azione su di un orizzonte temporale di 12 mesi. <sup>2</sup> Differenziale (in punti base) fra il rendimento di obbligazioni emesse da società non finanziarie con *rating* compreso tra AAA e BBB e quello dei titoli di Stato dell'area dell'euro.

**De-equitisation del mercato italiano**

Fig. 30



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Borsa Italiana, Consob, Thomson Financial-Datastream.

Nel 2007 la capitalizzazione delle società domestiche quotate sui mercati Mta/Mtax gestiti da Borsa italiana è diminuita, rispetto al 2006, sia in valore assoluto (da 768 a 723 miliardi di euro; -6%) che in rapporto al Pil (dal 52 al 49%; Tav. 6). Il Mib storico si è ridotto dell'8% circa (+19% nel 2006). L'aumento della volatilità e dell'incertezza ha favorito l'incremento sia del volume degli scambi (da 1,1 a 1,5 miliardi di euro circa; +36%) che del rapporto fra valore degli scambi e capitalizzazione (da 1,4 a 2,0; +43%). Il numero di società domestiche quotate è cresciuto di 4 unità (da 258 a 262), a fronte di 18 nuove quotazioni (dovute esclusivamente a Ipo) e 14 cancellazioni.



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

	Borsa <sup>1</sup>									Mercato Expandi <sup>2</sup>			Nuovo Mercato			
	Capitalizzazione <sup>3</sup>	Capitalizzazione <sup>3</sup> (% del Pil)	Scambi di titoli azionari <sup>3</sup>	N° società quotate (domestiche)	N° società neoquotate (domestiche)	N° società cancellate (domestiche)	Variazione del MIB storico <sup>4</sup>	Rapporto dividendi – prezzi <sup>4</sup>	Rapporto utili – prezzi <sup>4</sup>	Capitalizzazione <sup>3</sup>	Scambi di titoli azionari <sup>3</sup>	N° società quotate (domestiche)	Capitalizzazione <sup>3</sup>	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Variazione dell'indice NM <sup>4</sup>
1996	199	20,3	81	213	14	18	13,1	2,1	6,9	3	..	31	—	—	—	—
1997	310	30,2	174	209	14	18	58,2	1,7	4,6	5	1	26	—	—	—	—
1998	484	44,8	423	219	25	15	41,0	1,6	3,9	4	2	20	—	—	—	—
1999	714	64,4	503	241	28	6	22,3	1,5	3,4	5	1	17	7	4	6	536 <sup>5</sup>
2000	790	67,8	839	237	16	20	5,4	2,1	4,5	6	1	15	22	30	39	-25,5
2001	575	47,3	637	232	13	18	-25,1	2,8	6,0	5	..	12	13	21	44	-45,6
2002	447	35,7	562	231	11	12	-23,7	3,8	5,9	5	..	13	6	10	44	-50,1
2003	475	36,6	567	219	9	21	14,9	3,4	6,4	5	..	11	8	14	41	27,3
2004	569	42,2	641	219	7	7	17,5	3,4	6,0	5	..	13	7	19	37	-17,5
2005	669	47,2	893	257	13	12	13,9	3,0	5,2	7	1	18	—	—	—	—
2006	768	52,1	1.076	258	17	16	19,0	3,4	6,0	10	2	26	—	—	—	—
2007	723	49,0	1.510	262	18	14	-8,0	4,1	8,4	11	4	38	—	—	—	—

Fonte: Borsa Italiana Spa, Thomson Financial. <sup>1</sup> Dal 2005 Mta/Mtax. <sup>2</sup> Dal 2007 sono inclusi i dati del Mac. <sup>3</sup> Dati riferiti alle sole società domestiche. <sup>4</sup> Valori in percentuale rilevati a fine anno. <sup>5</sup> Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

*È salito a 37, per effetto di 16 nuove quotazioni, il numero di società ammesse a negoziazione sul segmento Mta International, nato nel 2006 e riservato alle società di diritto estero già quotate su altri mercati regolamentati europei da più di 18 mesi.*

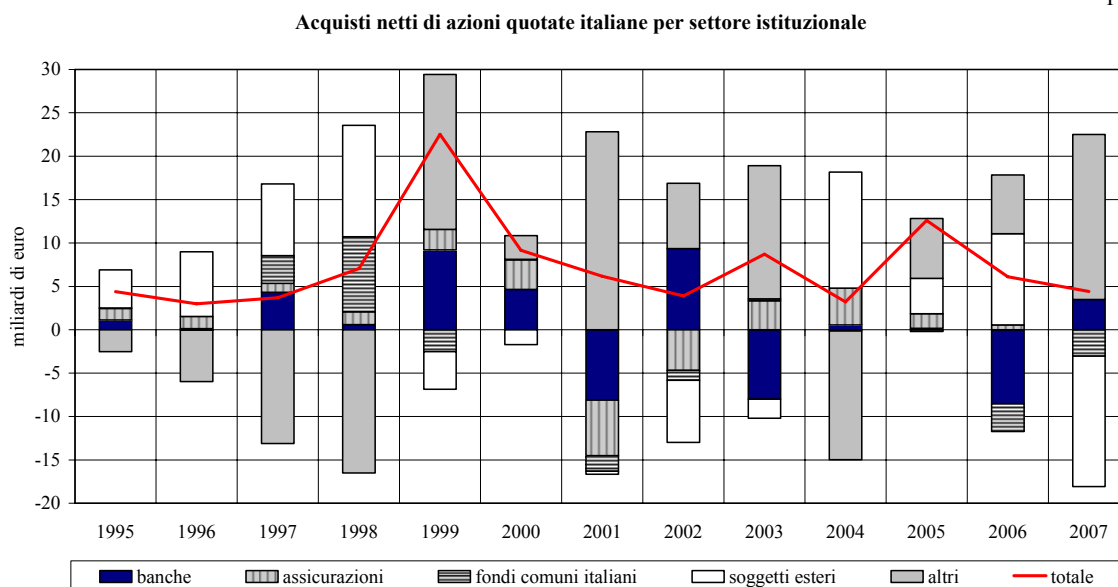
Con riferimento al Mercato Expandi, riservato alle società medio-piccole, si è registrato un aumento della capitalizzazione (da 10 a 11 miliardi di euro) e del numero delle società quotate (passate da 26 a 35, a seguito di 11 nuove quotazioni e 2 cancellazioni); il volume degli scambi è quasi raddoppiato (da 2 a 4 miliardi di euro circa).

*Nel 2007 Borsa Italiana ha istituito il Mercato alternativo dei capitali (Mac), ossia un sistema di scambi organizzati di azioni destinato alle piccole e medie imprese. Nel corso dell'anno sono state ammesse alle negoziazioni 3 società (2 del settore industriale e una del settore delle public utilities).*

Nel corso del 2007 le emissioni azionarie sui mercati gestiti da Borsa Italiana sono diminuite del 13%, scendendo da 6,2 a 5,4 miliardi di euro. Tale contrazione è dovuta interamente al calo degli aumenti di capitale a pagamento (4 miliardi di euro nel 2007 contro 5,1 miliardi di euro nel 2006); l'ammontare delle risorse raccolte tramite Ipo, invece, è cresciuto da 1 a 1,4 miliardi di euro.

Sulla base dei dati stimati dalla Banca d'Italia, a dicembre 2007 il valore degli acquisti netti di azioni quotate italiane si attestava a 4,4 miliardi di euro, in calo rispetto all'anno precedente (6,1 miliardi di euro; Fig. 31). I soggetti esteri, che nel 2006 erano stati i principali acquirenti netti di azioni, nel 2007 hanno disinvestito per circa 15 miliardi di euro. Risultano venditori netti anche i fondi comuni di investimento (per 3 miliardi di euro), mentre le banche italiane hanno effettuato acquisti netti per 3,5 miliardi di euro circa.

Fig. 31



Fonte: Banca d'Italia. Il settore istituzionale "Altri" comprende le famiglie, le imprese, le amministrazioni centrali e locali, la Cassa depositi e prestiti e le Sim. Per il 2007 la categoria "Altri" include anche le assicurazioni.

## 2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati

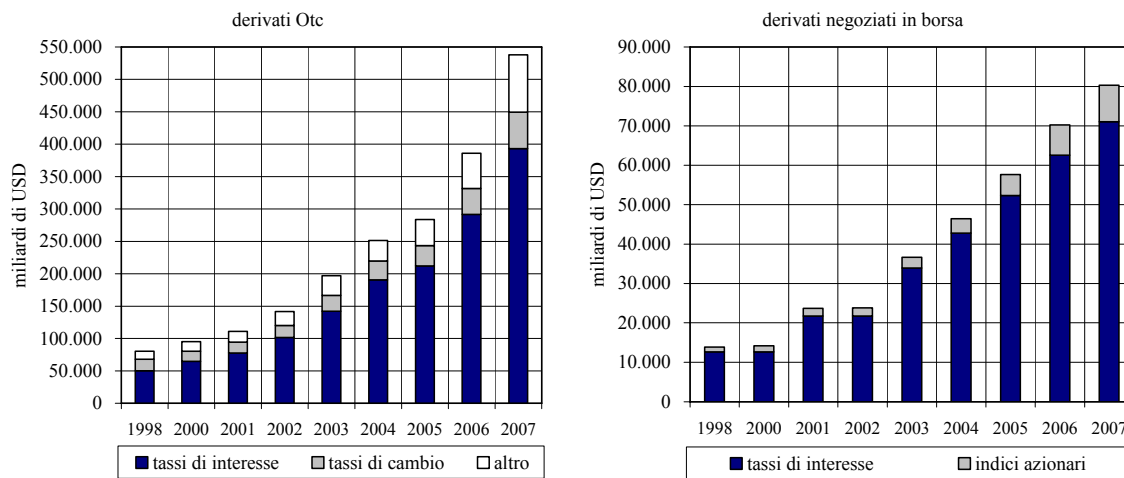
Nel 2007 è cresciuto in maniera significativa il controvalore nozionale degli strumenti finanziari derivati non quotati (cosiddetti *over the counter* o Otc) e quotati (ossia negoziati in borsa o in circolazione) scambiati sui principali mercati internazionali, confermando una tendenza in atto ormai da diversi anni (Fig. 32).

Secondo le rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali relative ai Paesi del G 10, il valore nozionale delle consistenze dei derivati Otc è complessivamente aumentato del 39%, passando da 386.196 miliardi di dollari Usa a fine 2006 a 538.110 miliardi di dollari a dicembre 2007. Gli strumenti finanziari derivati su tassi di interesse continuano ad avere il peso maggiore sulle consistenze complessive (73%); seguono i derivati Otc su tassi di cambio (10%).

Il valore nozionale dei derivati negoziati in borsa è aumentato del 14%, passando da oltre 70.443 miliardi di dollari a dicembre 2006 a 81.000 miliardi di dollari circa a fine 2007. Si è registrato un aumento del valore nozionale dei derivati su indici azionari (da 7.600 a 9.200 miliardi di dollari; +21%), sebbene, in termini di incidenza sulle consistenze totali, il peso degli strumenti finanziari su tassi di interesse rimane preponderante (88%).

Fig. 32

**Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati nei Paesi del G-10**  
(consistenze di fine periodo)

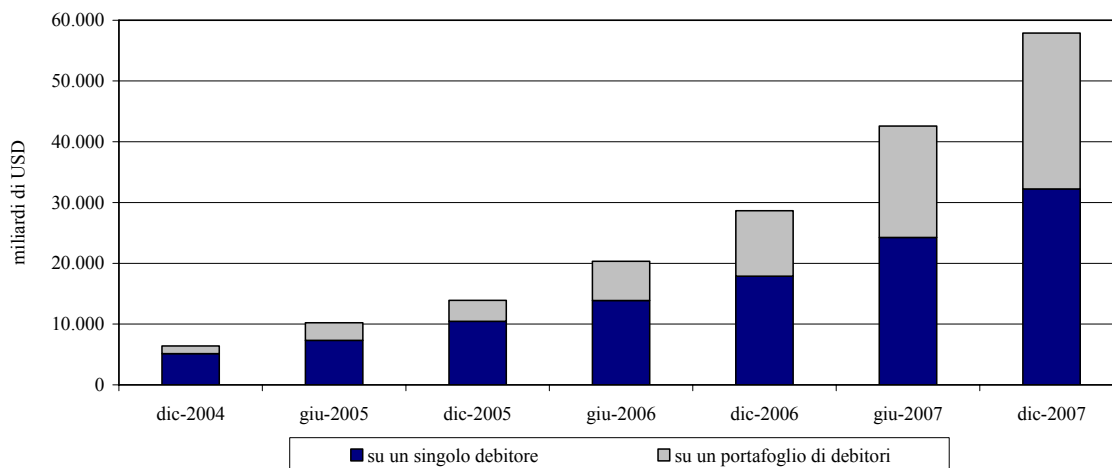


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. I derivati negoziati in borsa su valute non sono riportati poiché costituiscono meno dell'1% dell'ammontare nozionale totale in tutti gli anni considerati.

*Sempre sulla base delle rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali, nel 2007 il valore nozionale dei derivati sul rischio di credito rappresentati dai contratti di credit default swap (Cds) si è raddoppiato, passando da 29.000 a 58.000 miliardi di dollari circa (Fig. 33). Risultano lievemente più diffusi i contratti relativi a un singolo debitore, pari a circa il 56% del valore nozionale complessivo.*

Fig. 33

**Valore nozionale dei credit default swap nei Paesi del G-10**  
(consistenze di fine periodo)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Sulla base dell'indagine semestrale effettuata dalla Banca d'Italia relativa all'operatività dei principali gruppi bancari italiani su strumenti derivati, nell'ultimo semestre del 2007 il valore nozionale dei derivati Otc è passato da 6.200 a 9.600 miliardi di

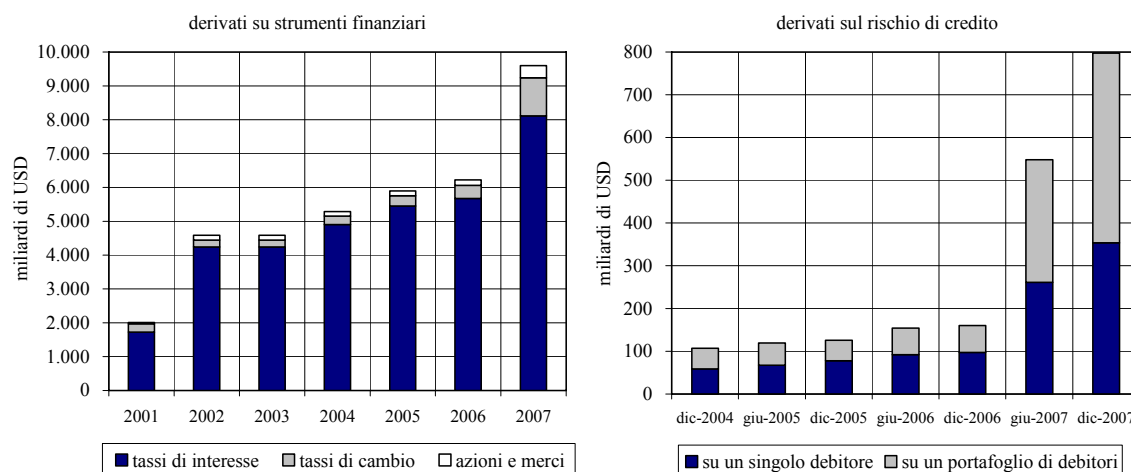
dollari (+54%; Fig. 34); il forte incremento discende, in parte, dalla modifica del campione dell'indagine, che presenta una copertura più estesa delle consociate estere di gruppi bancari italiani.

*In particolare, il valore nozionale dei derivati su tassi di cambio si è quasi triplicato nel corso del 2007 (da 388 a 1.164 miliardi di dollari). Gli strumenti finanziari su tassi di interesse continuano a mantenere un peso preponderante sul valore nozionale complessivo (85%), mentre i derivati su azioni e merci rappresentano una componente residuale.*

*Il valore nozionale dei contratti di credit default swap è quasi triplicato, passando da 160 a 797 miliardi di dollari circa (Fig. 34). Similmente a quanto emerge a livello internazionale, i Cds su un portafoglio di debitori hanno un peso sul totale tendenzialmente analogo a quello dei Cds su singolo debitore.*

Fig. 34

Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati Otc in Italia  
(consistenze di fine periodo)

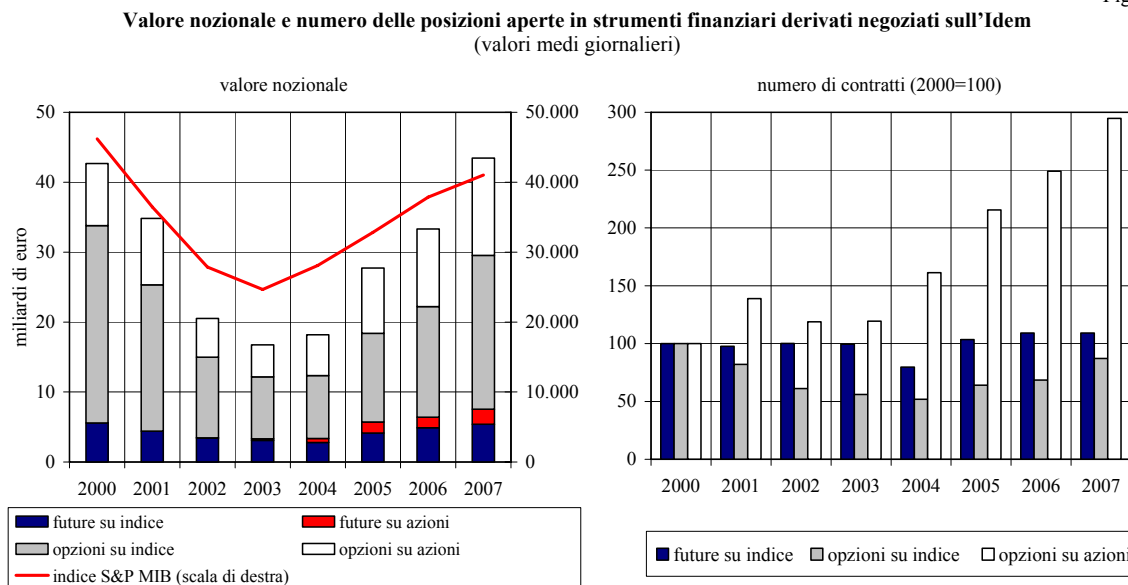


Fonte: Banca d'Italia.

Gli strumenti finanziari derivati cosiddetti *exchange traded* negoziati su mercati regolamentati italiani sono esclusivamente quelli negoziati sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa e hanno come sottostante esclusivamente indici azionari o azioni. Nel 2007 il valore nozionale dei contratti aperti sull'Idem (calcolato come media giornaliera) è cresciuto del 30%, passando da 33 a 43 miliardi di euro circa (Fig. 35).

*In termini di valore nozionale medio giornaliero, la quota preponderante dei contratti aperti è costituita dalle opzioni sull'indice (51% del totale), seguite dalle opzioni su azioni (32%), dai future e minifuture su indice (12%) e dai future su azioni (5%). Considerando, invece, il numero medio dei contratti aperti, le opzioni su azioni hanno mostrato il tasso di crescita più elevato.*

Fig. 35

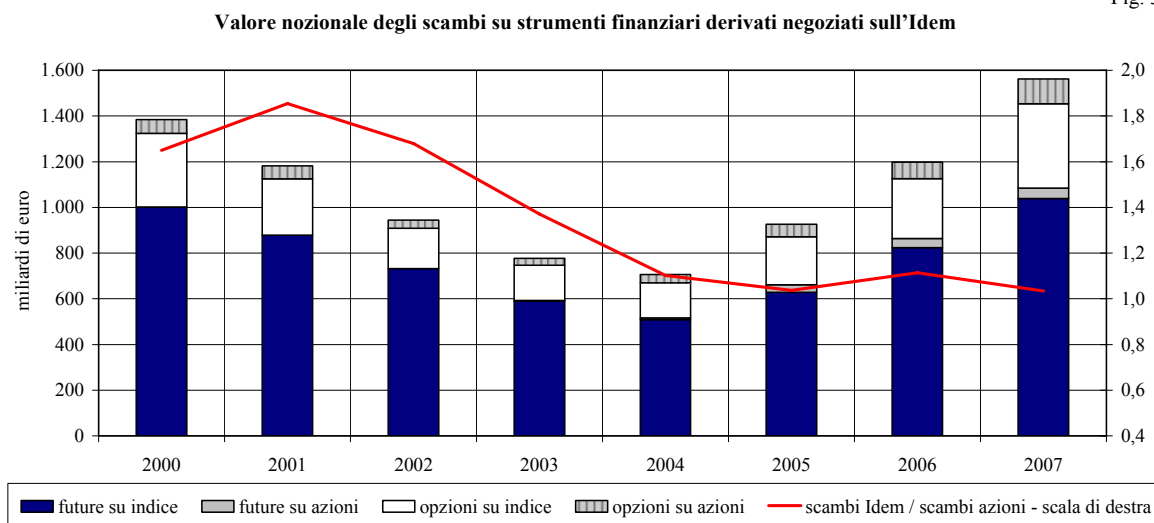


Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria "future su indice" include i *minifuture* su indice. I valori annuali dell'indice S&P/Mib sono medie dei dati di fine mese.

Nel 2007 il valore nozionale degli scambi sull'Idem ha raggiunto circa 1.600 miliardi di euro, con una crescita rispetto al 2006 del 30% (Fig. 36). È diminuito leggermente, tuttavia, il rapporto fra scambi su derivati e scambi su azioni (da 1,1 a 1,0 circa).

*I volumi più consistenti interessano soprattutto i future su indice (61% del totale); seguono le opzioni su indice (24% del totale), mentre le opzioni su azioni, i minifuture su indice e i future su azioni rappresentano una quota residuale degli scambi.*

Fig. 36



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nella categoria "future su indice" sono inclusi i *minifuture* su indice.

### 3. Il mercato dei covered warrants e dei certificates

Nel 2007 il controvalore degli scambi sul SeDeX (il mercato dei *securitised derivatives* gestito da Borsa Italiana Spa) è stato pari a 88 miliardi di euro (+25% rispetto all'anno precedente; Tav. 7). Il numero di nuove emissioni è rimasto stabile rispetto al 2006 (+0,48%) ed è stato inferiore al numero di emissioni scadute. Si è, quindi, ridotto il numero complessivo di emissioni in circolazione a fine 2007 (-5% rispetto al 2006).

Gli scambi sono stati alimentati per il 50% dagli *specialist*, gli operatori incaricati di fornire liquidità al mercato, le cui controparti sono state prevalentemente *trader on line* e intermediari che effettuano arbitraggi in conto proprio; minore è stata, invece, la partecipazione degli investitori *retail*.

Tav. 7

**Covered warrants e certificates quotati sul SeDeX**  
(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero di emissioni			Controvalore degli scambi
	in essere <sup>1</sup>	nuove <sup>2</sup>	scadute <sup>3</sup>	
1998	122	122	--	3
1999	1.565	1.660	217	14
2000	3.107	3.343	1.801	31
2001	5.866	8.194	5.435	21
2002	3.571	6.668	8.963	18
2003	2.594	4.749	5.726	11
2004	3.021	4.478	4.051	16
2005	4.076	7.253	6.198	49
2006	4.647	7.572	7.001	70
2007	4.408	7.609	7.848	88

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

Nel 2007, gli emittenti dei titoli sono stati 21 intermediari italiani e stranieri, 18 dei quali specialist sui propri titoli. Considerando inoltre gli intermediari che negoziano strumenti emessi prima del 2007, il numero degli emittenti presenti sul mercato sale a 23.

La metà dei titoli emessi nel 2007 ha scadenza inferiore a 12 mesi e solo il 2% ha scadenza superiore ai 4 anni. In generale i covered warrants hanno vita più breve dei certificates e le scadenze variano dalle 3 settimane di alcuni covered warrants plain vanilla ai 15 anni di diversi certificate investment. Nel 2007, inoltre, sono stati quotati per la prima volta titoli privi di scadenza: si tratta di certificate investment, denominati open end, che attribuiscono all'investitore la facoltà di chiedere il rimborso della somma investita senza attendere la scadenza del titolo (che è, appunto, indeterminata). L'esercizio di questi certificates è consentito, di norma, in periodi prestabiliti.

In termini di numero di emissioni in circolazione a fine 2007, i *covered warrants plain vanilla* continuano a essere gli strumenti più diffusi (64,4% del totale), anche se il numero di emissioni è diminuito del 20% rispetto al 2006 (Tav. 8). Il numero delle emissioni dei *certificate investment* è cresciuto del 49%, portando questa categoria di strumenti finanziari ad avere un peso sul totale pari al 23%. *Certificate leverage* e *covered warrants* esotici/strutturati, nonostante l'incremento del numero delle emissioni, continuano ad avere un peso marginale sul totale degli strumenti finanziari negoziati sul SeDeX.

Tav. 8

Tipologie di *covered warrants* e *certificates* quotati sul SeDeX  
(situazione al 31 dicembre)

Segmento e categoria	2005		2006		2007	
	Numero di emissioni	Peso sul totale <sup>1</sup>	Numero di emissioni	Peso sul totale <sup>1</sup>	Numero di emissioni	Peso sul totale <sup>1</sup>
<i>Covered warrants</i>						
Plain vanilla	3.189	78,2	3.548	76,3	2.839	64,4
Esotici	151	3,7	142	3,1	154	3,5
<i>Certificates</i>						
Leverage	290	7,1	276	5,9	399	9
Investment	446	10,9	681	14,7	1.016	23
<i>Totale</i>	<i>4.076</i>	<i>100,0</i>	<i>4.647</i>	<i>100,0</i>	<i>4.408</i>	<i>100,0</i>

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana Spa. <sup>1</sup> Valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Con riguardo alla distribuzione dei *covered warrants* sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio dell'opzione (cosiddetta *moneyness*; Tav. 9), si rileva che il 59% circa dei *covered warrants plain vanilla call* emessi nel 2007 sull'indice S&P/Mib e su azioni italiane era *deep out of the money* (ossia emesso con un prezzo di esercizio superiore dell'8% al prezzo di mercato del sottostante). Per gli strumenti *put* emessi nel 2007, il 45% risultava *deep out of the money* al momento dell'emissione (ossia emesso con un prezzo di esercizio inferiore dell'8% al prezzo di mercato del sottostante). I *covered warrants* emessi *deep in the money*, invece, rappresentano una quota esigua delle emissioni (rispettivamente il 9% delle *call* e il 7% delle *put* emesse nel 2007).

Anche con riferimento alla *moneyness* al momento della scadenza, i *covered warrants call* e *put* sono risultati prevalentemente *deep out of the money*. Sono significative, tuttavia, anche le percentuali dei derivati scaduti *deep in the money* (22% per le *call* e 29% per le *put*).

L'analisi condotta sulla categoria *leverage certificate* mostra un netto incremento di strumenti revocati prima della scadenza (47% dei titoli emessi contro il 37% del 2006). Tali strumenti sono caratterizzati dal meccanismo della barriera o *stop-loss* che si attiva in caso di andamento sfavorevole del sottostante, determinando l'estinzione del *certificate* nei casi in cui è stata raggiunta la barriera, con conseguente perdita del capitale investito. La revoca per il

raggiungimento della barriera, il cui valore si trova poco sopra (per i bull/long) o sotto (per i bear/short) lo strike, si traduce per il possessore del certificate in una perdita integrale del capitale investito. I bear/short, che scommettono sul ribasso del sottostante, hanno toccato la barriera più spesso rispetto ai bull/long (49 contro il 39%).

Tav. 9

**Distribuzione dei covered warrants quotati sul SeDeX  
sulla base del grado di "moneyness" al momento dell'emissione e della scadenza**  
(valori in percentuale)

	Grado di moneyness <sup>1</sup>	
	all'emissione <sup>2</sup>	alla scadenza <sup>3</sup>
Call		
> 8% (deep out of the money)	58,6	50,6
da 8% a 4% (out of the money)	13,7	8,4
da 4% a 0 (at the money)	10,2	8,6
da 0 a -4% (in the money)	8,7	10,2
< -4% (deep in the money)	8,7	22,2
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Put		
< -8% (deep out of the money)	44,6	40,5
da -8% a -4% (out of the money)	19,4	10,3
da -4% a 0 (at the money)	19,0	10,7
da 0 a 4% (in the money)	10,2	9,5
> 4% (deep in the money)	6,8	29,0
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

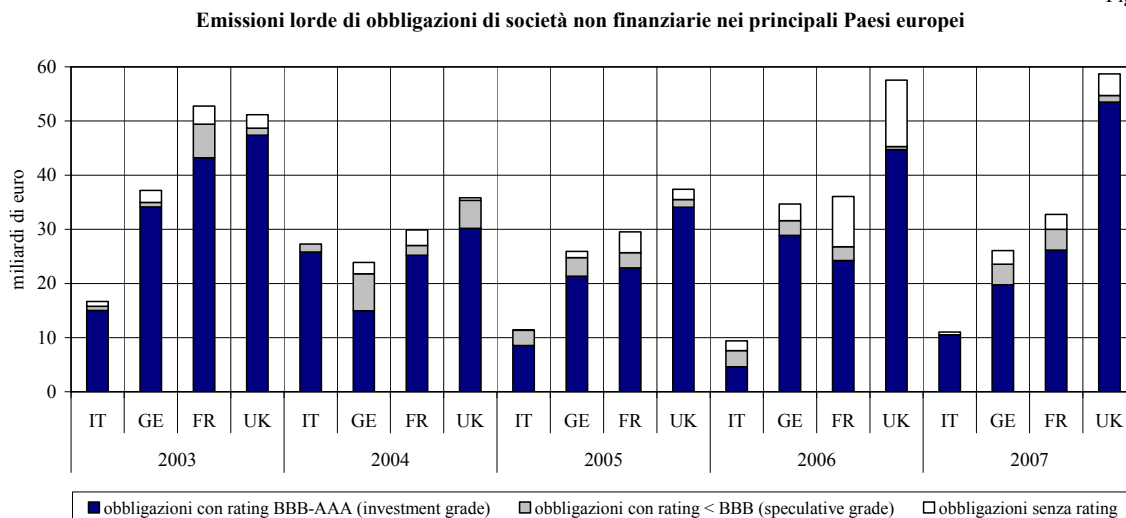
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. <sup>1</sup> Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del covered warrants. <sup>2</sup> Dati relativi ai covered warrants plain vanilla su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2007. <sup>3</sup> Dati relativi ai covered warrants plain vanilla su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2007.

#### 4. Il mercato obbligazionario

Nel complesso, nel 2007 il mercato primario delle obbligazioni di società non finanziarie non ha subito rilevanti riflessi negativi a seguito dello scoppio della crisi legata ai mutui ipotecari *subprime*. In Europa, le emissioni obbligazionarie sono diminuite del 25% in Germania (passando da 35 a 26 miliardi di euro circa) e del 9% in Francia (33 miliardi di euro nel 2007 contro 36 miliardi di euro nel 2006); nel Regno Unito sono rimaste stabili sui 58 miliardi di euro circa, mentre in Italia sono cresciute da 9 a 11 miliardi di euro (+17%; Fig. 37). Si sono però ridotte le emissioni di obbligazioni senza *rating* (-19% in Germania, -70% in Francia, -67% nel Regno Unito, -72% in Italia).



Fig. 37

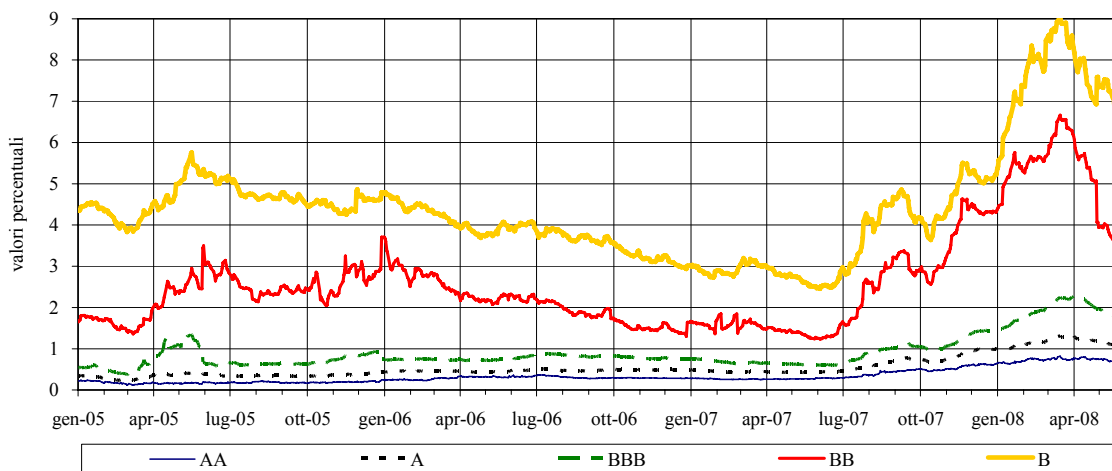


Fonte: elaborazioni su dati Bondware. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte pubbliche sul mercato domestico di società di capitali residenti nel paese di riferimento o di società controllate da gruppi con sede nel paese di riferimento.

Se la crisi dei *subprime* non ha avuto rilevanti ripercussioni sui volumi della raccolta sul mercato primario, il peggioramento della qualità del credito degli emittenti e l'aumento della percezione del rischio di credito (si veda il §3 del precedente Capitolo I "Le società") hanno comportato un aumento dei differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni *corporate* e i rendimenti dei titoli di Stato in euro, soprattutto per gli emittenti con rating speculativo (Fig. 38). Alla fine di maggio 2008 tali differenziali erano pari al 4,1% per gli emittenti con rating BB (1,6% a fine 2006) e al 7% circa per quelli con rating B (3% circa a fine 2006). Coerentemente con l'andamento delle quotazioni dei *credit default swap*, il differenziale fra i rendimenti delle obbligazioni in euro di società non finanziarie e i rendimenti dei titoli di Stato ha raggiunto un picco nel mese di marzo 2008, per poi ridursi nei mesi successivi.

Fig. 38

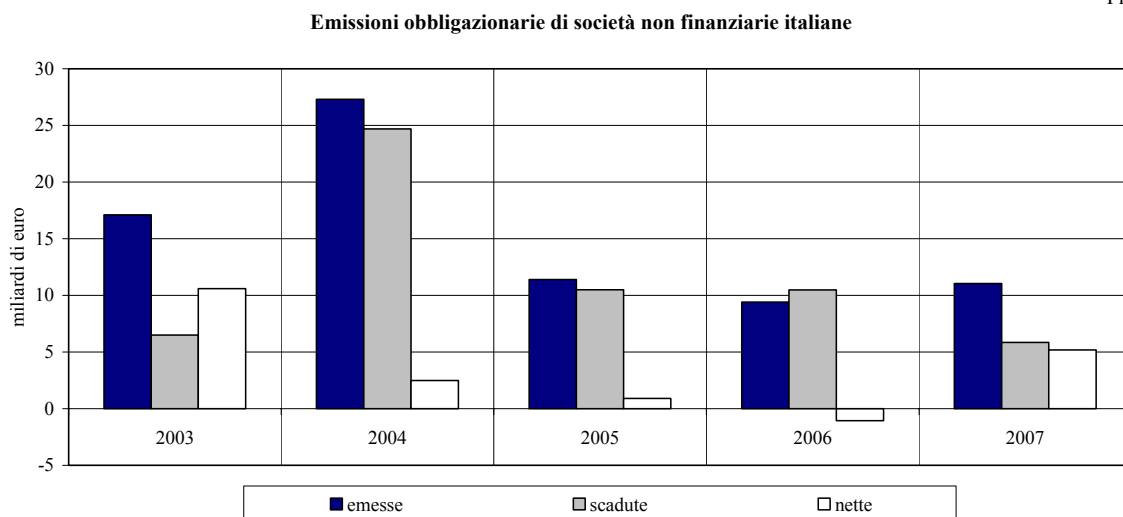
**Differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni in euro di società non finanziarie e i rendimenti dei titoli di Stato in euro**  
(dati giornalieri; 03/01/2005-31/05/2008)



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

In Italia, le emissioni obbligazionarie lorde di società non finanziarie sono state pari a 11 miliardi di euro (contro 9,4 miliardi di euro nel 2006), mentre le emissioni nette sono state pari a 5 miliardi di euro (contro -1,1 miliardi di euro nel 2006; Fig. 39). L'incremento delle emissioni di obbligazioni *corporate* è dovuto a consistenti collocamenti di alcune fra le principali *blue chip* italiane ed è riconducibile in parte al finanziamento di importanti operazioni di acquisizione.

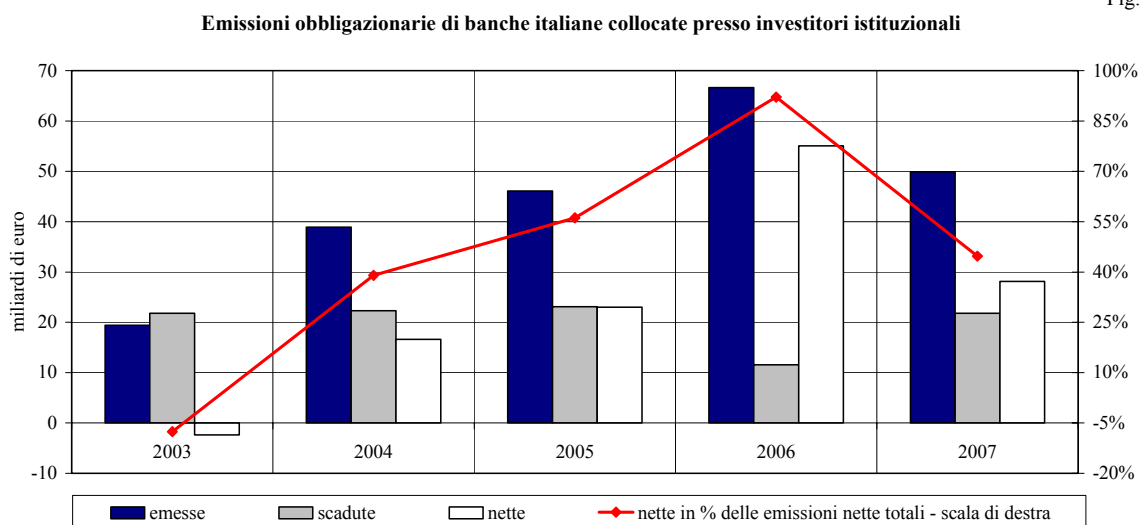
Fig. 39



Fonte: elaborazioni su dati Bondware. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte pubbliche sul mercato italiano di società di capitali italiane o di società estere controllate da gruppi italiani.

Nel 2007 si è ridotta, invece, la raccolta obbligazionaria delle banche italiane sull'euromercato (attraverso collocamenti riservati a investitori istituzionali). Le emissioni lorde infatti sono passate da 67 miliardi di euro nel 2006 a 50 miliardi circa, mentre le emissioni nette sono scese da 55 a 28 miliardi di euro (Fig. 40).

Fig. 40

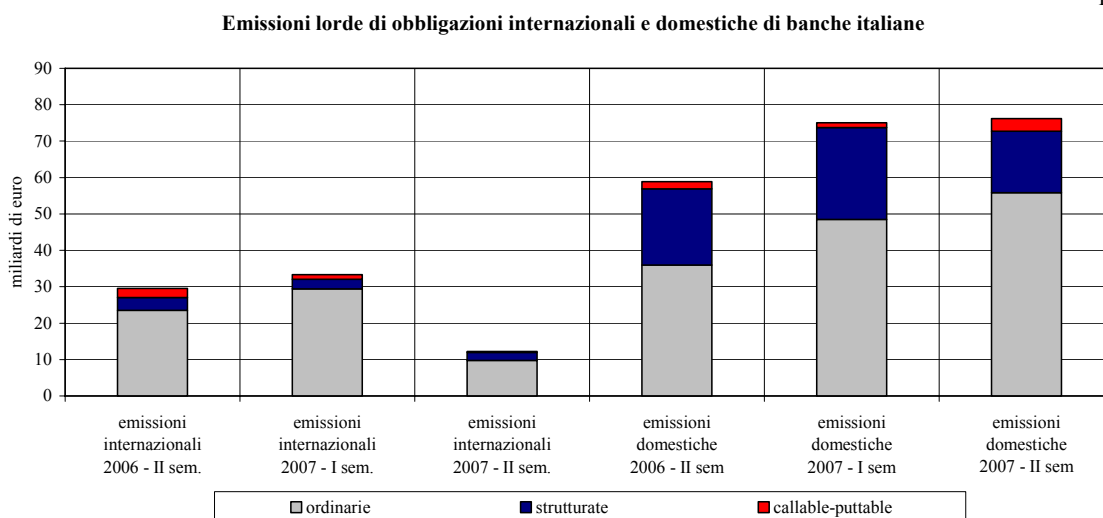


Fonte: elaborazioni su dati Bondware e Banca d'Italia. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte riservate a investitori istituzionali da banche italiane o controllate estere.

Nel secondo semestre 2007 le emissioni obbligazionarie internazionali di banche italiane sono nettamente diminuite rispetto al primo semestre (da 33 a 12 miliardi di euro; -63%), mentre le emissioni domestiche sono lievemente aumentate (da 75 a 76 miliardi di euro, +1,4%; Fig. 41).

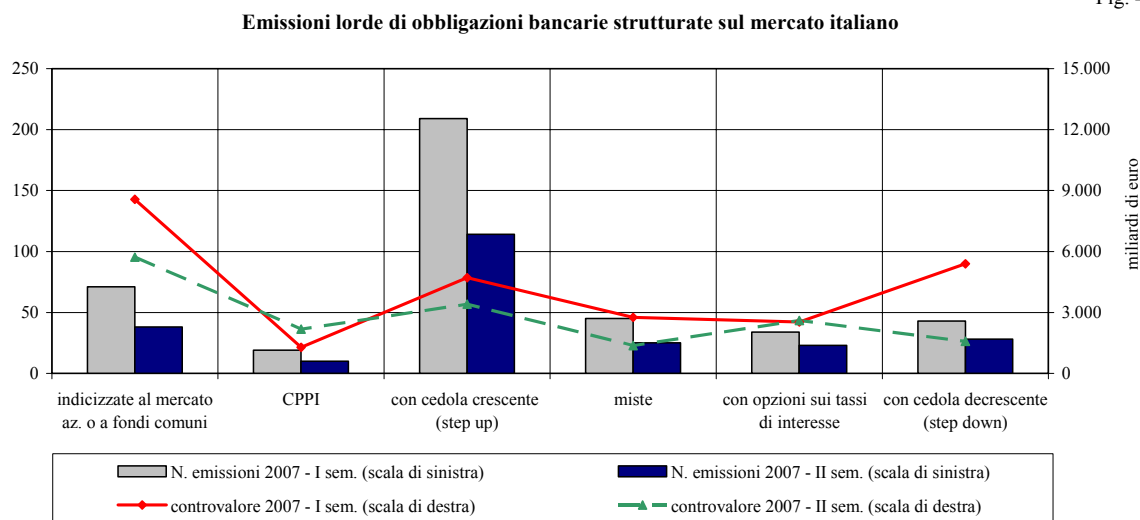
Il peso delle obbligazioni bancarie strutturate sul totale delle emissioni obbligazionarie collocate sul mercato domestico si è ridotto, passando dal 36% nel secondo semestre 2006 al 22% nel secondo semestre 2007. Tale flessione probabilmente è dovuta agli elevati costi impliciti delle obbligazioni con le strutture più complesse (commissioni di "strutturazione"). Le obbligazioni strutturate più diffuse sono le cosiddette linked (con rendimenti legati all'andamento di fondi comuni o indici azionari) e quelle con cedole irregolari crescenti (cosiddette step up). Meno diffuse sono le obbligazioni con strutture più complesse, quali quelle che incorporano opzioni su tassi di interesse o le cosiddette CPPI o constant proportion portfolio insurance (obbligazioni che replicano un portafoglio con pesi variabili composto da un'obbligazione linked e un'obbligazione zero coupon; Fig. 42).

Fig. 41



Fonte: elaborazioni su dati Bondware (per le emissioni internazionali) e prospetti informativi e condizioni definitive (per le emissioni domestiche).

Fig. 42



Fonte: elaborazioni su prospetti informativi.

Con riferimento ai mercati secondari, gli scambi di obbligazioni sui mercati regolamentati italiani sono aumentati del 7% (da 2.341 a 2.512 miliardi di euro; Tav. 10). In particolare il volume degli scambi è cresciuto del 20% su Bondvision (da 555 a 664 miliardi di euro), del 22% sul Mot (da 122 a 149 miliardi di euro) ed è quasi raddoppiato su Tlx (da 13 a 25 miliardi di euro). Rimangono stabili i volumi sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), mentre sono in flessione quelli sul Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative (da 17 a 9,2 miliardi di euro).

Tav. 10

Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani<sup>1</sup>  
(miliardi di euro)

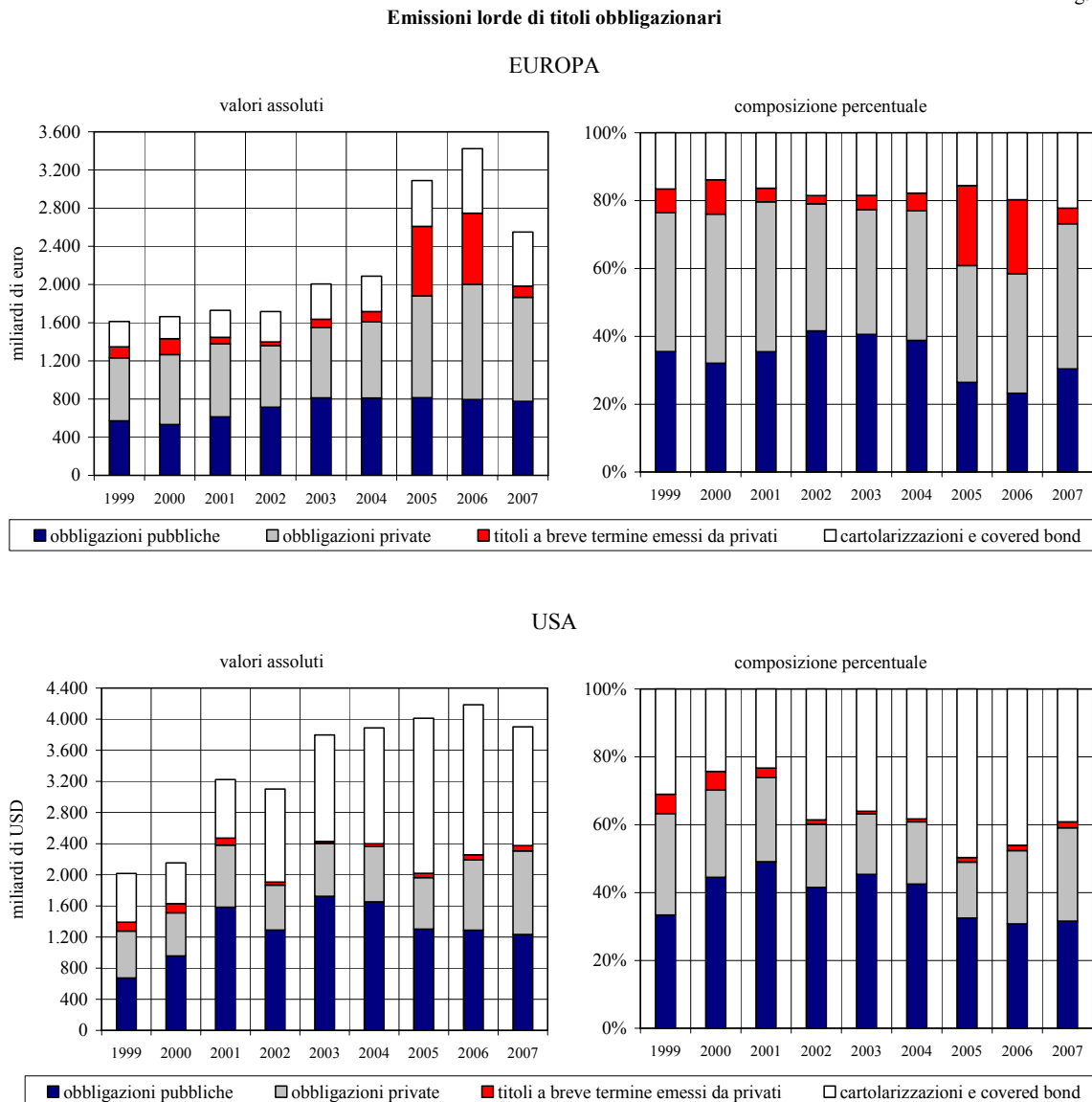
	Mts	Bondvision	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot <sup>2</sup>	Euro Mot	Tlx <sup>3</sup>	Totale
2000	2.020	—	..	154	..	—	2.174
2001	2.324	18	12	136	1	—	2.491
2002	2.205	100	24	159	2	—	2.490
2003	2.160	176	23	142	4	2	2.507
2004	1.949	339	31	147	4	8	2.478
2005	1.596	448	19	123	—	7	2.193
2006	1.634	555	17	122	—	13	2.341
2007	1.665	664	9,2	149	—	25	2.512

Fonte: elaborazioni su dati Mts Spa, Borsa Italiana Spa e Tlx Spa. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Dal 2005 sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMot. <sup>3</sup> Mercato attivo dal 20 ottobre 2003.

## 5. Il mercato delle asset backed securities e dei covered bonds

Come evidenziato nel precedente §4, la crisi dei mutui *subprime* non ha avuto significative ripercussioni sul volume della raccolta sui mercati obbligazionari; sia in Europa che negli USA, nel 2007 i collocamenti di obbligazioni da parte di imprese private e di soggetti pubblici sono stati di importo simile a quello registrato nel 2006 (Fig. 43). Tuttavia, in Europa si è registrata una brusca contrazione dei collocamenti di titoli a breve termine emessi da banche e altri veicoli di matrice bancaria, spesso indirettamente esposti al mercato delle cartolarizzazioni (come nel caso delle *asset backed commercial paper*); tali collocamenti erano cresciuti in maniera molto intensa nei due anni precedenti, ma le tensioni indotte dalla crisi dei *subprime* hanno reso problematico il rifinanziamento dei titoli in scadenza attraverso nuove emissioni.

Fig. 43

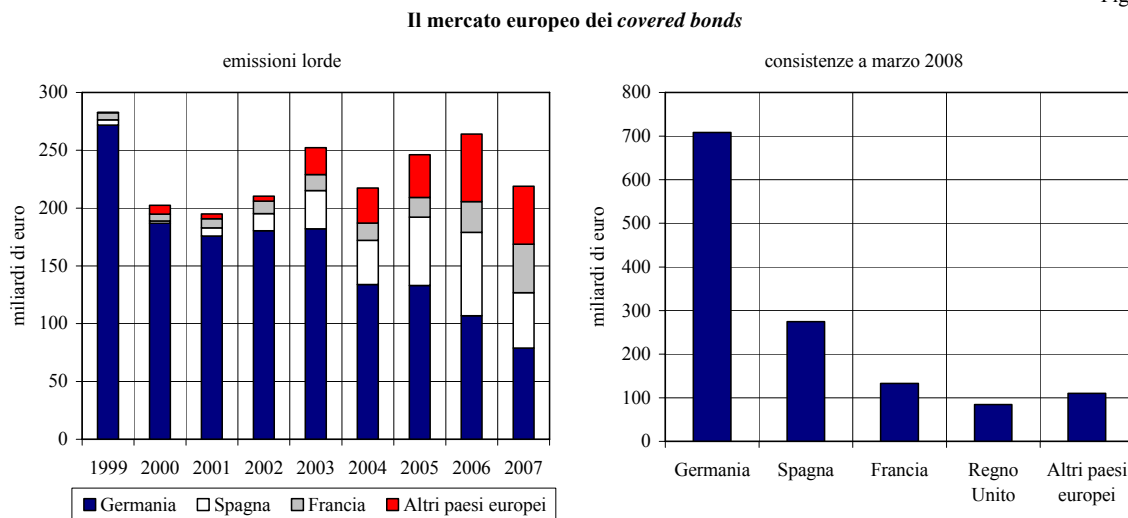


Fonte: elaborazioni su dati Bondware.

Negli USA, invece, si è registrata una significativa riduzione del volume complessivo di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (da circa 1.930 miliardi di dollari nel 2006 a circa 1.530 miliardi di dollari nel 2007; -20% circa).

Per ciò che riguarda l'Europa, nel 2007 le emissioni lorde di *covered bonds* nei principali paesi sono scese da 263 a 219 miliardi di euro (-17%) a causa principalmente della contrazione delle emissioni in Germania (da 107 a 79 miliardi di euro, -26%) e in Spagna (da 72 a 48 miliardi di euro; -33%); le emissioni sono cresciute, invece, del 57% in Francia (da 27 a 42 miliardi di euro; Fig. 44).

Fig. 44

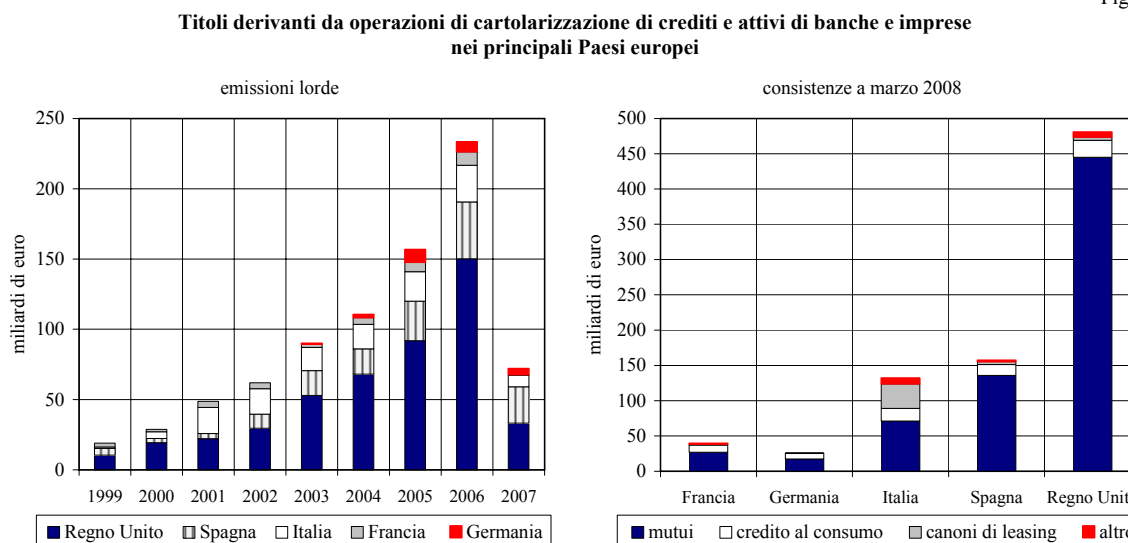


Fonte: elaborazioni su dati Bondware.

A marzo 2008 le consistenze dei covered bonds tedeschi rappresentavano il 54% delle consistenze totali rilevate per i Paesi europei; i titoli spagnoli rappresentavano invece il 21% delle consistenze totali, quelli francesi il 10% e quelli inglesi il 6%.

La crisi dei *subprime* ha avuto un effetto negativo assai più marcato nel mercato delle cartolarizzazioni. Le emissioni lorde di Abs sono infatti fortemente diminuite in tutti i principali paesi europei (Fig. 45); in particolare, nel Regno Unito sono passate da 150 a 33 miliardi di euro (-77%), in Spagna da 40 a 26 miliardi di euro (-36%), in Italia da 26 a 8 miliardi di euro (-70% circa), in Germania da 7 a 4 miliardi di euro (-40%) e in Francia da circa 10 miliardi di euro a 451 milioni di euro (-95%).

Fig. 45



Fonte: elaborazioni su dati Bondware. I dati non comprendono le cartolarizzazioni di crediti del settore pubblico; il paese è quello nel quale ha sede legale la società che cede gli attivi cartolarizzati (cosiddetto *originator*).

*Con riguardo ai principali paesi europei, al Regno Unito è riconducibile il 57% dello stock dei titoli strutturati in circolazione a fine marzo 2008, alla Spagna il 19%, all'Italia il 16%, alla Francia il 5% e alla Germania il 3%. I titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione risultano prevalentemente garantiti da mutui (83% delle consistenze totali); quelli garantiti da crediti al consumo e da canoni di leasing rappresentano, invece, rispettivamente il 9% e il 5% delle consistenze totali (Fig. 45).*

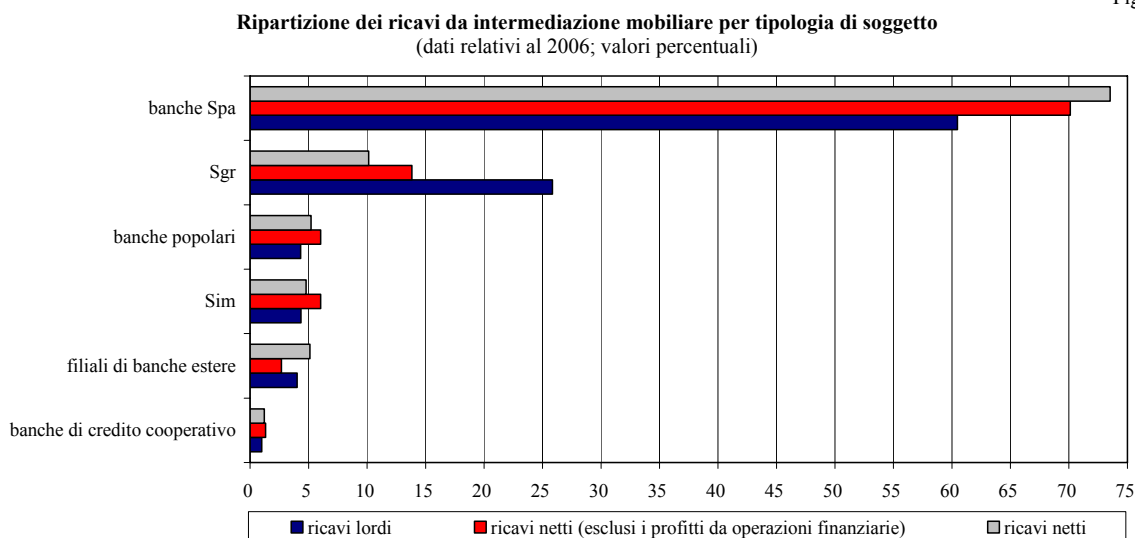
### III – GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE

#### 1. La struttura del settore dell'intermediazione mobiliare

Nel biennio 2005-2006 il ruolo delle banche nel settore dell'intermediazione mobiliare si è rafforzato, come emerge dall'incremento registrato, rispettivamente, dalla quota dei ricavi lordi e dei ricavi netti da intermediazione mobiliare a esse riconducibile. In particolare, il peso delle banche sui ricavi lordi è passato dal 62% nel 2005 al 70% circa nel 2006, mentre la quota dei ricavi netti è cresciuta dal 76% all'85% circa.

Con riguardo alla ripartizione per tipologia di soggetto, i ricavi lordi da intermediazione mobiliare sono ascrivibili per il 60% circa alle banche costituite in forma di società per azioni (circa 220 soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento); per il 4% alle banche popolari (39 soggetti); per l'1% alle banche di credito cooperativo (oltre 440 soggetti). Alle filiali di banche estere (41 soggetti) è imputabile, invece, il 4% dei ricavi complessivi (Fig. 46).

Fig. 46

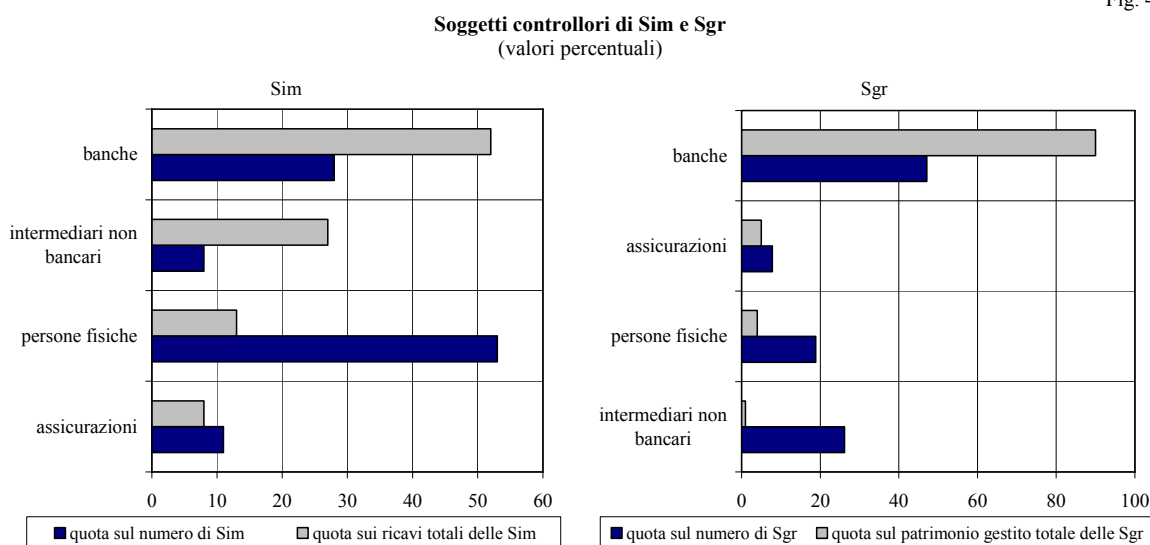


Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza. I ricavi lordi (netti) da intermediazione mobiliare sono dati dalla somma delle commissioni lorde (nette) da servizi di investimento e da gestione del risparmio e dai profitti da operazioni finanziarie.

Alle Sim è riferibile solo il 4% dei ricavi lordi da intermediazione mobiliare; di questi, il 50% è riconducibile a soggetti controllati da intermediari bancari (Fig. 47). Alle Sgr è imputabile, invece, circa il 26% dei ricavi lordi (31% nel 2005) e il 10% circa dei ricavi netti (16% nel 2005); una quota rilevante delle commissioni percepite dalle Sgr è infatti retrocessa alle strutture distributive rappresentate in larga misura da sportelli o reti di promotori di gruppi bancari. Circa il 90% dei ricavi delle Sgr è riferibile a soggetti controllati da gruppi bancari.



Fig. 47



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e dati Assogestioni. Per le Sim i ricavi si riferiscono al primo semestre del 2007; per le Sgr il patrimonio a fine 2007 è riferito ai fondi aperti di diritto italiano e a quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*), inclusi i fondi di fondi (sono esclusi i fondi chiusi).

## 2. I principali gruppi bancari

La crisi dei *subprime* ha avuto un impatto negativo significativo sui ricavi e sulla redditività dei principali gruppi bancari italiani. Nel 2007, infatti, il margine di intermediazione si è ridotto di oltre il 7% e il risultato di gestione si è ridotto del 5% circa (Tav. 11). L'utile netto complessivo è invece cresciuto del 9,8%, essenzialmente per effetto di operazioni di natura straordinaria legate anche a operazioni di riassetto societario e di consolidamento.

La riduzione del margine di intermediazione nel 2007 è imputabile in larga misura alla riduzione dei profitti da operazioni finanziarie che si sono quasi dimezzati. Le commissioni nette complessive si sono ridotte del 6,3% circa e quelle da servizi di investimento e gestioni collettive del 4%. È proseguita la contrazione delle commissioni nette da gestioni collettive (-11% circa) e individuali (-14% circa), mentre le commissioni da collocamento di prodotti finanziari e assicurativi sono lievemente cresciute (2% circa).

Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani  
(valori in milioni di euro)

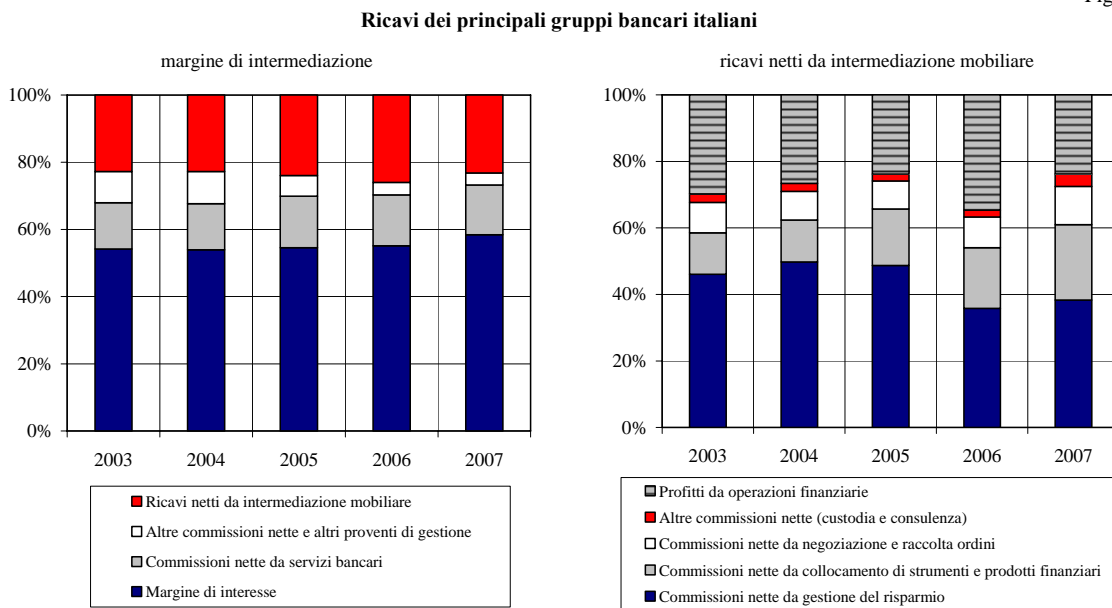
	2003	2004	2005	2006	2007	variazione % 2007/2006
Margine di interesse (a) <sup>1</sup>	27.501	27.745	29.195	38.032	37.214	-2,2
Commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)	16.201	16.736	19.316	22.800	21.369	-6,3
<i>di cui:</i>						
<i>da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)</i>	8.106	8.589	9.768	11.727	11.258	-4,0
negoziamento titoli e valute e raccolta ordini	1.048	1.009	1.081	1.659	1.699	2,4
gestioni individuali	843	764	1.005	1.214	1.047	-13,8
gestioni collettive	4.129	4.689	4.869	4.824	4.288	-11,1
banca depositaria	346	374	370	390	328	-15,9
custodia titoli	209	204	179	210	225	7,1
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	1.443	1.474	2.179	3.277	3.350	2,2
consulenza	89	75	84	153	320	108,8
<i>da servizi bancari (b.2)<sup>2</sup></i>	7.001	7.061	8.171	10.406	9.421	-9,5
<i>altre commissioni nette (b.3)<sup>3</sup></i>	1.095	1.086	1.377	666	688	3,3
Profitti da operazioni finanziarie (c) <sup>4</sup>	3.437	3.115	3.055	6.215	3.517	-43,4
Altri proventi netti di gestione (d)	3.632	3.854	1.912	1.887	1.566	-17,0
Risultato della gestione assicurativa (e)	....	....	626	537	526	-2,1
Margine di intermediazione (f = a+b+c+d+e)	50.771	51.450	54.103	69.470	64.191	-7,6
Costi operativi (g) <sup>5</sup>	32.156	31.857	31.110	38.675	35.002	-9,5
Risultato di gestione (f-g)	18.615	19.592	22.993	30.796	29.189	-5,2
Utile netto <sup>6</sup>	5.051	8.617	11.849	16.524	18.137	9,8

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Inclusi i dividendi su partecipazioni e gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. <sup>2</sup> Commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, servizi di incasso e pagamento, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e servizi Bancomat. <sup>3</sup> Commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie. <sup>4</sup> Per i bilanci a partire dal 2005, redatti sulla base dei principi contabili Ias/Ifrs, la voce comprende il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie. <sup>5</sup> Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. <sup>6</sup> Incluso l'utile di terzi.

Nel 2007 il peso sul margine di intermediazione dei ricavi da intermediazione mobiliare (intesi come somma delle commissioni nette da servizi di investimento e gestioni collettive e dei profitti da operazioni finanziarie) è lievemente diminuito (dal 26% al 23%), mentre è cresciuto il peso del margine di interesse, pari a quasi il 60% dei ricavi totali (Fig. 48).

Pur se in flessione rispetto al triennio 2003-2005, le commissioni nette da gestione del risparmio rappresentano la quota preponderante dei ricavi da intermediazione mobiliare (38% circa), seguite dalle commissioni di collocamento e dai profitti da operazioni finanziarie.

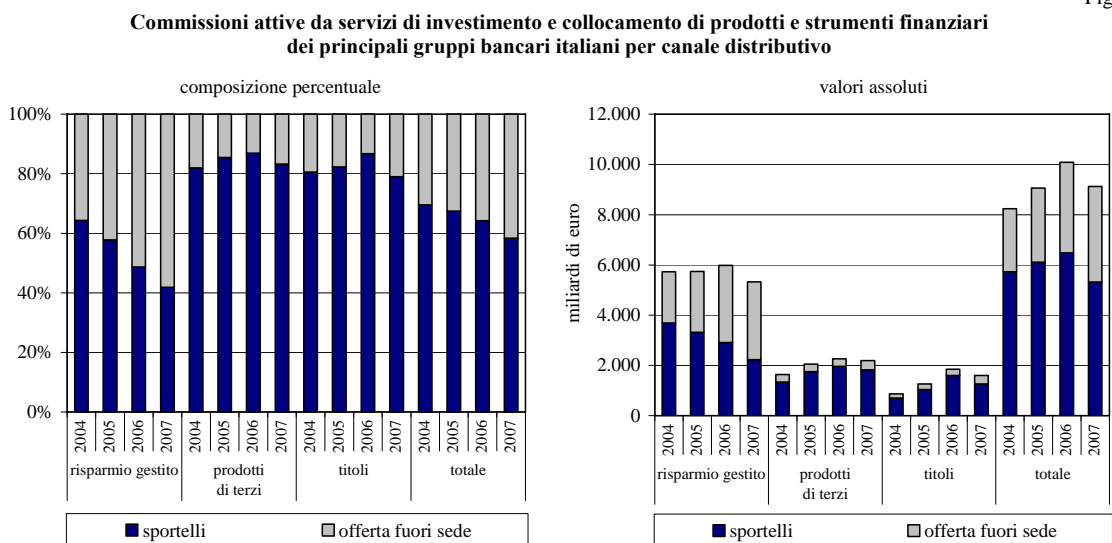
Fig. 48



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Nell'ambito delle commissioni attive da servizi di investimento e da collocamento di prodotti e strumenti finanziari, è aumentato il peso delle commissioni generate dal collocamento fuori sede, che ha superato il 40%, a scapito del peso delle commissioni generate dagli sportelli bancari. Il peso delle reti di promotori è particolarmente rilevante per il collocamento di prodotti del risparmio gestito, mentre per ciò che riguarda i ricavi da collocamento di titoli e prodotti finanziari di terzi rimane preponderante il peso delle commissioni generate dagli sportelli (Fig. 49).

Fig. 49

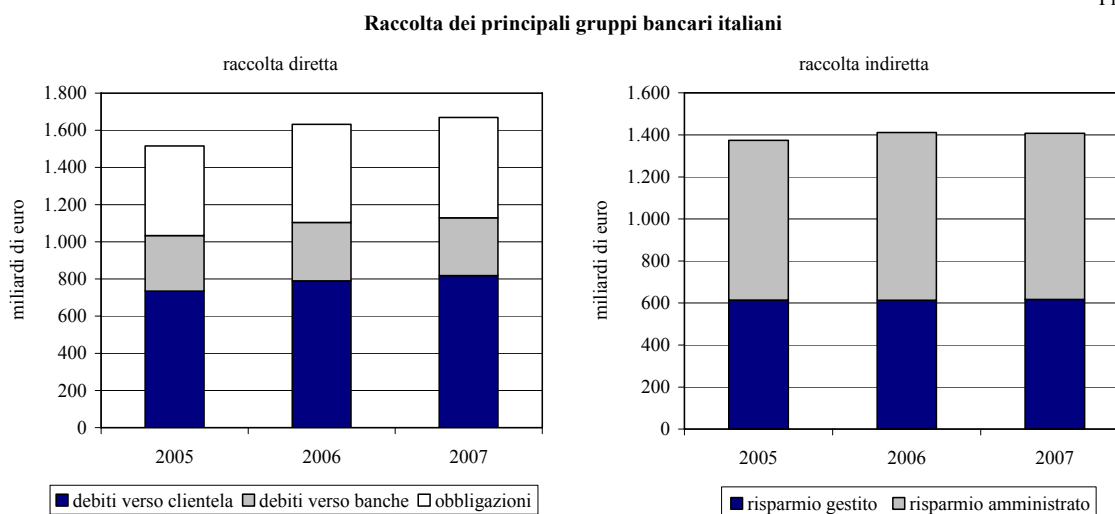


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

I dati sulla raccolta indiretta (risparmio gestito e risparmio amministrato) evidenziano una sostanziale stabilità della massa gestita, pari a circa 1.400 miliardi di euro nel 2007, mentre il risparmio amministrato cresciuto nel 2006 (da 761 a 797 miliardi di euro; +4,8% circa) si è leggermente ridotto nel 2007 (circa 791 miliardi di euro; -0,8%) (Fig. 50).

Sul fronte della raccolta diretta si è registrata invece una crescita sia della raccolta da clientela (da 790 a 818 miliardi di euro; +3,6% circa) che della raccolta rappresentata da titoli (da 528 a 540 miliardi di euro; +2,2% circa).

Fig. 50

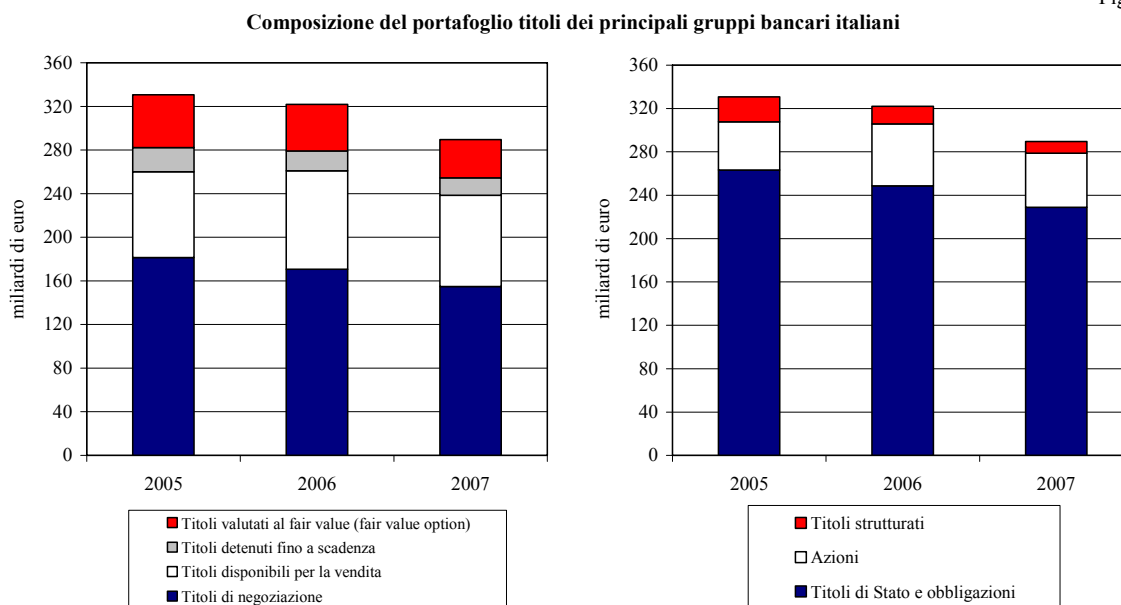


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Il risparmio gestito include le riserve tecniche a fronte di prodotti assicurativi e previdenziali di società del gruppo. Nella raccolta diretta sono escluse le passività subordinate e di negoziazione.

Il valore complessivo dei titoli di proprietà delle banche si è ridotto di circa il 10% (da 322 miliardi di euro a fine 2006 a 290 miliardi di euro fine 2007). I titoli valutati al *fair value* (sulla base della cosiddetta *fair value option*) si sono ridotti del 18%, i titoli detenuti sino a scadenza si sono ridotti dell'11% circa e i titoli di negoziazione del 9% circa. I titoli strutturati rappresentano poco meno del 4% del portafoglio titoli complessivo dei principali gruppi bancari italiani, mentre i titoli di debito hanno un'incidenza preponderante (80% circa) (Fig. 51).

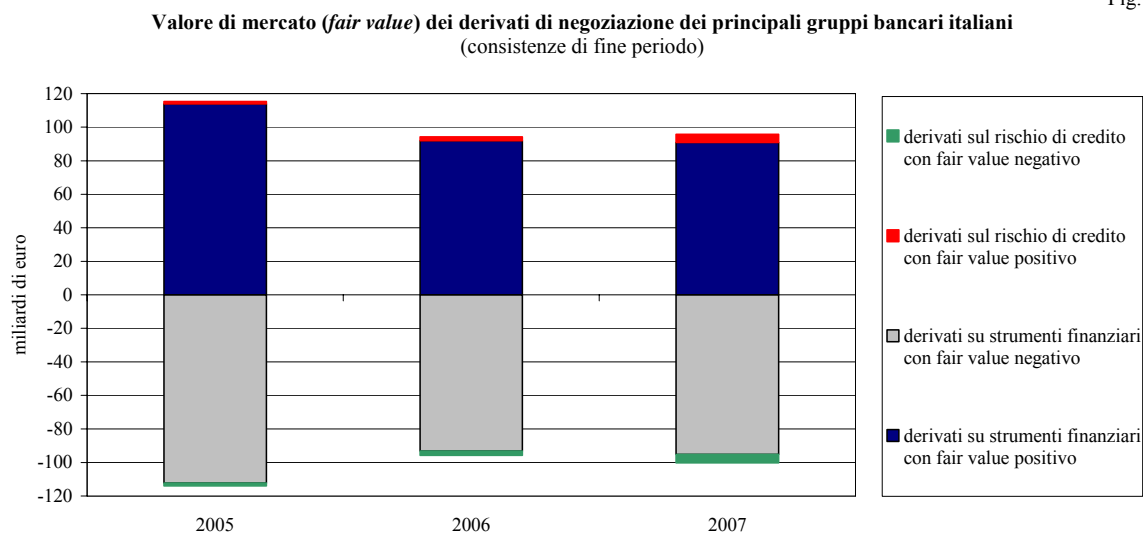
Il valore netto di mercato dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani è negativo per circa 4 miliardi di euro. Sebbene l'entità del *fair value* netto dei derivati di negoziazione indichi che, complessivamente, i rischi di mercato potrebbero essere contenuti, l'importo del *fair value* lordo (dato dalla somma in valore assoluto dei *fair value* positivi e negativi), pari a circa 196 miliardi di euro, indica che il rischio di controparte rimane significativo (Fig. 52).

Fig. 51



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti) e le attività cedute e non cancellate o deteriorate. Gli Oicr sono ricompresi fra i titoli di Stato e le obbligazioni.

Fig. 52



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

L'esposizione complessiva dei principali gruppi bancari derivante da operazioni di cartolarizzazioni è quasi triplicata nel triennio 2005 - 2007 (da 23 a 67 miliardi di euro), sebbene questa dinamica sia ascrivibile in prevalenza a un singolo gruppo bancario; di particolare rilievo risulta l'esposizione legata a cartolarizzazioni di terzi (aumentata da 14 a 42,7 miliardi di euro). Più in particolare, le esposizioni per cassa sono aumentate da 22 a 54 miliardi di euro nel 2007, mentre le esposizioni fuori bilancio (linee di credito e garanzie rilasciate) sono passate da uno a 13 miliardi di euro. In generale, tra le varie

tipologie di attività, i mutui hanno rappresentato tra il 24% (nel 2006) e il 38% (nel 2007) dell'esposizione totale, di cui però i mutui considerati deteriorati hanno rappresentato percentuali limitate e decrescenti nel triennio (rispettivamente, 14%, 6%, e 3%). Nel 2007 le esposizioni derivanti da cartolarizzazioni collegate a mutui propri sono risultate più rilevanti rispetto a quelle collegate a mutui di terzi (rispettivamente, 24,5% contro 13,7%) (Tav. 12).

**Esposizioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione dei principali gruppi bancari italiani**  
(valori in milioni di euro)

Tav. 12

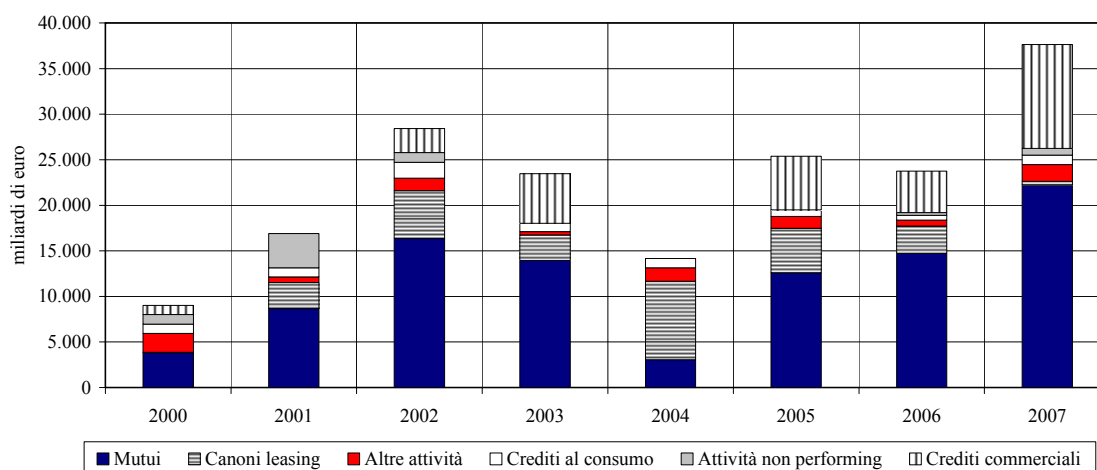
	Proprie				Di terzi				Totale complessivo	
	Mutui		Altre attività		Mutui		Altre attività			
	deteriorate	non deteriorate	deteriorate	non deteriorate	deteriorate	non deteriorate	deteriorate	non deteriorate		
2005	Cassa	2.527	1.737	864	2.878	--	430	1.126	12.608	22.170
	Fuori bilancio	836	202	4	125	--	--	--	--	1.167
	<i>Totale</i>	<i>3.362</i>	<i>1.939</i>	<i>868</i>	<i>3.003</i>	<i>--</i>	<i>430</i>	<i>1.126</i>	<i>12.608</i>	<i>23.337</i>
2006	Cassa	2.231	1.257	403	4.372	78	9.040	579	20.556	38.517
	Fuori bilancio	915	194	50	31	--	--	--	16.438	17.628
	<i>Totale</i>	<i>3.146</i>	<i>1.451</i>	<i>453</i>	<i>4.403</i>	<i>78</i>	<i>9.040</i>	<i>579</i>	<i>36.995</i>	<i>56.145</i>
2007	Cassa	1.142	13.987	133	7.836	2	8.763	267	21.912	54.042
	Fuori bilancio	1.114	231	50	33	-	459	-	11.290	13.176
	<i>Totale</i>	<i>2.256</i>	<i>14.218</i>	<i>183</i>	<i>7.869</i>	<i>2</i>	<i>9.222</i>	<i>267</i>	<i>33.202</i>	<i>67.218</i>

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. I dati includono il gruppo HVB.

Nel 2007 si è registrata una forte crescita degli attivi cartolarizzati dai principali gruppi bancari italiani, dovuta in prevalenza a operazioni di cessione di mutui e di crediti commerciali (Fig. 53).

Fig. 53

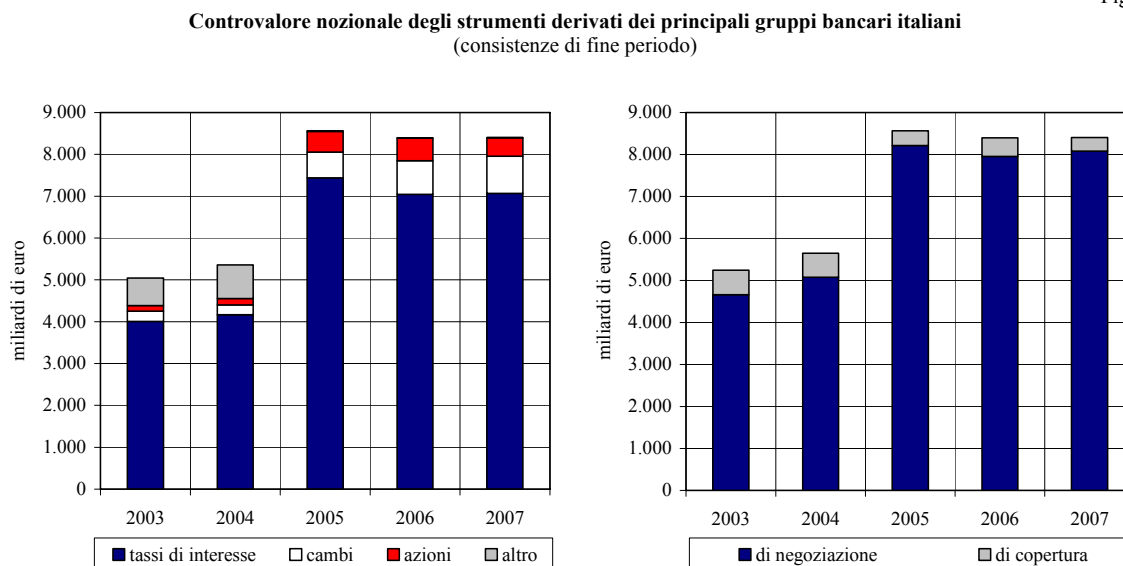
**Attivi oggetto di cessione per finalità di cartolarizzazione da parte dei principali gruppi bancari italiani**



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Nel triennio 2005-2007 il controvalore nozionale degli strumenti derivati detenuti dai principali gruppi bancari italiani è rimasto complessivamente stabile; a fine 2007 esso era pari a circa 8.000 miliardi di euro (Fig. 54).

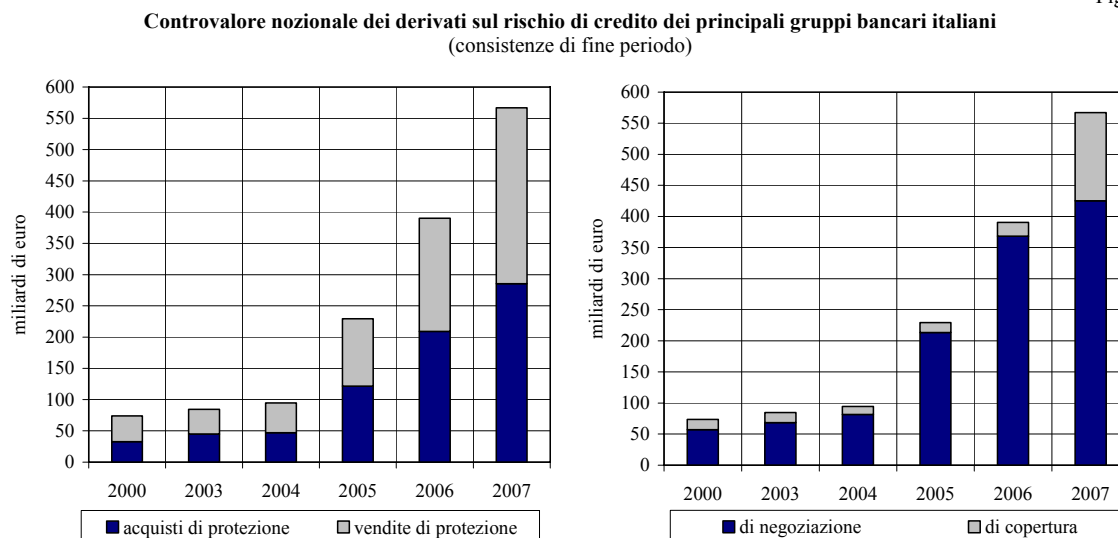
Fig. 54



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Le posizioni in derivati creditizi risultano, invece, cresciute significativamente nel triennio 2005-2007, essendo passate da 232 miliardi di euro nel 2005 a circa 567 miliardi di euro nel 2007. L'incremento è stato relativamente più accentuato per le vendite di copertura (da 181 a 281 miliardi di euro), mentre rimangono di gran lunga prevalenti le posizioni detenute per finalità di *trading* (sebbene riconducibili per quote molto significative a un singolo gruppo bancario; Fig. 55).

Fig. 55



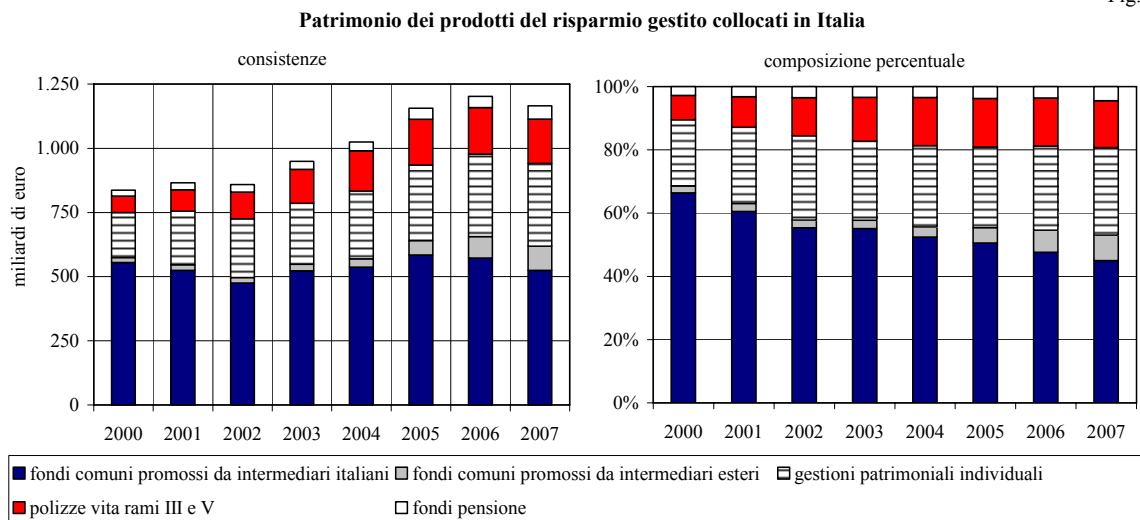
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

### 3. Gli investitori istituzionali

A fine 2007 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia risultava inferiore del 3% circa rispetto al valore di dicembre 2006 (da 1.202 a 1.165 miliardi di euro circa). Tale riduzione è dovuta principalmente all'andamento dei fondi comuni promossi da intermediari italiani, il cui patrimonio è sceso da 573 a 524 miliardi di euro circa (-8,5%; Fig. 56). Anche l'ammontare delle riserve tecniche a fronte delle polizze assicurative vita dei rami III e V è diminuito (da 182 a 172 miliardi di euro; -5% circa), interrompendo il trend crescente rilevato negli ultimi anni. Le risorse gestite dai fondi comuni promossi da intermediari esteri (94 miliardi di euro a dicembre 2007) sono, invece, aumentate del 13%, mentre il patrimonio delle gestioni individuali è rimasto stabile intorno ai 320 miliardi di euro. Infine, il patrimonio gestito dai fondi pensione è cresciuto del 20% circa, passando da 43,2 a 52,0 miliardi di euro.

*Il numero dei fondi pensione di nuova istituzione (negoziali e aperti) è cresciuto del 65% a causa principalmente dell'entrata in vigore della nuova disciplina della previdenza complementare. In particolare, le risorse gestite dai fondi pensione negoziali sono passate da 9,2 a 11,6 miliardi di euro, mentre quelle gestite dai fondi pensione aperti sono cresciute da 3,5 a 4,3 miliardi di euro circa.*

Fig. 56



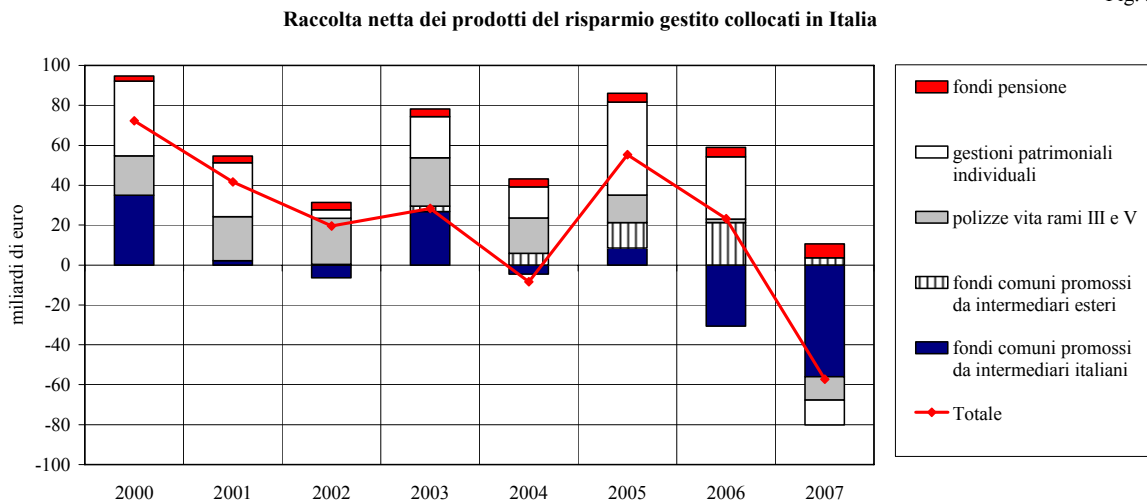
Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. Dati di fine periodo. I dati sui fondi comuni promossi da intermediari italiani comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*);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

Complessivamente, nel 2007 la raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia è stata negativa per circa 60 miliardi di euro (Fig. 57), essenzialmente a causa del deflusso di risorse dai fondi comuni promossi da intermediari italiani (-56 miliardi di euro; -31 miliardi di euro nel 2006). La raccolta netta delle gestioni patrimoniali è stata pure di segno negativo (-12 miliardi di euro nel 2007 contro +31 miliardi di euro nel



2006), così come quella delle polizze assicurative vita del ramo V (prodotti a capitalizzazione), che hanno subito un deflusso di risorse pari a 12 miliardi di euro, mentre la raccolta netta delle polizze assicurative vita del ramo III (polizze *linked*) è stata positiva (117 milioni di euro) anche se di molto inferiore rispetto a quella rilevata a fine 2006 (2,1 miliardi di euro). La raccolta netta dei fondi pensione di nuova istituzione negoziali e aperti è stata di segno positivo e pari a 3,5 miliardi di euro (contro 2,3 miliardi di euro a fine 2006).

Fig. 57



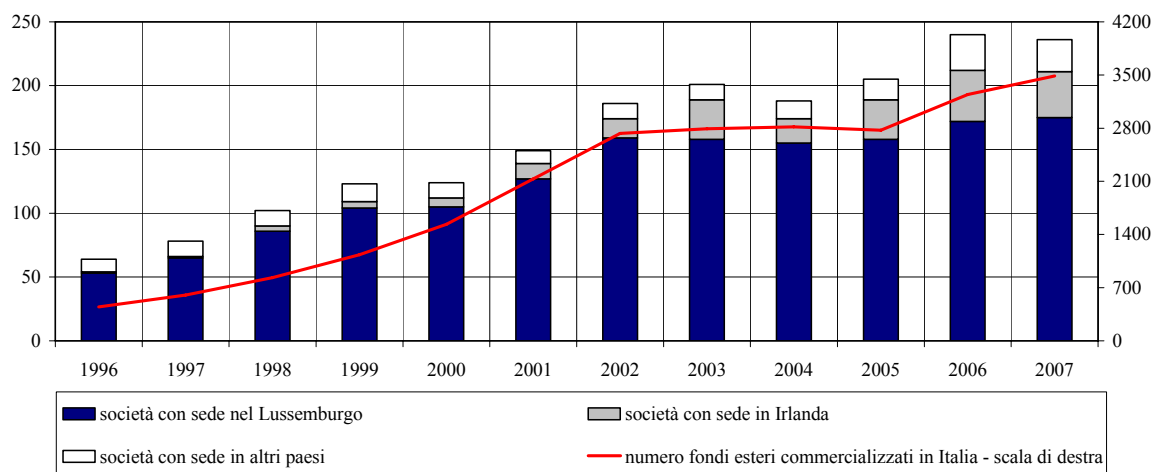
Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. I dati sui fondi comuni promossi da intermediari italiani comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*). I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al "lavoro diretto italiano" (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia). I dati relativi ai fondi pensione non includono i contributi relativi ai fondi pre-esistenti. Il dato totale non tiene conto delle sottoscrizioni nette di fondi comuni da parte delle gestioni patrimoniali individuali.

Nel 2007 la raccolta netta di fondi comuni promossi da intermediari esteri, pur se positiva, è fortemente diminuita rispetto al 2006 (da 21 a 4 miliardi di euro circa; -83%) a causa principalmente del deflusso di risorse rilevato nel terzo e nel quarto trimestre (rispettivamente -1,4 e -6,2 miliardi di euro). Il patrimonio gestito dai fondi esteri è aumentato (da 83 a 94 miliardi di euro; +13%), ma a un ritmo meno sostenuto rispetto all'anno precedente (+50%). È calato leggermente anche il numero di operatori di diritto estero (quasi tutti con sede legale nel Lussemburgo e in Irlanda) autorizzati alla commercializzazione di questi prodotti (da 240 a 236; Fig. 58), mentre continua a crescere il numero di fondi esteri commercializzati in Italia (da 3.244 a 3.488).

I fondi comuni promossi da intermediari italiani hanno subito un forte deflusso di risorse (56 miliardi di euro circa), che ha interessato non solo i fondi comuni domiciliati in Italia (53 miliardi di euro circa nel 2007; Fig. 59), ma anche i fondi comuni domiciliati all'estero gestiti da intermediari italiani, cosiddetti fondi *roundtrip* (3,1 miliardi di euro).

Fig. 58

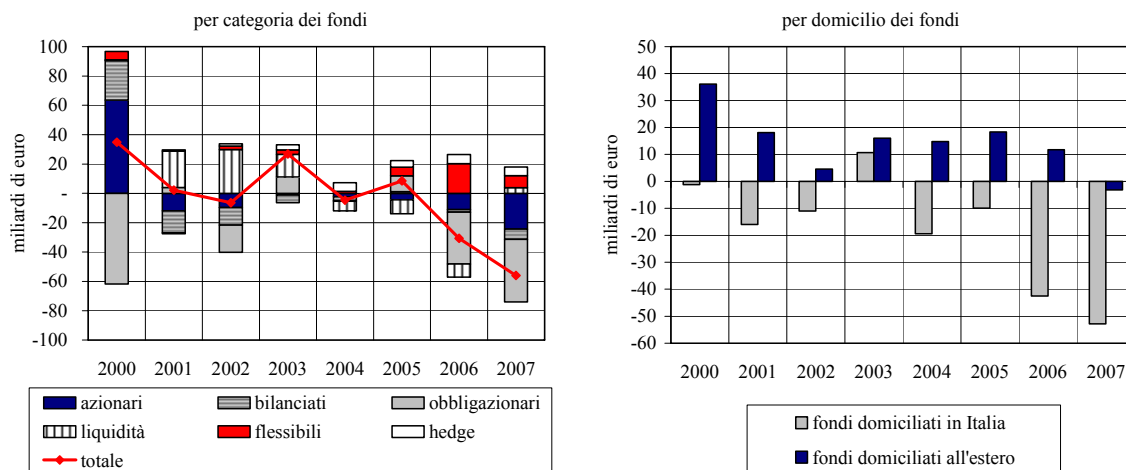
Numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia e numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi per sede legale



Fonte: prospetti informativi.

Fig. 59

Raccolta netta dei fondi comuni promossi da intermediari italiani

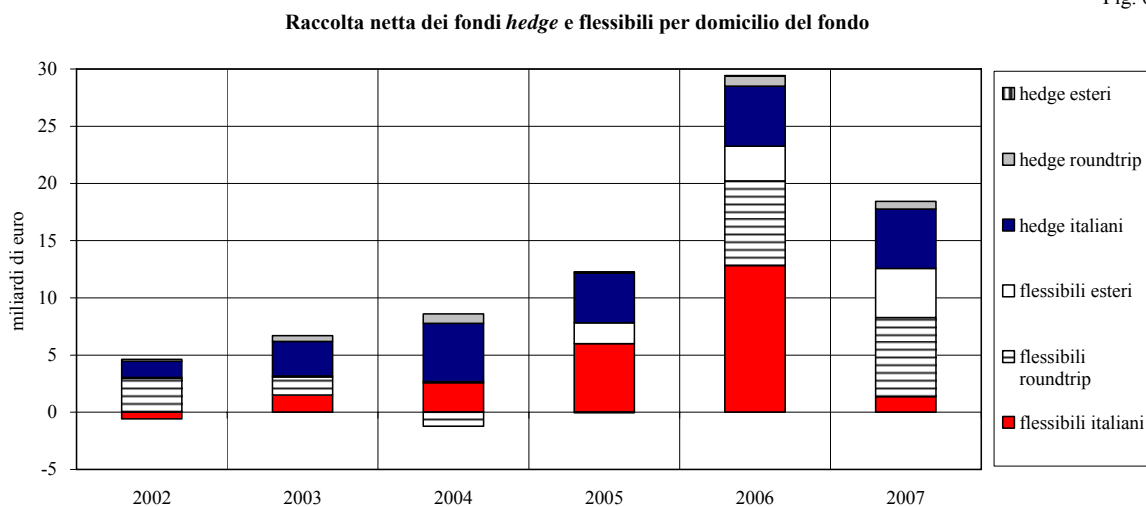


Fonte: Assogestioni. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono alla sola raccolta presso sottoscrittori italiani fino al 2004; per gli anni successivi includono anche la raccolta presso sottoscrittori esteri.

La raccolta netta è stata negativa per i fondi obbligazionari (-43 miliardi di euro circa), per quelli azionari (-24 miliardi di euro) e per quelli bilanciati (-6,9 miliardi di euro). In controtendenza rispetto al 2006, la raccolta netta per i fondi di liquidità, invece, è stata positiva (3,8 miliardi di euro contro -8,9 miliardi di euro nel 2006). L'afflusso di risorse ha superato i riscatti anche per i fondi flessibili (8,3 miliardi di euro) e per quelli hedge (5,9 miliardi di euro).

La raccolta netta dei fondi flessibili e hedge, tuttavia, pur rimanendo di segno positivo, è diminuita rispetto al 2006 del 37%, passando da 29 a 18 miliardi di euro (Fig. 60). La flessione più significativa ha interessato i fondi flessibili italiani, per i quali la raccolta netta è scesa da 12,8 a 1,4 miliardi di euro circa.

Fig. 60

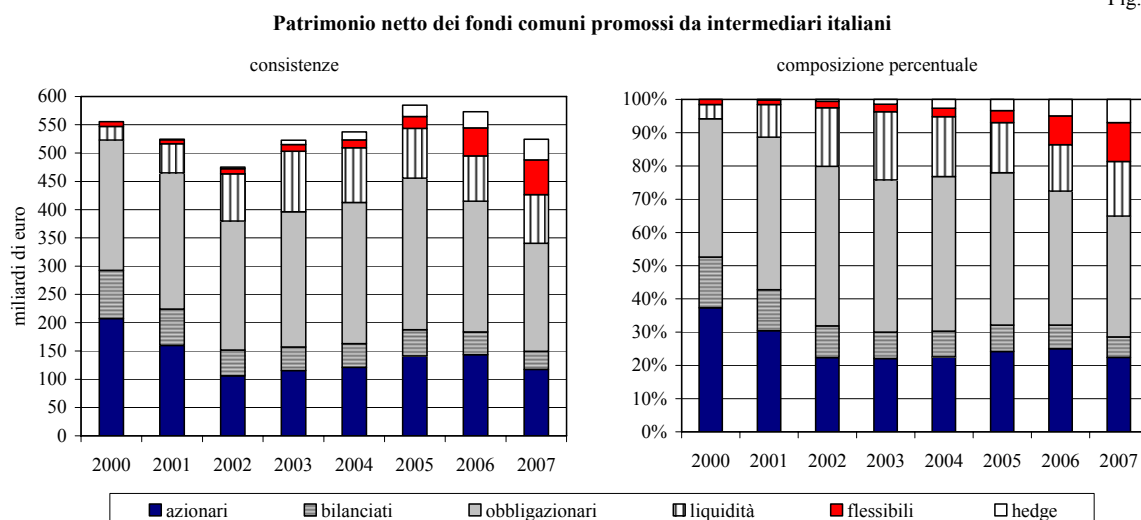


Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni.

Il patrimonio gestito dai fondi comuni promossi da intermediari italiani si è ridotto dell'8,5% (Fig. 61) a causa principalmente della diminuzione delle risorse gestite dai fondi comuni di diritto italiano (da 371 a 322 miliardi di euro; -13%); il patrimonio dei fondi *roundtrip* è rimasto, invece, stabile intorno ai 202 miliardi di euro.

*Il peso dei fondi azionari sul totale del patrimonio gestito dai fondi promossi da intermediari italiani è sceso dal 25 al 22% (Fig. 61), quello dei fondi bilanciati dal 7 al 6%, mentre quello dei fondi obbligazionari dal 40 al 36%. È aumentato, invece, il peso delle risorse gestite da fondi di liquidità (dal 14 al 16%), flessibili (dal 9 al 12%) e hedge (dal 5 al 7%).*

Fig. 61

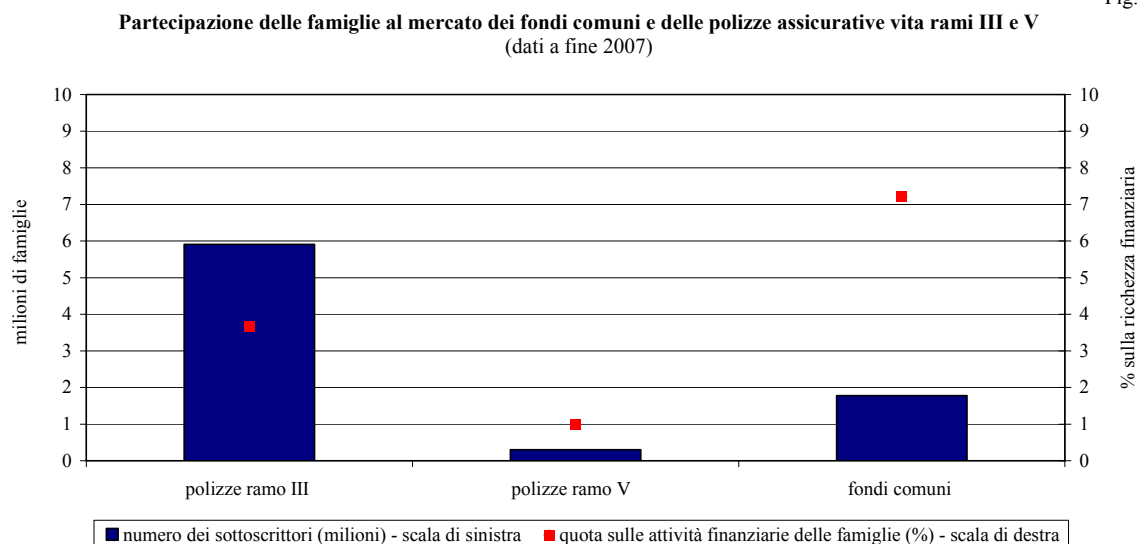


Fonte: Assogestioni. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono al patrimonio complessivo.

Nonostante i forti deflussi di risorse, l'incidenza dei fondi comuni sulle attività finanziarie delle famiglie rimane comunque significativa (7% circa), sebbene le polizze

vita del ramo III (polizze *linked*) risultino più diffuse tra gli investitori *retail* e le famiglie rispetto ai fondi comuni di investimento (Fig. 62). Le polizze vita del ramo V (polizze a capitalizzazione), che hanno subito significativi deflussi di risorse sia nel 2006 che nel 2007, hanno invece un peso residuale sulle attività finanziarie delle famiglie e risultano meno diffuse.

Fig. 62

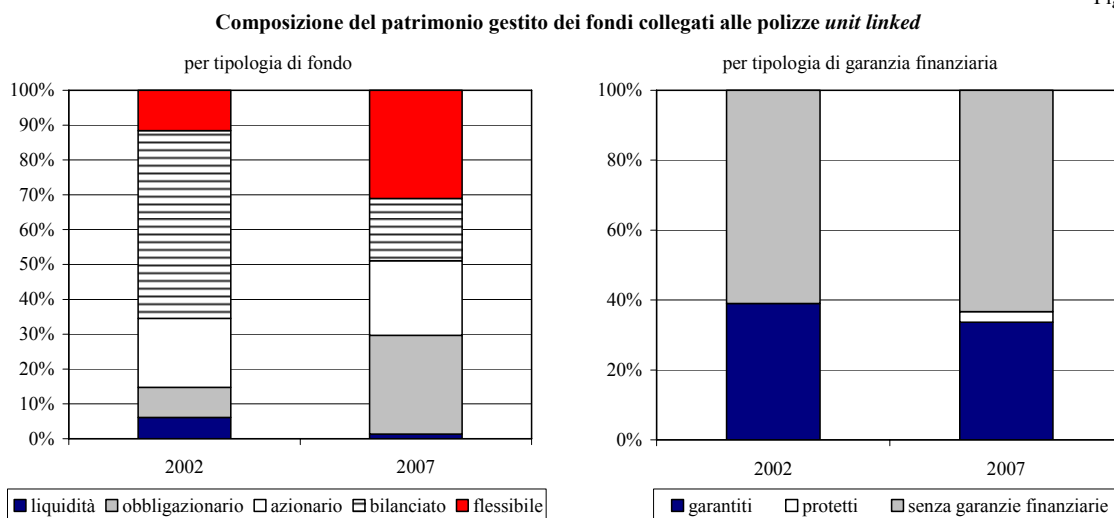


Fonte: GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market 2008, Banca d'Italia, Ania. I dati sul numero di sottoscrittori di fondi sono di fonte GfK Eurisko e i dati sul numero di sottoscrittori di polizze di fonte Ania; i dati sulla quota della ricchezza finanziaria investita in fondi comuni sono di fonte Banca d'Italia; i dati sulla ricchezza investita in polizze sono di fonte Ania e Banca d'Italia. Confronta Note Metodologiche.

*L'evoluzione della composizione del patrimonio gestito dei fondi interni collegati alle polizze unit linked è stata in parte differente rispetto a quella rilevata per i fondi comuni di investimento italiani. Infatti, dal 2002 al 2007 è aumentato non solo il peso dei fondi flessibili (dal 12 al 31%), ma anche quello dei fondi obbligazionari (dal 10 al 28%)(Fig. 63). Non ha subito modifiche particolarmente rilevanti, invece, la quota di patrimonio gestito investita in fondi garantiti o protetti (dal 39 al 37%) rispetto a quella investita in fondi privi di garanzie finanziarie (dal 61 al 63%).*

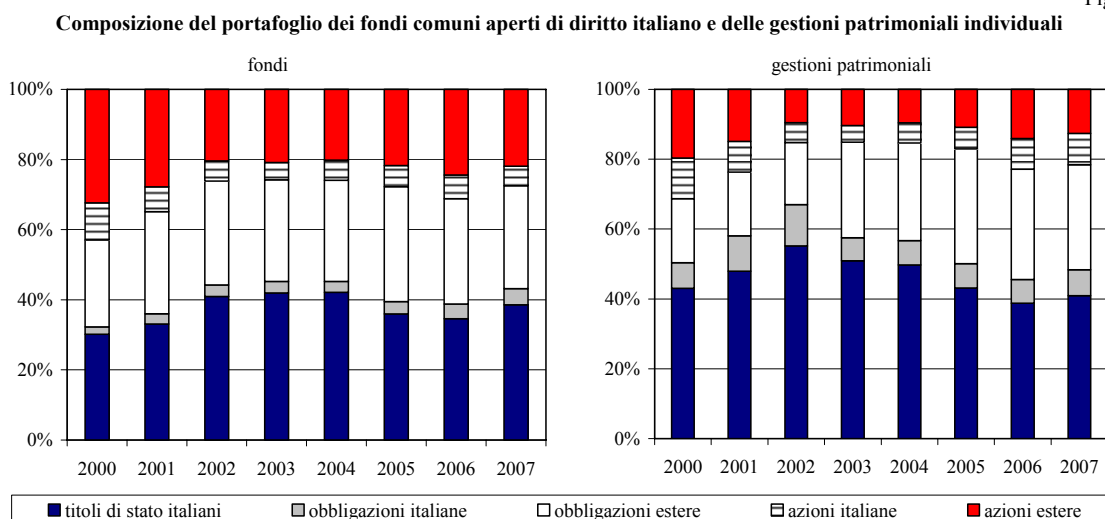
*Nel 2007 le modifiche delle scelte di asset allocation dei fondi di diritto italiano hanno portato a una riduzione del peso, sul totale del portafoglio, delle azioni italiane (dal 6,7 al 5,5%) ed estere (dal 24 al 22%); è aumentato, invece, il peso dei titoli di Stato e delle obbligazioni italiane (dal 39 al 43%)(Fig. 64). Le scelte di investimento delle gestioni patrimoniali individuali non sono immediatamente confrontabili con quelle dei fondi comuni, poiché circa il 37% del loro portafoglio è investito a sua volta in fondi comuni; tuttavia, ripartendo la quota investita in fondi secondo la composizione media del loro portafoglio, le gestioni individuali risulterebbero meno esposte al mercato azionario rispetto ai fondi comuni di investimento (21%). La quota delle risorse investita in titoli di Stato e obbligazioni italiane (47%), invece, risulta di poco superiore a quella rilevata per i fondi comuni italiani.*

Fig. 63



Fonte: elaborazioni su dati Ania.

Fig. 64



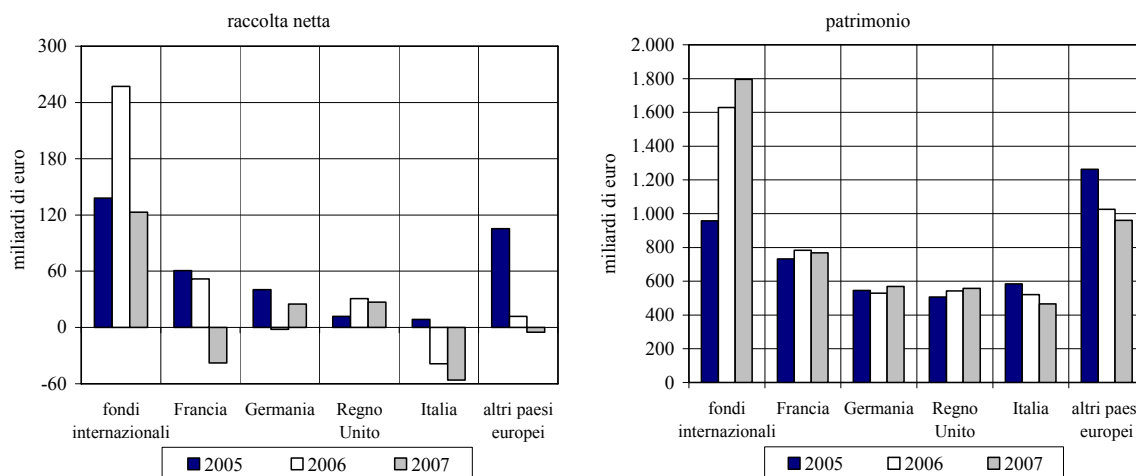
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. La quota investita in Oicr delle gestioni individuali è stata allocata alle altre attività finanziarie sulla base della composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano nell'anno di riferimento.

Nel panorama europeo l'Italia non è l'unico paese caratterizzato da un forte deflusso di risorse dai fondi comuni di investimento italiani. Nel 2007 la raccolta netta è stata largamente negativa anche in Francia (-38 miliardi di euro) e in Spagna (-14 miliardi di euro). Inoltre, la raccolta netta dei fondi domiciliati in Lussemburgo e Irlanda e venduti su base *cross-border* in più paesi europei si è ridotta di oltre il 50% (Fig. 65). Escludendo i fondi internazionali, il mercato italiano rimane comunque al quarto posto in Europa per patrimonio gestito (dopo Francia, Germania e Regno Unito).

Nel corso del 2007 è invece continuato a crescere il mercato italiano dei fondi immobiliari (Riquadro 1).

Fig. 65

Patrimonio e raccolta netta dei fondi comuni in Europa



Fonte: FERI FMI. I fondi sono classificati sulla base del paese dal quale derivano la quota preponderante del patrimonio; tale criterio di classificazione può essere diverso sia da quello del paese di domicilio del fondo, come accade per i fondi cosiddetti *roundtrip*, sia da quello del paese di residenza dell'intermediario promotore. I "fondi internazionali" sono quelli domiciliati in Irlanda e Lussemburgo per i quali non è possibile identificare un singolo paese che concorre per almeno l'80% al patrimonio complessivo (cosiddetti "puri *cross border*"). Gli "altri paesi europei" sono Svizzera, Spagna, Belgio, Svezia, Austria, Olanda, Danimarca, Finlandia, Norvegia, Portogallo e Grecia. Sono esclusi i fondi di fondi.

Riquadro 1

I fondi immobiliari

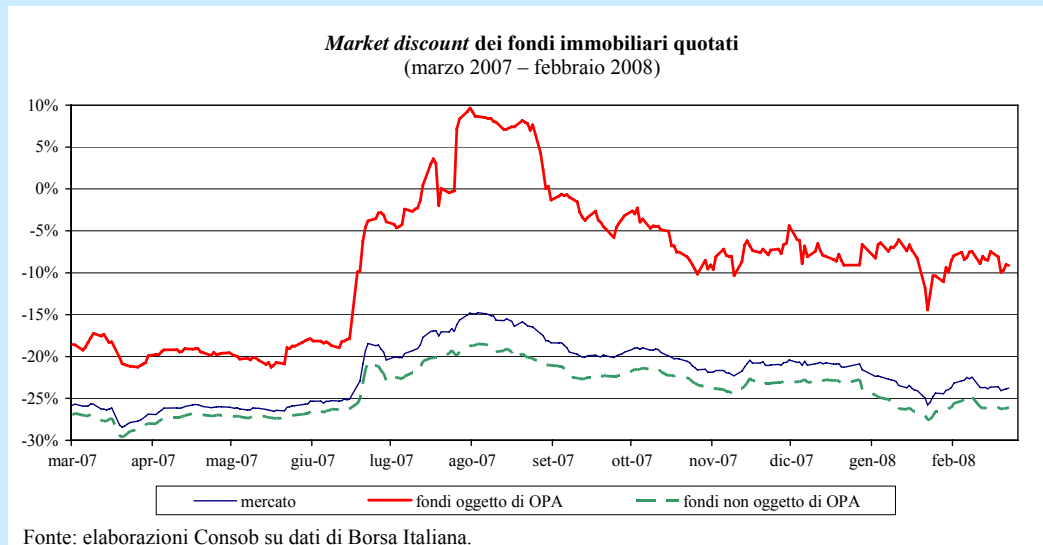
A fine 2007 erano presenti 22 fondi immobiliari, gestiti da 13 Sgr, negoziati su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana. I prezzi di borsa delle quote dei fondi nel periodo 2002 – 2007 evidenziano l'esistenza di un consistente sconto rispetto ai valori di patrimonio netto (c.d. *market discount*), pari in media a oltre il 20% e la presenza di ridotti volumi di negoziazione.

Nel corso del periodo maggio-settembre 2007, l'effetto *price discovery* delle prime offerte pubbliche di acquisto (OPA) che hanno riguardato fondi immobiliari ha comportato una temporanea riduzione del *market discount* sull'intero mercato dei fondi immobiliari italiani quotati.

Considerando l'insieme dei fondi immobiliari (quotati e non quotati), a partire dal 2005 si è registrato un aumento dei fondi riservati a investitori qualificati rispetto a quelli oggetto di offerta pubblica o quotati in mercati regolamentati.

Infatti, al 31 dicembre 2007 il numero di fondi immobiliari riservati risultava preponderante (126 pari al 73,7% del totale), rispetto al numero dei fondi offerti al pubblico (28 pari al 16,4% del totale). Risulta inoltre in crescita il numero dei fondi speculativi immobiliari (17 pari al 9,9% del totale). In termini di patrimonio netto i fondi riservati hanno un peso pari al 59% circa, i fondi offerti al pubblico un peso pari al 35% circa e i fondi speculativi un peso pari al 6% circa.

Il maggiore sviluppo dei fondi immobiliari riservati, imputabile alla dismissione di rilevanti patrimoni immobiliari da parte di gruppi industriali e famiglie, è da ricollegare agli incentivi fiscali offerti dalla normativa in materia e alla forte crescita del valore degli immobili.



Negli ultimi anni lo sviluppo del settore si è associato a una crescita del grado di leva finanziaria. La leva media del settore è passata, infatti, dal 14% nel 2003 a circa il 40% nel 2007.

Oltre la metà dei fondi immobiliari, con un patrimonio gestito al 31 dicembre 2007 pari a circa 12 miliardi di euro, dovrà completare le operazioni di liquidazione nel periodo 2011 – 2017.

**Struttura del mercato italiano dei fondi immobiliari chiusi<sup>1</sup>**  
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società di gestione	Numero fondi operativi	Patrimonio netto	Totale attivo	Composizione percentuale attività			
					immobili e diritti reali immobiliari	strumenti finanziari	valori mobiliari e liquidità	altre attività
2003	11	19	4.434	5.160	74,7	8,7	10,2	6,4
2004	16	32	8.101	12.326	86,1	6,1	3,6	4,2
2005	27	64	12.026	18.576	83,7	8,5	4,8	3,1
2006	34	118	16.291	26.924	82,0	6,8	6,1	5,1
2007	47	171	21.563	35.866	85,3	4,7	4,4	5,6

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Sul fronte dei costi, i dati relativi ai rendiconti dei fondi comuni aperti di diritto italiano indicano che le commissioni medie rispetto alla massa gestita, cresciute dall'1,44% del 2005 all'1,54% del 2006, nel 2007 si sono invece ridotte all'1,41% (Tav. 13). Tali variazioni sono dovute principalmente alla riduzione delle commissioni di gestione e di incentivo, diminuite in particolare sui fondi liquidità, sui flessibili e, in misura più contenuta, sugli azionari.

**Costi a carico dei fondi aperti di diritto italiano**  
(valori percentuali)

	Peso sulla massa gestita media <sup>1</sup>						Ripartizione percentuale <sup>2</sup>					
	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale
<b>2003</b>												
Liquidità	0,07	0,53	..	..	..	0,60	11,4	88,4	0,1	..	0,1	100,0
Azionari	0,13	1,87	0,04	0,26	0,03	2,32	5,5	80,7	1,7	11,0	1,1	100,0
Obbligazionari	0,08	0,82	..	0,02	..	0,93	9,1	88,1	0,2	2,3	0,3	100,0
Bilanciati	0,09	1,19	0,03	0,07	0,01	1,39	6,5	85,6	1,8	5,2	0,8	100,0
Flessibili	0,13	1,48	0,26	0,23	0,06	2,16	6,1	68,6	12,2	10,5	2,7	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,09</i>	<i>1,00</i>	<i>0,02</i>	<i>0,07</i>	<i>0,01</i>	<i>1,18</i>	<i>7,7</i>	<i>84,4</i>	<i>1,3</i>	<i>5,9</i>	<i>0,7</i>	<i>100,0</i>
<b>2004</b>												
Liquidità	0,07	0,55	..	..	..	0,62	11,9	88,0	..	..	0,1	100,0
Azionari	0,13	1,93	0,02	0,18	0,06	2,32	5,7	83,2	0,8	7,8	2,5	100,0
Obbligazionari	0,09	0,86	..	0,01	..	0,96	9,0	89,4	0,1	1,1	0,4	100,0
Bilanciati	0,10	1,20	0,02	0,04	0,05	1,40	6,9	85,5	1,3	3,1	3,2	100,0
Flessibili	0,12	1,42	0,15	0,19	0,03	1,92	6,5	74,1	7,8	9,8	1,8	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,10</i>	<i>1,06</i>	<i>0,01</i>	<i>0,05</i>	<i>0,02</i>	<i>1,23</i>	<i>7,7</i>	<i>85,8</i>	<i>0,9</i>	<i>4,2</i>	<i>1,5</i>	<i>100,0</i>
<b>2005</b>												
Liquidità	0,10	0,73	..	..	..	0,83	12,0	87,8	..	..	0,1	100,0
Azionari	0,14	2,01	0,04	0,33	0,05	2,57	5,3	78,2	1,7	13,0	1,9	100,0
Obbligazionari	0,09	0,99	..	0,02	..	1,10	8,6	89,5	0,1	1,5	0,3	100,0
Bilanciati	0,11	1,51	0,03	0,06	0,02	1,72	6,3	87,5	1,7	3,3	1,2	100,0
Flessibili	0,10	1,35	0,18	0,14	0,01	1,79	5,8	75,4	10,3	7,9	0,6	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,11</i>	<i>1,21</i>	<i>0,02</i>	<i>0,09</i>	<i>0,01</i>	<i>1,44</i>	<i>7,3</i>	<i>84,2</i>	<i>1,5</i>	<i>6,0</i>	<i>1,0</i>	<i>100,0</i>
<b>2006</b>												
Liquidità	0,10	0,67	..	..	..	0,77	12,5	87,3	..	..	0,2	100,0
Azionari	0,13	1,98	..	0,28	0,24	2,63	5,1	75,3	..	10,5	9,1	100,0
Obbligazionari	0,10	1,01	..	0,02	0,01	1,14	8,5	88,5	..	1,8	1,2	100,0
Bilanciati	0,10	1,51	..	0,05	0,05	1,71	6,1	88,3	..	2,8	2,8	100,0
Flessibili	0,09	1,32	..	0,26	0,08	1,74	4,9	76,0	..	14,7	4,3	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,10</i>	<i>1,26</i>	<i>..</i>	<i>0,10</i>	<i>0,07</i>	<i>1,54</i>	<i>6,9</i>	<i>82,1</i>	<i>..</i>	<i>6,4</i>	<i>4,6</i>	<i>100,0</i>
<b>2007</b>												
Liquidità	0,08	0,52	..	--	..	0,60	12,9	86,9	..	--	0,2	100,0
Azionari	0,12	1,95	..	0,09	0,18	2,34	5,1	83,4	..	3,9	7,5	100,0
Obbligazionari	0,09	0,98	..	..	0,01	1,08	8,2	90,3	..	0,3	1,2	100,0
Bilanciati	0,11	1,56	..	..	0,06	1,72	6,2	90,2	..	0,1	3,4	100,0
Flessibili	0,08	1,21	..	0,04	0,05	1,39	6,0	87,3	0,1	3,1	3,6	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,10</i>	<i>1,23</i>	<i>..</i>	<i>0,03</i>	<i>0,06</i>	<i>1,41</i>	<i>6,7</i>	<i>87,2</i>	<i>..</i>	<i>2,0</i>	<i>4,1</i>	<i>100,0</i>

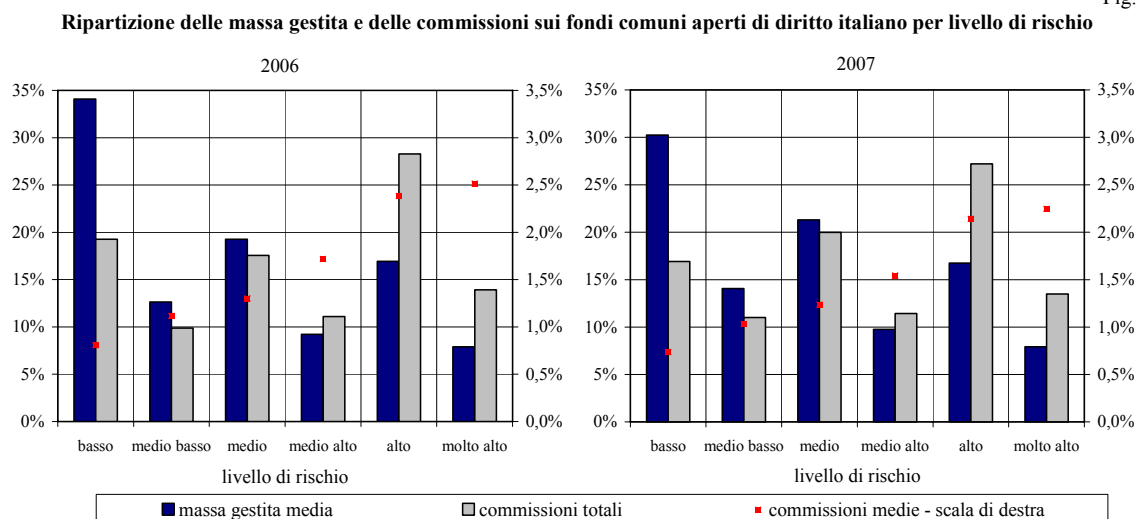
Fonte: elaborazioni Consob su dati di rendiconto. <sup>1</sup> La massa gestita è calcolata come media dei dati di fine mese. <sup>2</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.



Le commissioni attive totali sui fondi aperti di diritto italiano nel 2006 sono state generate per circa il 42% dai fondi che riportano nel prospetto informativo un livello di rischio "alto" o "molto alto", fondi ai quali è imputabile solo il 25% circa della massa gestita nell'anno. I fondi con livello di rischio "basso" o "medio basso" hanno assorbito, invece, il 47% circa della massa gestita media nell'anno e hanno generato il 29% circa delle commissioni totali (Fig. 66). Le commissioni medie sui prodotti con rischio "alto" e "molto alto" sono state pari al 2,5% circa della massa gestita, mentre per quelli con rischio "basso" le commissioni sono state pari in media all'1% circa della massa gestita.

Nel 2007 si è registrata una diminuzione delle commissioni medie su fondi a rischio "alto" e "molto alto"; le commissioni attive totali generate da tali fondi si sono ridotte a circa il 40% del totale, mentre l'incidenza della massa gestita imputabile a tali fondi è rimasta costante.

Fig. 66



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e archivio Consob sui prospetti informativi dei fondi comuni.

#### 4. Le famiglie

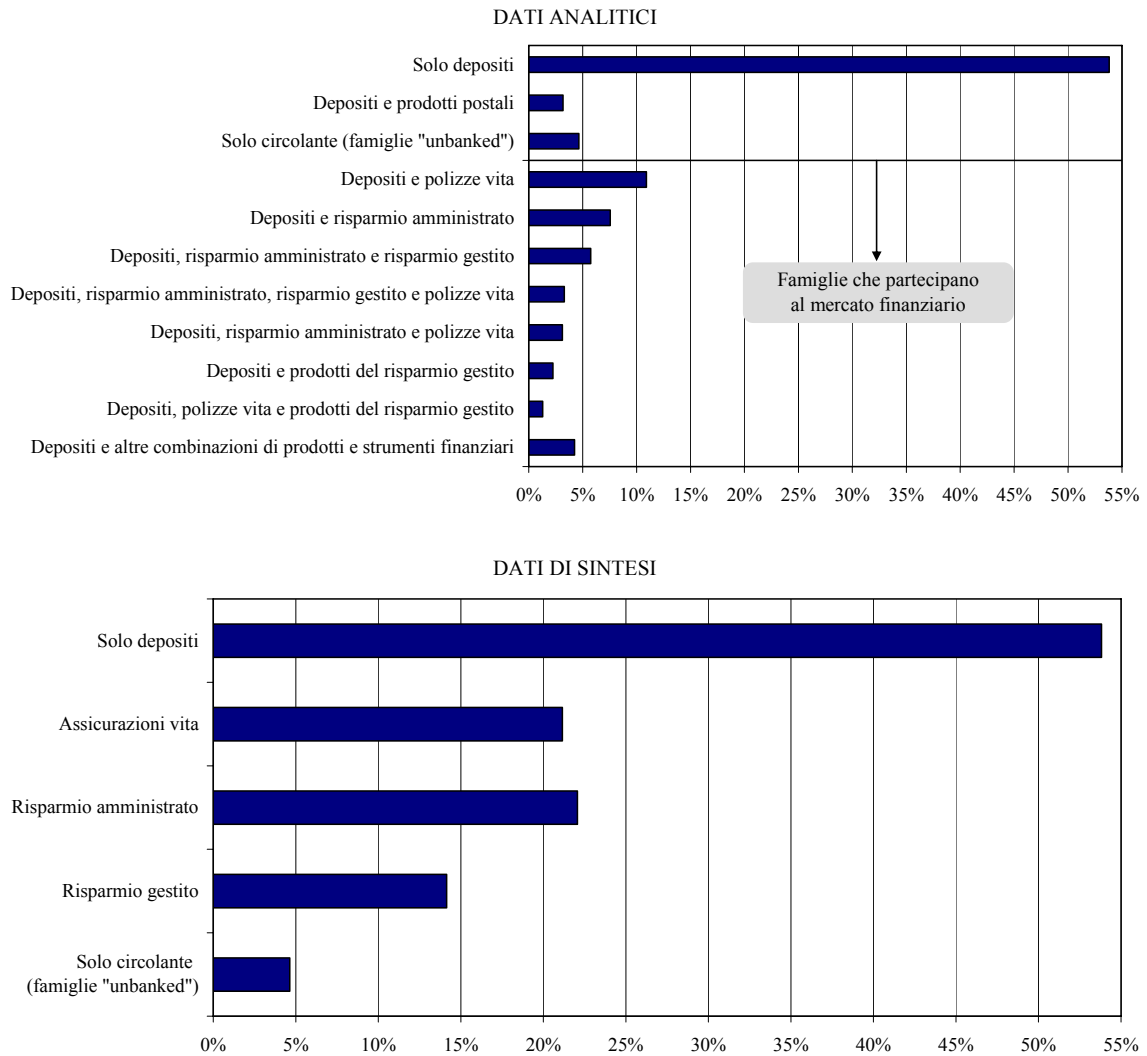
I dati derivanti da indagini campionarie mostrano una forte polarizzazione nelle scelte di investimento da parte delle famiglie italiane: da un lato vi sono famiglie molto conservatrici e avverse al rischio, che investono i propri risparmi esclusivamente in depositi, pronti contro termine o prodotti postali (si può stimare che tali famiglie rappresentino oltre il 60% della popolazione); dall'altro, invece, vi sono famiglie che posseggono almeno uno strumento o prodotto finanziario e che dunque ricercano una composizione più equilibrata del proprio portafoglio di attività finanziarie sotto il profilo del *trade off* rischio rendimento.

In particolare, i dati relativi a dicembre 2007 mostrano che circa il 54% delle famiglie ha attività finanziarie rappresentate esclusivamente da depositi bancari e/o postali, a cui si aggiunge un altro 3% circa di famiglie che oltre ai depositi possiede solo prodotti postali (buoni fruttiferi e altri prodotti postali) (Fig. 67); inoltre, circa il 5% delle famiglie

italiane non ha nessun tipo di rapporto con intermediari finanziari e quindi non detiene né depositi né prodotti o strumenti finanziari (cosiddette famiglie *unbanked*). Quindi, il 62% circa delle famiglie non ha nessuna “esposizione” al mercato finanziario, nel senso che non detiene alcuno strumento o prodotto finanziario.

Fig. 67

**Tipologie di attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane**  
(percentuale di famiglie che detiene l'attività o le combinazioni di attività finanziarie indicate a dicembre 2007)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market 2008. Confronta Note metodologiche. I “depositi” includono i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute estere e i pronti contro termine; la voce “polizze vita” identifica le polizze *index* e *unit linked*, le polizze a capitalizzazione, le polizze multiramo e i piani pensionistici integrativi e i fondi pensione; la voce “risparmio amministrato” identifica il possesso diretto di azioni, *covered warrant*, *futures*, opzioni, obbligazioni e titoli di Stato; la voce “risparmio gestito” identifica fondi comuni e Sicav italiani ed esteri, programmi ad accumulo (PAC), gestioni patrimoniali mobiliari (GPM), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità; la voce “prodotti postali” identifica i buoni postali fruttiferi e altri prodotti postali diversi dal conto corrente o libretto postale.

Le statistiche sul restante 38% di famiglie che invece “partecipano” al mercato finanziario – nel senso che detengono almeno uno strumento o un prodotto finanziario, inclusi i prodotti assicurativi del ramo vita – mostrano scelte di *asset allocation* abbastanza

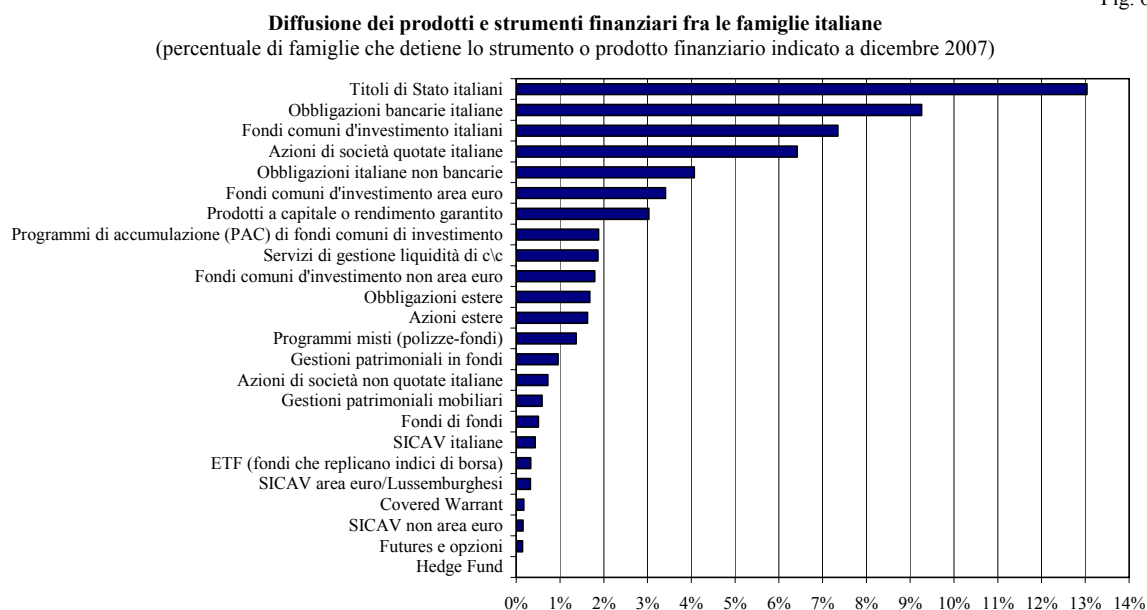
variegate in termini di macro-categorie di prodotti finanziari. Quella più frequente è data dalla combinazione di depositi e assicurazioni vita o fondi pensione (scelta da circa l'11% delle famiglie), seguita dalla combinazione fra depositi e risparmio amministrato, cioè investimento diretto in azioni, obbligazioni o titoli di Stato (scelta da circa l'8% delle famiglie).

Più rare sono invece altre combinazioni di macro-attività finanziarie; ad esempio, solo il 6% circa delle famiglie detiene (oltre ai depositi) risparmio amministrato e prodotti del risparmio gestito; solo il 3% circa delle famiglie ha un portafoglio di attività finanziarie composto da depositi, risparmio amministrato, prodotti del risparmio gestito e prodotti assicurativi.

In sintesi, mentre come già detto circa il 55% delle famiglie italiane detiene esclusivamente depositi, circa 21 famiglie su 100 detengono almeno un'assicurazione vita o un fondo pensione, circa 22 famiglie su 100 detengono almeno uno strumento finanziario (azioni, obbligazioni o titoli di Stato) e circa 14 famiglie su 100 possiedono almeno un prodotto del risparmio gestito.

Concentrando l'attenzione sugli strumenti e i prodotti finanziari in senso stretto (cioè escludendo i fondi pensione e le assicurazioni vita, oltre che i depositi), i titoli di Stato sono l'*asset class* più diffusa fra le famiglie italiane: circa 13 famiglie su 100 possiedono titoli di Stato (Fig. 68); le obbligazioni bancarie sono invece il secondo strumento più diffuso (posseduto da circa 9 famiglie su 100), seguite dai fondi comuni di diritto italiano (posseduti da circa 7 famiglie su 100); circa 6 famiglie su 100 possiedono direttamente azioni quotate italiane e 4 famiglie su 100 possiedono obbligazioni non bancarie.

Fig. 68



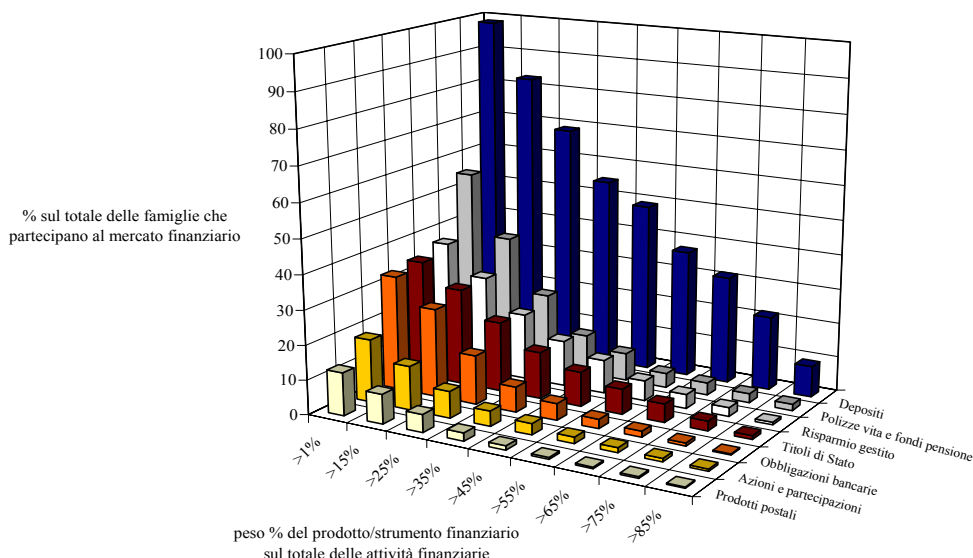
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market 2008. Confronta Note metodologiche.

In sintesi, per oltre la metà delle famiglie italiane i depositi rappresentano l'unica attività finanziaria posseduta e che quindi assorbe il 100% del portafoglio, a cui si aggiunge un altro 5% di famiglie che non ha alcun rapporto con il sistema bancario e finanziario.

Sono meno del 40%, invece, le famiglie che detengono prodotti o strumenti finanziari e che quindi tendono a ricercare forme di composizione di portafoglio più equilibrate, che pur vedendo in una posizione prevalente i depositi combinano diverse forme di investimento del risparmio. Infatti, per queste famiglie il peso dei depositi sul portafoglio complessivo di attività finanziarie rimane rilevante ma solo per meno della metà dei casi supera il 45% (Fig. 69).

**Peso dei depositi e delle varie tipologie di prodotti e strumenti finanziari sul totale delle attività finanziarie delle famiglie che partecipano al mercato finanziario (dati a dicembre 2007)**

Fig. 69



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market 2008. Confronta Note metodologiche. I “depositi” includono i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute estere e i pronti contro termine; la voce “polizze vita” identifica le polizze *index* e *unit linked*, le polizze a capitalizzazione, le polizze multiramo e i piani pensionistici integrativi; la voce “risparmio amministrato” identifica il possesso diretto di azioni, *covered warrant*, *futures*, opzioni, obbligazioni e titoli di Stato; la voce “risparmio gestito” identifica fondi comuni e SICAV italiani ed esteri, programmi ad accumulo (PAC), gestioni patrimoniali mobiliari (GPM) e in fondi (GPF), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità; la voce “prodotti postali” identifica i buoni postali fruttiferi e altri prodotti postali diversi dal conto corrente o libretto postale.

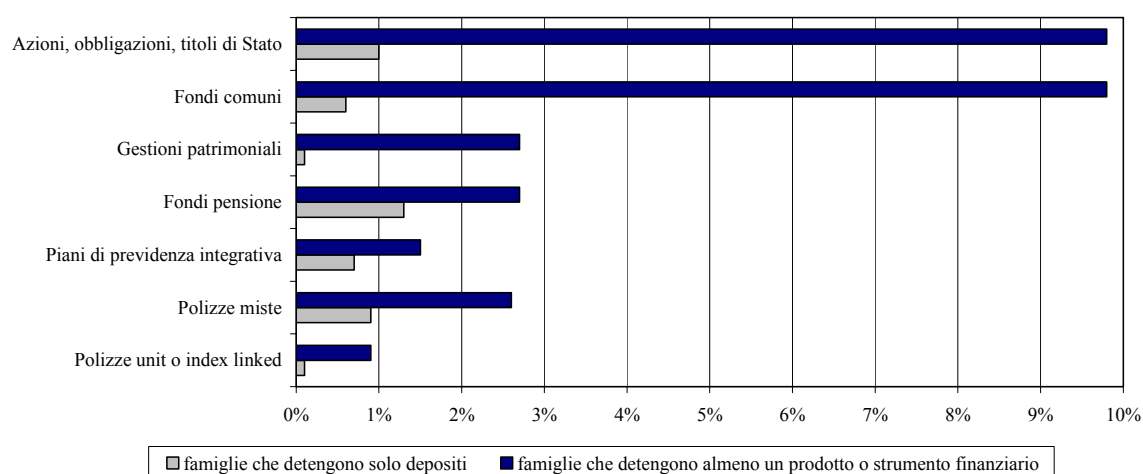
I prodotti assicurativi rappresentano la forma di investimento del risparmio più diffusa sia in termini di numero di soggetti coinvolti che di peso sul portafoglio complessivo; oltre il 20% delle famiglie che partecipa al mercato finanziario investe più del 25% del portafoglio in prodotti assicurativi e circa l'8% investe più di del 45% del portafoglio in prodotti assicurativi. Al secondo posto, sebbene quasi sullo stesso piano dei prodotti assicurativi, si collocano i titoli di Stato e i prodotti del risparmio gestito: circa il 20% delle famiglie che partecipano al mercato finanziario investe più del 25% del portafoglio in titoli di Stato e in prodotti del risparmio gestito. Al terzo posto si collocano

le obbligazioni bancarie: le famiglie che investono più del 25% del portafoglio in obbligazioni bancarie sono circa il 14% e quelle che investono più del 45% sono meno del 5%. Seguono le azioni e le partecipazioni, mentre in ultima posizione si collocano i prodotti postali.

Le famiglie che a fine 2007 possedevano solo depositi sono state oggetto di una pressione commerciale da parte degli intermediari assai meno intensa rispetto a quelle che alla stessa data possedevano strumenti o prodotti finanziari. Nel primo caso, circa 5 famiglie su 100 ricordano di avere avuto una proposta di prodotti di investimento, contro quasi 20 famiglie su 100 nel secondo caso. Alle famiglie che detenevano strumenti o prodotti finanziari gli intermediari hanno consigliato più frequentemente singoli titoli e fondi comuni di investimento (Fig. 70); alle famiglie che detenevano solo depositi gli intermediari hanno proposto raramente titoli o fondi comuni (circa una famiglia su 100), così come altre tipologie di prodotti di investimento (polizze, fondi pensione e gestioni patrimoniali).

Fig. 70

**Prodotti e strumenti finanziari proposti alle famiglie dagli intermediari**  
(percentuale di famiglie a cui è stato proposto il prodotto o strumento finanziario indicato nel periodo dicembre 2006-dicembre 2007)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market 2008. Confronta Note metodologiche.

Per le famiglie che possiedono prodotti o strumenti finanziari le figure che più frequentemente fungono da referente per i servizi di consulenza sono funzionari specificatamente dedicati all'interno della banca (28% circa delle famiglie), i direttori di filiale (24% circa delle famiglie), addetti allo sportello (17% circa delle famiglie) e i promotori finanziari (circa 17% delle famiglie) (Fig. 71). Circa il 12% delle famiglie dichiara invece di non avvalersi di alcun soggetto collegato a intermediari finanziari per consigli in merito alla gestione dei risparmi.

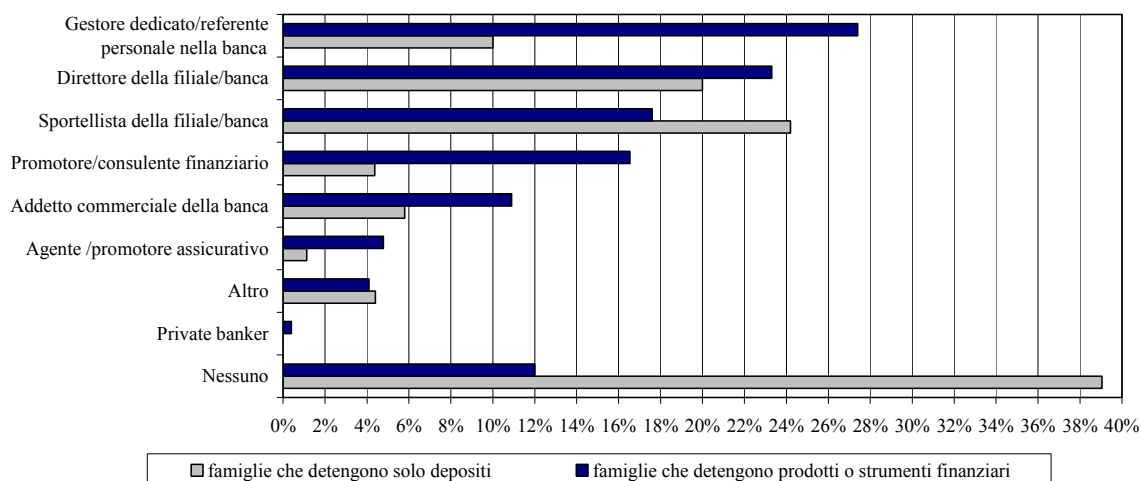
Per le famiglie che detengono solo depositi si rileva invece che nel 40% circa dei casi non vi è alcuna figura che funge da referente per i servizi di consulenza in materia di gestione del risparmio all'interno delle strutture degli intermediari. Questo dato può essere

letto sia nel senso che le famiglie più avverse al rischio e conservative nelle scelte di portafoglio non sentono la necessità di avere servizi di consulenza, sia nel senso che sono gli intermediari stessi a non offrire tali servizi sapendo che difficilmente dal servizio di consulenza potranno scaturire altri servizi di investimento che generano commissioni attive. Si tratta di un'evidenza in linea con quella relativa al fatto che tali famiglie sono oggetto di una pressione commerciale assai meno intensa rispetto a quelle che partecipano al mercato finanziario.

Per le famiglie che investono solo in depositi la figura che più di frequente funge da riferimento per i servizi di consulenza è lo sportellista bancario (quasi un quarto delle famiglie), seguito dal direttore di filiale (circa 20% dei casi).

Fig. 71

**Referenti per i servizi di consulenza e gestione del risparmio all'interno delle strutture degli intermediari**  
(percentuale di famiglie che ha come referente la figura indicata a dicembre 2007)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market 2008. Confronta Note metodologiche.

C

*L'ATTIVITÀ  
DELLA CONSOB*





## I – LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

## 1. L'informativa societaria

Nel corso del 2007 l'attività di vigilanza sul rispetto degli obblighi informativi degli emittenti ha comportato la formulazione di 302 richieste di informazioni a società quotate italiane, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, e 159 richieste di pubblicazione di dati e notizie, ai sensi dell'art. 114 del Tuf (Tav. 14).

Tav. 14

## Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

Tipologia di interventi	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Richieste di informazioni ex art. 115, commi 1 e 2, del Tuf						
<i>Assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate</i>	36	82	51	90	36	59
<i>Richieste di dati e informazioni</i>	100	317	43	213	201	151
<i>Richieste di conferma di partecipazioni rilevanti</i>	23	49	21	77	30	44
<i>Richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione</i>	52	31	12	47	28	48
Totale	211	489	127	427	295	302
Richieste di informazioni a società sul proprio azionariato ex art. 115 del Tuf						
	31	33	39	13	12	14
Richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf						
<i>Integrazioni di notizie da fornire in assemblea</i>	69	18	15	6	11	5
<i>Integrazioni a documenti contabili periodici</i>	1	--	14	--	6	1
<i>Informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)</i>	25	46	82	69	129	100
<i>Informazioni periodiche mensili</i>	9	6	8	2	2	1
<i>Integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie</i>	2	1	1	--	4	3
<i>Integrazioni di documenti Opa</i>	3	4	4	17	6	49
Totale	109	75	124	94	158	159
Esoneri dalla pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf						
	5	10	11	2	25	3
Ritardi nella comunicazione ex art. 114 del Tuf						
	—	—	—	—	12	20
Richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di rumors						
	3	10	3	8	18	14
Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria						
	1	--	--	--	4	--
Accertamenti ispettivi nei confronti di società quotate						
<i>iniziati</i>	2 <sup>1</sup>	4	2	2	2	4
<i>conclusi</i>	--	4	2	2	2	1
Accertamenti ispettivi nei confronti di società di revisione						
<i>iniziati</i>	5	7	5	4	3	5
<i>conclusi</i>	...	4	8	3	4	2
Lettere di richiamo						
	3	3	--	--	1	1
Impugnative di bilancio						
	--	4	4	4	4	3

<sup>1</sup> Di cui uno relativo a società che ha promosso un'offerta di pubblico acquisto nei confronti di una società quotata.

Circa 40 richieste sono scaturite dagli accertamenti condotti dalla Commissione al fine di verificare l'esposizione dei maggiori emittenti italiani quotati, appartenenti al settore assicurativo e creditizio, ai rischi derivanti dalla crisi dei mutui *subprime*.

*Nel mese di agosto, l'Istituto ha richiesto e acquisito notizie dalle società di assicurazioni quotate circa l'attività di investimento a rischio proprio e di gestione di prodotti finanziari aventi come sottostante i mutui in questione.*

*Nello stesso periodo, la Consob ha raccolto presso i 10 principali intermediari italiani informazioni relative alla presenza di strumenti finanziari collegati a mutui subprime americani nei portafogli amministrati, alle date del 30 giugno e del 20 agosto 2007, e al controvalore di ciascuno strumento finanziario.*

*Dalle informazioni acquisite è emerso che le maggiori banche e compagnie assicurative italiane non hanno un'esposizione rilevante al rischio subprime.*

*Approfondimenti si sono resi necessari solo per una società appartenente al gruppo Unicredit che aveva partecipato all'emissione di prodotti collateralized debt obligation (Cdo), garantiti per circa la metà del loro importo da asset backed securities (Abs) con rischio subprime/Alt-A (cioè la categoria di rischio immediatamente superiore ai subprime). Il valore complessivo dei titoli strutturati risultava molto rilevante (14,7 miliardi di euro, di cui 7,4 miliardi con garanzie aventi ad oggetto strumenti finanziari con rischio subprime) ma, stando a quanto comunicato dallo stesso gruppo Unicredit, le tranche equity dei collateralized debt obligation (Cdo) con sottostante rischio subprime sarebbero state sottoscritte da investitori istituzionali.*

*Gli esponenti aziendali del gruppo Unicredit, convocati dalla Commissione a fine agosto, hanno dichiarato inoltre di escludere rischi di rilievo per la società controllata. Sono anche stati chiesti chiarimenti sull'esposizione verso la banca tedesca Ikb (tra le prime a essere coinvolte nella crisi subprime), che è risultata di importo non critico in relazione alla dimensione del gruppo Unicredit.*

*Al termine dell'indagine, la Commissione ha formulato alle banche e alle imprese di assicurazioni quotate la richiesta, ai sensi dell'art. 114 del Tuf, di fornire un'adeguata informativa circa i prevedibili impatti dell'esposizione verso strumenti finanziari riconducibili ai mutui subprime in occasione della prima pubblicazione dei risultati contabili di periodo e, ove di importo significativo rispetto alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria, di procedere senza indugio alla loro diffusione tramite un comunicato stampa.*

*Le informazioni pubblicate hanno confermato che l'esposizione, sia per quanto concerne il portafoglio di proprietà sia per quello di terzi, era all'epoca generalmente limitata e, in taluni casi, inesistente.*

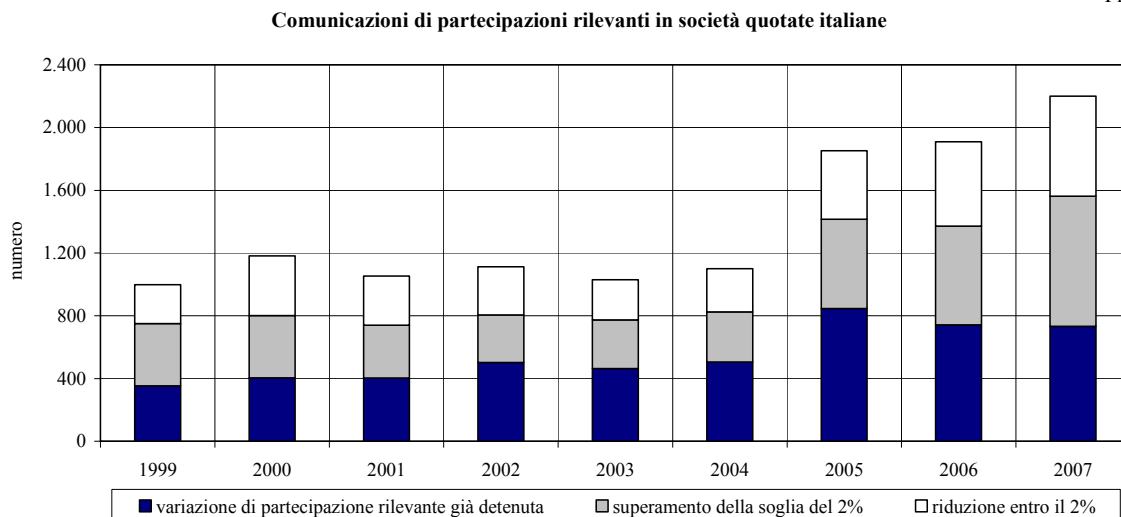
Nel corso del 2007 la Commissione ha esaminato 3 reclami motivati per l'esonero dalla pubblicazione di informazioni privilegiate e 20 segnalazioni di ritardo nella diffusione di informazioni privilegiate.

Con riguardo alla pubblicazione di raccomandazioni, l'attività di vigilanza dell'Istituto ha, come di consueto, verificato il rispetto delle disposizioni contenute nel Regolamento Emittenti, in materia di correttezza delle informazioni contenute nelle raccomandazioni e modalità di diffusione di quest'ultime.

*Sulla base dell'esame delle notizie diffuse dagli organi di stampa e dell'andamento degli scambi, la Commissione è intervenuta in 14 casi chiedendo a intermediari autorizzati, ai sensi dell'art. 69-novies del Regolamento Emittenti, la pubblicazione di studi contenenti raccomandazioni relative a emittenti quotati. Tali interventi si sono resi necessari al fine di ripristinare sul mercato condizioni di parità informativa in presenza di indiscrezioni sul contenuto degli studi stessi e di sensibile variazione delle quotazioni di mercato degli strumenti finanziari oggetto della raccomandazione.*

L'Istituto ha svolto anche nel corso del 2007 un'intensa attività di controllo sul flusso di comunicazioni relative a partecipazioni rilevanti in società quotate (circa 2.200; Fig. 72).

Fig. 72



*Delle suddette comunicazioni, il 33% ha riguardato la variazione di partecipazione rilevante già detenuta, il 38% il superamento della soglia del 2%, il restante 29% la riduzione della partecipazione entro la medesima soglia.*

*Nello svolgimento dell'attività di vigilanza sulla trasparenza degli assetti proprietari, la Consob ha concluso gli accertamenti istruttori relativi alla sussistenza di un obbligo di comunicazione al mercato di una operazione di equity swap avente quale sottostante un rilevante quantitativo di azioni Fiat Spa. La suddetta operazione, posta in essere tra Exor Group, società controllata dalla Giovanni Agnelli & C. Sapa, e Merrill Lynch International, ai sensi dell'art. 120 Tuf e delle disposizioni del Regolamento Emittenti, implicava, infatti, un obbligo di comunicazione di partecipazioni potenziali. Nel corso della complessa istruttoria la Commissione si è avvalsa della collaborazione della Financial Services Authority, presso la sede della quale sono state effettuate alcune audizioni volte a ricostruire il contenuto della citata operazione di equity swap.*

*Con riferimento a un altro emittente quotato, sono stati condotti a termine, anche a seguito di verifiche ispettive presso i soggetti interessati, gli accertamenti relativi alla sussistenza di un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122, comma 5, lett. c) del Tuf (patto avente a oggetto l'acquisto di azioni di una società quotata) e non comunicato al mercato nelle forme previste dalla citata disposizione.*

Significativa è risultata anche l'attività di vigilanza sull'informazione societaria inerente le operazioni con parti correlate. Nel 2007 la Commissione ha esaminato 13 documenti informativi (Tav. 15) e 23 comunicati stampa elaborati in occasione del compimento di operazioni di tale natura (Tav. 16).

*I documenti informativi relativi a operazioni con parti correlate hanno riguardato prevalentemente conferimenti di rami d'azienda e di partecipazioni azionarie e contratti di finanziamento.*

Tav. 15

**Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2007 da società quotate - documenti informativi**

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
ASM	Fusione per incorporazione	Fra società quotata e società interamente controllata
AS Roma	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società quotata e società nella quale l'accollandataria incaricata della gestione è una società il cui capitale sociale è detenuto per il 50% da persona fisica legata da rapporti di parentela con alcuni componenti del consiglio di amministrazione della società quotata
Bastogi	Cessione quote di società	Fra società quotata e società di cui un consigliere di amministrazione della società quotata è, rispettivamente, socio unico e titolare di una partecipazione nel capitale sociale
Bastogi	Acquisto immobile	Fra società quotata e società interamente partecipata da società di cui un consigliere di amministrazione della società quotata è, rispettivamente, socio unico e titolare di una partecipazione nel capitale sociale
Gemina	Contratto di finanziamento ponte, contratto di finanziamento infragruppo	Fra società quotata e società che aderiscono al patto parasociale che regola la <i>governance</i> della società quotata
De Longhi	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società quotata e società interamente controllata
Lavorwash	Contratto d'affitto d'azienda	Fra società quotata e società controllata dal soggetto controllante la società quotata
Ferrovie Nord Milano	Cessione dell'intera partecipazione detenuta in una società	Fra società quotata e società controllata da soggetto controllante le società che detengono partecipazioni nel capitale sociale della società quotata
Maffei	Cessione di ramo aziendale	Fra società controllante la società quotata e società interamente controllata dalla società quotata
Tas	Acquisizione della partecipazione in una società e di un ramo d'azienda	Fra società quotata e società controllante
Poligrafici Editoriale	Conferimento di società interamente possedute a favore di altra società interamente controllata	Fra società quotata e società controllata
Società Cattolica di Assicurazione	Sottoscrizione di prestito obbligazionario	Fra società quotata e società che detiene una partecipazione significativa nella società quotata
Maffei	Contratto di finanziamento oneroso	Fra società quotata e società controllante

## Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2007 da società quotate - comunicati stampa

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Nova Re	cessione di attività e partecipazioni	società controllata dalla quotata e società con cui la quotata detiene rapporti commerciali e di fornitura
Asm	cessione di ramo d'azienda	società quotata e società controllata
Asm	fusione per incorporazione	società quotata e società controllata
Roma a.s.	trasferimento della titolarità di un marchio a società neocostituita	società quotata e società amministrata da familiare del soggetto controllante la quotata
Bastogi	cessione di partecipazione di controllo in società controllata a società possedute da un amministratore della quotata	società quotata e società possedute da amministratore della quotata
Bastogi	acquisto di immobili da parte di una controllata della quotata	società interamente controllata dalla quotata e società indirettamente controllata da un amministratore della quotata
Gemina	operazioni di finanziamento	società quotata e società aderenti al patto di sindacato che controlla la quotata
De Longhi	conferimento di ramo d'azienda	società quotata e società interamente controllata
Lavorwash	affitto d'azienda di società controllata dallo stesso controllante della quotata	società quotata e società sorella
Ferrovie Nord Milano	cessione di partecipazione di controllo	società quotata e società indirettamente controllata da soggetto che detiene partecipazione rilevante nella quotata
Maffei	cessione di ramo d'azienda	società controllante la quotata e società controllata dalla quotata
Tas	acquisizione di partecipazione e ramo d'azienda di società del gruppo dalla controllante	società quotata e società controllante la stessa quotata
Poligrafici Editoriale	conferimento di società del gruppo a società neo-costituita	società quotata e società controllata
Maffei	concessione di finanziamento da parte della società quotata alla controllante	società quotata e società controllante la stessa quotata
Cattolica Assicurazioni	sottoscrizione di un prestito obbligazionario subordinato	società quotata e società che esercita influenza notevole sulla quotata
Datalogic	conferimento di rami d'azienda in società del gruppo neo costituite	società quotata e società controllate
Uniland	acquisto da parte di una controllata della quotata di attività cedute da società indirettamente controllata dal soggetto controllante la quotata	società controllata dalla quotata e società controllata indirettamente dall'azionista di riferimento della quotata
Mediaset	acquisizione di società da parte della società quotata dalla controllante	società quotata e società controllante la stessa quotata
Kaitech	cessione a (ex) azionisti rilevanti di partecipazioni in società controllata	società quotata e azionisti rilevanti della quotata
Juventus FC	cessione di ramo d'azienda da parte della società quotata a società controllata	società quotata e società controllata
Risanamento	conferimento di partecipazione in controllate estere a società controllata	società quotata e società controllata
Credito Bergamasco	acquisto da parte della società quotata dei portafogli titoli di investimento delle banche del gruppo a valori di mercato	società quotata e società controllate
Banco Popolare	conferimento di ramo d'azienda della società quotata a società controllata	società quotata e società controllata

Nel corso del 2007 in applicazione della disciplina sui piani di *stock option* introdotta dalla legge sul risparmio, gli emittenti hanno provveduto a diffondere informazioni sui piani di incentivazione esistenti al 31 agosto.

*I piani di incentivazione in essere riguardavano circa 100 emittenti, con un numero medio di strumenti finanziari assegnati, non ancora esercitati ovvero per i quali non era ancora scaduto il cosiddetto termine di vesting, pari a circa il 3% del capitale sociale dell'emittente in essere alla data della comunicazione; la durata media dei programmi si attestava attorno ai 5 anni, con un minimo di 1 mese e un massimo di 12 anni.*

Nel corso del 2007 la Commissione ha proceduto a effettuare due aggiornamenti dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante (al 1° gennaio e al 25 ottobre 2007). A fine ottobre, gli emittenti strumenti finanziari diffusi erano 89, in prevalenza banche popolari e casse di risparmio (Tav. 17).

Tav. 17

**Emittenti con strumenti finanziari diffusi**  
(situazione al 25.10.2007)

Tipologia di strumenti finanziari	Numero emittenti
Azioni ordinarie	72
Azioni ordinarie e obbligazioni convertibili	9
Azioni di partecipazione cooperativa	1
Azioni ordinarie e privilegiate	2
Azioni ordinarie e di risparmio	1
Azioni privilegiate	1
Obbligazioni convertibili	1
Obbligazioni non convertibili	2
<i>Totale</i>	89

## ***2. L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e di finanza straordinaria***

Nel corso del 2007 la Commissione ha rilasciato il provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione di 1.767 prospetti informativi, di cui oltre 420 relativi a OICR; ha, inoltre, esaminato quasi 200 relazioni illustrative relative a modifiche statutarie, acquisti o alienazioni di azioni proprie e aumenti di capitale relativi a emittenti quotati (Tav. 18).

*In particolare, nel corso del 2007 sono stati approvati 38 prospetti di ammissione a quotazione di strumenti azionari, di cui 34 relativi a società neo-quotate (nell'ambito dei quali è ricompreso anche il prospetto di quotazione del Banco Popolare soc. coop., società bancaria nata dalla fusione per unione del Banco Popolare di Verona e Novara scarl e della Banca Popolare Italiana).*

La Consob ha, inoltre, esaminato 16 prospetti per i quali l'istanza originaria dell'emittente è stata ritirata o è decaduta prima che fosse emesso il provvedimento di ammissione. In molte circostanze, e soprattutto negli ultimi mesi del 2007, l'accentuarsi della volatilità dei mercati finanziari ha determinato, infatti, il fallimento di alcune offerte e indotto talune società a sospendere temporaneamente il processo di quotazione.

Tav. 18

## Attività di vigilanza Consob in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria

Tipologia	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Numero di prospetti informativi relativi a:						
Ammissione a quotazione di titoli azionari <sup>1</sup>	14	14	8	19	36	38
di cui: tramite offerta	6	4	8	15	26	27
Prestiti obbligazionari	21 <sup>2</sup>	28	4	18	711	1.163
di cui: prospetti base	—	—	—	—	535	870
prospetti informativi	—	—	—	—	143	115
documenti di registrazione e supplementi	—	—	—	—	33	178
Emissione di covered warrants <sup>3</sup> e certificates	102	26	17	37	32	109
Ammissione a quotazione di warrants	6	8	--	10	1	3
Altre offerte relative a titoli quotati <sup>4</sup>	1	1	1	2	--	--
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani <sup>5</sup>	3	2	5	7	6	18
Offerte ai dipendenti <sup>6</sup>	39	35	28	26	--	--
Offerte in opzione ai soci <sup>7</sup>	23	10	2	5	23	14
Oicr e fondi pensione <sup>8</sup>	520	268	374	374	397	422
Totale	729	392	439	498	1.205	1.767
Numero di relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria:						
Fusioni	43	44	34	30	31	15
Scissioni	6	10	5	3	--	1
Aumenti di capitale sociale <sup>9</sup>	58	66	68	47	49	33
Acquisto/alienazione azioni proprie	78	93	90	91	44	41
Modifiche statutarie	81	85	302	79	63	101
Conversione azioni	1	3	4	4	1	2
Emissioni obbligazioni	5	9	7	6	2	2
Riduzione capitale sociale	8	13	14	8	4	3
Totale <sup>10</sup>	280	323	524	268	194	198

<sup>1</sup> I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla-osta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. <sup>2</sup> In un caso si è trattato di un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione.

<sup>3</sup> Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più "serie" di *covered warrants*. <sup>4</sup> Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione a quotazione. <sup>5</sup> Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. <sup>6</sup> Il dato include anche i piani di *stock options* riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. <sup>7</sup> Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrant* e obbligazioni convertibili). <sup>8</sup> Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero e le offerte di adesione a fondi pensione. Per il 2007, il dato non comprende le offerte di fondi pensione, in quanto le stesse non rientrano più negli ambiti di vigilanza della Consob. <sup>9</sup> Il dato si riferisce anche a operazioni di aumento di capitale deliberate ma non effettuate (o effettuate in un momento successivo). <sup>10</sup> Il numero complessivo di relazioni non corrisponde alla somma delle singole fattispecie in quanto alcune relazioni hanno più oggetti.

In alcune istruttorie la Consob ha richiesto l'integrazione del contenuto del prospetto con informazioni ritenute utili ai fini della valutazione dell'offerta.

*L'istruttoria relativa all'offerta finalizzata alla quotazione di azioni della Sat, società che gestisce l'aeroporto di Pisa, ha presentato criticità connesse soprattutto al carattere regolamentato dell'attività svolta dall'emittente e alle incertezze legate al mancato completamento dell'iter di approvazione del contratto di programma, ossia dell'accordo pluriennale per la determinazione dei livelli tariffari applicabili. Sat svolge la sua attività in un settore caratterizzato da un'ampia e complessa regolamentazione nazionale e comunitaria, peraltro in significativa evoluzione proprio nel momento in cui la società aveva avviato il processo di quotazione. L'istruttoria ha, altresì, richiesto una considerevole collaborazione con le Autorità di settore (in particolare Enac e Ministero dei trasporti), finalizzata a una migliore comprensione del quadro normativo di riferimento e alla evidenziazione nel prospetto dei fattori di rischio relativi all'incertezza sulla determinazione dei diritti aeroportuali.*

*Un'istruttoria di particolare rilievo ha riguardato anche l'offerta pubblica di vendita delle azioni Prysmian Spa, holding di un gruppo attivo nello sviluppo, progettazione, produzione e installazione di cavi nel settore dell'energia e delle telecomunicazioni. In questo caso il business oggetto di quotazione si era sviluppato precedentemente alla costituzione dell'emittente (avvenuta nel 2005), circostanza che ha richiesto l'inserimento nel prospetto di informazioni finanziarie aggregate che, unitamente a quelle storiche, dessero conto dell'andamento delle risultanze gestionali consolidate generate da differenti assetti proprietari del gruppo. La Consob ha in particolare richiesto che il prospetto informativo riflettesse elementi informativi di dettaglio in ordine all'indebitamento finanziario del gruppo, con particolare riguardo alle clausole dei contratti di finanziamento (covenants), al grado di utilizzo degli affidamenti, nonché alle modalità di rimborso di talune nuove linee di credito.*

*In due casi, le richieste di integrazioni dei prospetti si riferivano all'ammissione a quotazione di investment companies (Riquadro 2).*

*Le principali criticità emesse nel corso delle relative istruttorie sono riconducibili alla peculiarità dell'attività svolta dalle suddette società e alla complessità della struttura del capitale sociale.*

*Riquadro 2*

**La quotazione delle Investment Companies**

Nel corso del 2007 sono state ammesse alle negoziazioni su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana Spa due *Investment Companies*, ossia società il cui oggetto sociale esclusivo prevede l'investimento in partecipazioni di maggioranza o minoranza di società quotate e non quotate ovvero in strumenti finanziari.

La prima società dopo la quotazione ha iniziato a svolgere la sua attività assumendo partecipazioni soprattutto in società derivanti da *spin off* o cessioni di rami aziendali, ovvero società che necessitano di ristrutturazioni finanziarie o società *non performing* controllate da fondi di *private equity*. La seconda, invece, ha concentrato la



sua attività di investimento in fondi chiusi mobiliari e immobiliari e in società quotate o non quotate, italiane ed estere, selezionate dal *management* dell'emittente.

Entrambe le società si caratterizzano per attività a elevato rischio e cicli di ritorno degli investimenti su periodi di tempo medio-lunghi. La struttura proprietaria di queste società risulta, infine, particolarmente complessa sia per la molteplicità degli strumenti finanziari emessi che per l'esistenza di accordi, vincolati all'esito positivo della quotazione, determinanti ai fini della definizione degli assetti di controllo.

L'ammissione a quotazione di questa tipologia di società è oggetto di una disciplina specifica dettata dal regolamento di Borsa Italiana. In primo luogo è prevista la sussistenza di specifici requisiti prudenziali in capo all'emittente, che comportano l'indicazione nelle apposite disposizioni statutarie di: (i) limiti di investimento necessari a evitare la concentrazione dei rischi verso uno stesso soggetto; (ii) limiti all'acquisizione di quote di fondi speculativi; (iii) *quorum* assembleari deliberativi elevati (maggiori del 90% in tutte le convocazioni) per la modifica dell'oggetto sociale.

È richiesta, inoltre, la sussistenza di altri requisiti relativi all'attività, quali: (i) la presenza di consiglieri di amministrazione e dirigenti in possesso di esperienza qualificata nel settore della gestione strategica di investimenti; (ii) l'iscrizione dell'emittente a uno degli elenchi relativi ai soggetti operanti nel settore finanziario, di cui agli artt. 106, 107 e 113 del Tub.

*Sono stati, inoltre, approvati: (i) 14 offerte in opzioni ai soci; (ii) 3 prospetti di offerta di warrant e 2 di prestiti obbligazionari convertibili; (iii) 18 prospetti relativi a titoli di società non quotate fra cui vanno ricompresi 6 prospetti relativi a comitati promotori di costituende banche (Riquadro 3).*

*Riquadro 3*

### ***La costituzione di banche per pubblica sottoscrizione***

La Consob ha da tempo sancito l'applicabilità della normativa in materia di sollecitazione all'investimento alla costituzione di una società, con capitale rappresentato da azioni, per mezzo di pubblica sottoscrizione (Comunicazione n. DEM/1043874 del 1° giugno 2001).

L'art. 2331 del codice civile conferma questo orientamento, assoggettando pertanto l'offerta pubblica di sottoscrizione alle disposizioni, dettate dal Tuf e dalla normativa comunitaria (Direttiva 2003/71/CE e Regolamento di attuazione 809/2004/CE), in materia di offerta pubblica e di prospetto informativo.

La Commissione aveva definito i contenuti del prospetto informativo relativo alla costituzione per pubblica sottoscrizione di banche nel corso del 2006, avvalendosi del regime di adattamento degli schemi e moduli previsto dalle disposizioni comunitarie, al fine di individuare, per i prospetti relativi a tali tipologie di offerte, informazioni

equivalenti a quelle previste negli schemi di prospetto di cui al Regolamento 809/2004/CE.

Nel 2007, anche in considerazione del rilevante numero di istanze presentate, l'Istituto ha verificato la conformità del contenuto dei prospetti e le modalità di effettuazione delle offerte sia alla disciplina dell'offerta pubblica sia alle relative disposizioni del codice civile.

La maggior parte delle istanze pervenute presentava, infatti, talune difformità rispetto alla disciplina vigente. In particolare, il versamento a fondo perduto di contributi per il sostenimento delle spese di costituzione e, più in generale, dell'iniziativa proposta, nonché il versamento delle quote di capitale erano previsti, nella maggior parte dei casi, prima del raggiungimento del capitale minimo oggetto di offerta. La Commissione ha pertanto richiesto di: (i) modificare i prospetti in conformità con la norma del codice civile che prevede il divieto per i promotori di rivalersi per le spese di costituzione in caso di esito negativo dell'offerta o dell'iter costitutivo; (ii) precisare che, in caso di mancato perfezionamento dell'iter costitutivo, i promotori avrebbero provveduto al rimborso delle quote sottoscritte.

Considerata la particolarità della fattispecie, inoltre, il versamento delle quote di sottoscrizione potrà essere richiesto solo dopo che i promotori abbiano comunicato e accertato la positiva conclusione dell'offerta, con il raggiungimento almeno del relativo quantitativo minimo.

Ulteriori richieste di integrazione hanno riguardato le informazioni relative ai promotori e, in particolare, la sussistenza dei requisiti di onorabilità previsti dall'art. 25 del d.lgs. 385/1993 e i dati di cui all'Allegato I del Regolamento comunitario (incriminazioni ufficiali, reati di frode o bancarotta etc.). Ciò in considerazione della circostanza che l'investimento è relativo a una entità che deve ancora costituirsi e che, conseguentemente, i promotori assumono una particolare rilevanza essendo ideatori e redattori della proposta di investimento (di prassi nominati dall'assemblea dei sottoscrittori tra i componenti degli organi sociali della costituenda banca). Le informazioni relative ai promotori, pertanto, costituiscono, per i potenziali investitori, un riferimento utile a conseguire un fondato giudizio in merito all'investimento proposto.

Nel corso del 2007 la Commissione ha approvato 1.272 prospetti relativi a offerte pubbliche e/o ad ammissioni alla quotazione di prodotti finanziari diversi dalle azioni, di cui 1.163 relativi a prestiti obbligazionari e 109 a emissioni di *covered warrants* e *certificates*. I documenti approvati sono riconducibili a 261 enti creditizi (Tav. 18).

*Con riguardo alle approvazioni relative ai prestiti obbligazionari, 870 documenti sono rappresentati da prospetti di base, 115 da prospetti informativi e 178 da documenti di registrazione e supplementi.*

La maggior parte delle autorizzazioni rilasciate è relativa alla sola attività di sollecitazione, (circa il 93% del totale), mentre quelle concernenti la sola ammissione a quotazione e quelle relative all'attività di sollecitazione e ammissione a quotazione si sono attestate, rispettivamente, al 2% e al 5% del totale.

Sono stati, inoltre, depositati presso la Consob 1.988 prospetti semplificati, non soggetti a istruttoria preventiva in quanto relativi a collocamenti inferiori a 50 milioni di euro di obbligazioni cosiddette plain vanilla.

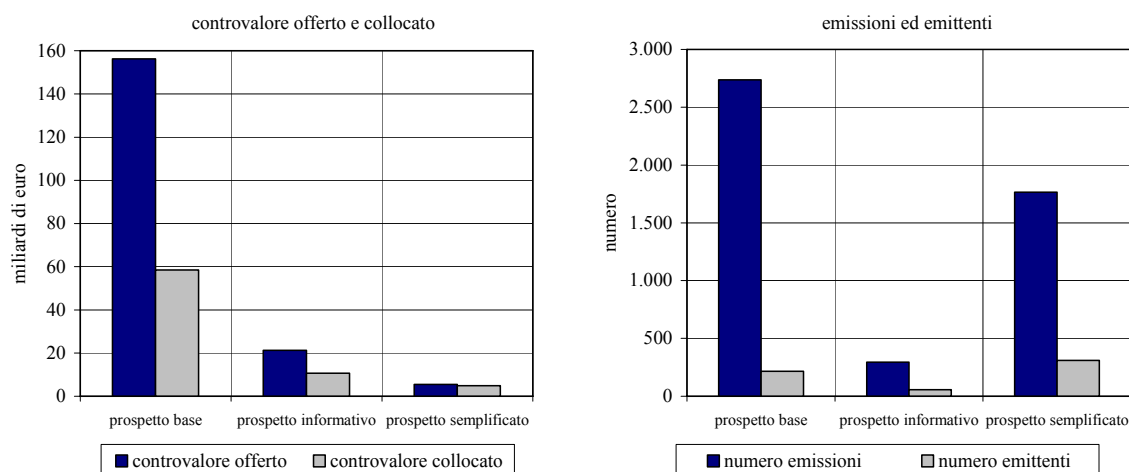
Sono pervenuti, inoltre, circa 600 documenti (prospetti e supplementi), muniti del cosiddetto passaporto europeo; rispetto all'anno precedente si registra una riduzione dell'utilizzo del passaporto europeo per i collocamenti in Italia.

Sulla base del complesso dei prospetti pervenuti all'Istituto, nel corso del 2007 gli istituti di credito hanno collocato prodotti per un controvalore complessivo pari a circa 75,6 miliardi di euro. Il comparto obbligazionario ha rappresentato il 98% (pari a 74 miliardi di euro) dei prodotti collocati; in particolare, i collocamenti di obbligazioni ordinarie si sono attestati a poco più di 55 miliardi.

In particolare, ammontano a 58,5 miliardi le emissioni di obbligazioni collocate utilizzando il prospetto base, a circa 10,6 miliardi quelle per le quali si è utilizzato il prospetto informativo, a 4,9 miliardi le obbligazioni collocate tramite prospetto semplificato. Il numero di emissioni complessive è stato pari a circa 4.800, di cui più della metà tramite prospetto di base e più di un terzo tramite prospetto semplificato (Fig. 73).

Fig. 73

**Emissioni di obbligazioni di banche italiane soggette alla disciplina della sollecitazione**  
(dati relativi al 2007)



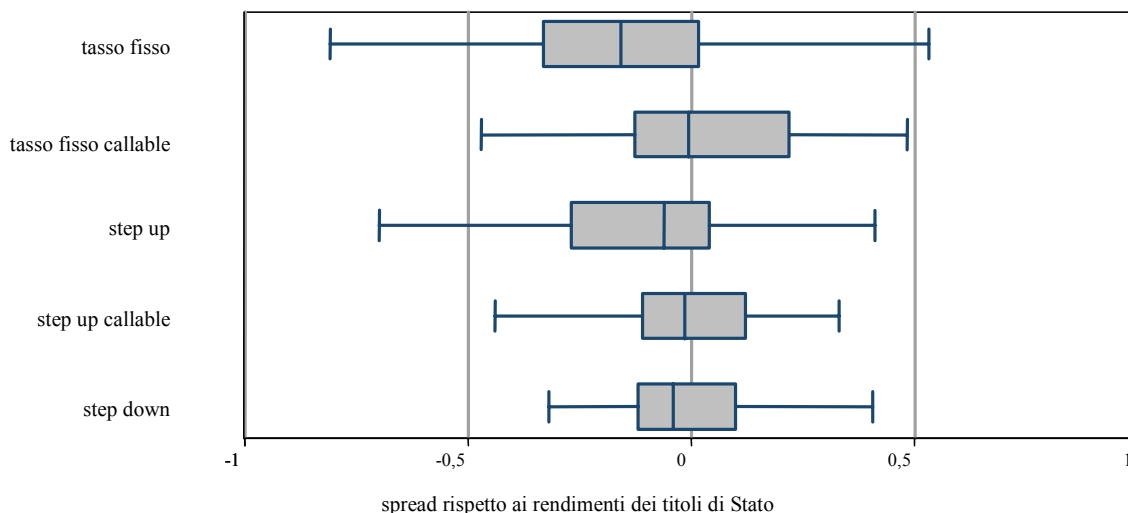
Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

I dati riportati nei prospetti e nelle condizioni definitive evidenziano che i rendimenti delle obbligazioni bancarie al momento dell'emissione sono mediamente inferiori a quelli dei titoli di Stato con analoga vita residua. Quasi il 75% delle obbligazioni ordinarie a tasso

fisso e delle obbligazioni con cedola crescente (cosiddette *step up*) emesse nel 2007 avevano rendimenti a scadenza inferiori a quelli dei Btp con analoga vita residua (Fig. 74); i rendimenti risultano in media allineati a quelli dei Btp per le obbligazioni che prevedono la facoltà di rimborso anticipato per la banca emittente (obbligazioni cosiddette *callable*) ma solo assumendo che la banca non eserciti tale facoltà nel corso della vita del prestito.

Fig. 74

**Distribuzione di frequenza dello *spread* fra il rendimento a scadenza di obbligazioni bancarie con cedole predeterminate e il rendimento a scadenza di Btp con vita residua simile**  
(valori percentuali su base annua)



Fonte: elaborazione su dati riportati nelle condizioni definitive. Il segmento all'interno di ogni *box* individua la mediana dello *spread*, mentre gli estremi del *box* individuano il I° e il III° quartile della distribuzione dello *spread*; i segmenti più estremi individuano i valori di minimo e massimo dello *spread*. I dati si riferiscono a un campione di obbligazioni bancarie emesse nel 2007 presso investitori non professionali composto da 652 obbligazioni ordinarie a tasso fisso, 26 obbligazioni a tasso fisso con opzione di rimborso anticipato (tasso fisso *callable*), 174 obbligazioni con cedola crescente (*step up*), 28 obbligazioni con cedola crescente e opzione di rimborso anticipato (*step up callable*) e 39 obbligazioni con cedola decrescente (*step down*). Per le obbligazioni con opzione di rimborso anticipato il rendimento a scadenza è calcolato nell'ipotesi in cui l'opzione non venga esercitata da parte della banca emittente.

Nel corso del 2007 si sono verificate alcune importanti operazioni di finanza straordinaria e di riassetto societario che hanno coinvolto società quotate.

*Un'istruttoria di particolare complessità, finalizzata al rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo relativo all'offerta in opzione agli azionisti di azioni ordinarie, ha riguardato la Data Service Spa. Il Gruppo Data Service, attivo nell'outsourcing dei servizi documentali e di back office per primari istituti bancari, assicurativi ed enti pubblici, già a partire dall'esercizio 2006 versava in uno stato di grave carenza di liquidità. La Consob, proprio in considerazione della grave crisi finanziaria e gestionale dell'emittente, aveva assoggettato la società a obblighi di aggiornamento mensile delle informazioni rivolte al mercato. In tale contesto, l'offerta si inseriva nell'ambito di una più vasta operazione volta al superamento della crisi societaria in cui versava il Gruppo Data Service. I proventi derivanti dall'aumento di capitale avrebbero sostanzialmente contribuito al rafforzamento della struttura patrimoniale, al miglioramento del capitale circolante, al completamento del processo di riorganizzazione aziendale in corso secondo le linee guida del Piano Industriale 2007-2009. La Commissione ha*

*richiesto di dare evidenza, sin dalla prima pagina del prospetto, della sintesi dei principali profili di rischio concernenti, tra l'altro, le incertezze sulla continuità aziendale.*

*Banca Italease ha lanciato un'offerta in opzione agli azionisti, con conseguente ammissione alle negoziazioni delle azioni, per un controvalore di 670 milioni di euro circa, conclusasi il 13 dicembre 2007 con l'integrale sottoscrizione delle azioni offerte senza che si rendesse necessario l'intervento della garanzia promossa da Mediobanca. Detto aumento di capitale è stato destinato a fronteggiare l'esigenza di ricondurre il rapporto fra attività ponderate per il rischio e patrimonio di vigilanza alle previsioni normative, dopo la perdita consolidata di circa 478 milioni di euro, maturata al 30 giugno 2007 ed essenzialmente riferibile alle rettifiche di valore effettuate a copertura dell'esposizione in derivati verso la clientela per 920 milioni di euro di mark to market. L'istruttoria sul prospetto è stata indirizzata a evidenziare le diverse aree di criticità di tale Banca e si è concretizzata in diverse richieste integrative della bozza iniziale di prospetto, le più importanti delle quali hanno riguardato: (i) i profili di inattendibilità del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato della Banca al 31 dicembre 2006, alla base dell'esercizio da parte della Consob del potere di cui all'art. 157, comma 2, del Tuf; (ii) le cause che hanno condotto all'ingente perdita registrata dalla medesima Banca nella prima semestrale 2007, con particolare riferimento alle caratteristiche dell'operatività in derivati complessi. Anche in questo caso le informazioni relative a tale aspetto sono state enucleate in apposita Premessa del citato prospetto informativo che ha, tra l'altro, evidenziato i rilievi della Banca d'Italia.*

*Gemina ha effettuato un'offerta in opzione agli azionisti con conseguente ammissione a quotazione delle azioni per un controvalore di circa 1,2 miliardi di euro. L'offerta si è conclusa con l'integrale sottoscrizione delle azioni offerte, senza che si rendesse necessario l'intervento della garanzia offerta da Mediobanca e Unicredit. L'aumento di capitale era finalizzato a dotare l'emittente delle risorse finanziarie necessarie al rimborso della massima parte del cosiddetto "Finanziamento Ponte" concesso, nel precedente mese di giugno, da Mediobanca, MCC Mediocredito Centrale Spa, Banca di Roma Spa e Calyon Sa, per 1,4 miliardi di euro. Tale finanziamento era stato a sua volta stipulato per consentire a Gemina di sostenere i costi relativi all'operazione di acquisizione del 44,68% del capitale sociale di Aeroporti di Roma Spa, perfezionatasi nel mese di luglio. Tra le principali richieste avanzate dalla Consob per l'integrazione della bozza iniziale di prospetto si evidenziano, quelle volte a: (i) quantificare l'indebitamento finanziario netto del Gruppo Gemina a data recente e a evidenziare i vincoli posti sulle voci dell'attivo a favore di finanziamenti e impegni in essere; (ii) chiarire il costo del cosiddetto Finanziamento Ponte e l'esistenza di eventuali penalità a carico dell'emittente nell'ipotesi di rimborso anticipato dello stesso; (iii) chiarire il rispetto da parte di Aeroporti di Roma degli indici di performance finanziaria previsti dai contratti di finanziamento in essere alla data del prospetto e l'esistenza di garanzie, privilegi speciali aventi a oggetto attività della società a favore dei soggetti finanziatori.*

*Un'operazione particolarmente significativa è stata anche la fusione per incorporazione di Capitalia Spa in Unicredit Spa, che si colloca nel progetto di integrazione dei due gruppi le cui modalità di attuazione sono state deliberate dai rispettivi consigli di amministrazione nel mese di maggio. I due consigli hanno anche determinato il rapporto di cambio in 1,12 nuove azioni ordinarie Unicredit per ciascuna azione ordinaria Capitalia. Unicredit ha deliberato un apposito*

aumento di capitale a servizio della fusione per un ammontare nominale di quasi 1,5 miliardi di euro.

Per quanto attiene alla vigilanza sulle offerte pubbliche di acquisto (Opa), la Commissione nel corso dell'anno 2007 ha approvato la pubblicazione di documenti di offerta relativi a 30 strumenti finanziari (Tav. 19).

Tav. 19  
Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio per i quali è stato concesso il nulla-osta alla pubblicazione del documento d'offerta nel 2007

	Su azioni quotate			Su obbligazioni e warrant	Su azioni non quotate	Totale
	Ordinarie	Risparmio	Privilegiate			
Volontarie	5	2		1	4	12
Preventive						
Successive	12					12
Residuali	3					3
Su azioni proprie					2	2
<i>Totale</i>	20	2		1	6	30 <sup>1</sup>

<sup>1</sup> La Commissione nel corso dell'anno 2007 ha consentito anche la pubblicazione in Italia dell'Opasc promossa da Rfs Holdings sulla totalità delle azioni ordinarie della Abn Amro Holding.

In seguito all'entrata in vigore della Direttiva 2004/25/CE in materia di Opa, con riferimento alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, gli offerenti, su richiesta della Consob, hanno applicato il criterio di determinazione del prezzo "equo" indicato nella direttiva, prendendo in considerazione unicamente il prezzo più alto pagato dall'offerente per acquisti di azioni dell'emittente.

Solo in alcuni casi è stato, invece, fissato il corrispettivo quale media aritmetica tra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo. Tale scelta è stata motivata dalla circostanza che, in tali ipotesi, la media dei corsi azionari risultava maggiore rispetto al prezzo più alto pagato dall'offerente per acquisti di azioni dell'emittente e, dunque, l'applicazione del criterio previsto dall'art. 106, comma 2, del Tuf (nel testo all'epoca vigente) non ha comportato l'applicazione di un prezzo d'Opa inferiore a quello previsto dalla direttiva.

*Di particolare rilievo l'istruttoria di un'offerta pubblica di acquisto e scambio (Opasc) di Rfs su Abn Amro e di Man su Scania, che hanno avuto a oggetto la pubblicazione anche in Italia di documenti di offerta già esaminati da altra Autorità dell'Unione Europea. Tali istruttorie hanno reso necessario valutare l'applicabilità delle disposizioni contenute nell'art. 6 della Direttiva 2004/25/CE in materia di Opa che prevedono il cosiddetto riconoscimento automatico dei documenti di offerta approvati da altra Autorità dell'Unione Europea negli altri Stati dell'Unione in cui risultino ammessi a quotazione i titoli oggetto dell'offerta.*

*Le disposizioni comunitarie non sono risultate direttamente applicabili alle fattispecie in esame. Nel caso dell'Opasc di Rfs su Abn Amro, in particolare, lo Stato dell'Autorità dell'Unione Europea che aveva vagliato il documento di offerta (l'Olanda), non aveva ancora integralmente recepito la Direttiva 2004/25/CE, e pertanto l'Autorità competente di tale paese non aveva rilasciato una vera e propria "autorizzazione" alla pubblicazione dell'offerta, come richiesto dalla direttiva ai fini del riconoscimento. Nel caso dell'Opasc di Man su Scania, il cui documento di offerta era stato vagliato dall'Autorità svedese, invece, le azioni Scania non risultavano quotate in Italia.*

*Nei predetti casi la Consob avendo peraltro riscontrato, in sede istruttoria, che gli ordinamenti degli Stati in cui erano stati esaminati i documenti di offerta prevedevano un contenuto di tali documenti sostanzialmente analogo a quello richiesto dalla normativa italiana, ha consentito la pubblicazione in Italia dei documenti già esaminati dalle altre Autorità, previa traduzione in italiano e predisposizione di una integrazione contenente le informazioni per lo svolgimento dell'offerta sul mercato italiano.*

Nel periodo maggio-agosto 2007 sono state effettuate per la prima volta alcune offerte pubbliche di acquisto promosse su quote di fondi comuni di investimento di tipo chiuso.

Vista la novità dell'operazione e in mancanza di disposizioni specifiche in materia, la disciplina applicata è stata quella prevista in via generale per le Opa volontarie dagli artt. 102 e seguenti del Tuf nel testo all'epoca vigente, opportunamente adattata – ove necessario – per tenere conto delle peculiarità della fattispecie.

*Tale adattamento è avvenuto, ad esempio, con riferimento alle previsioni di cui all'art. 103, comma 3, del Tuf, che richiede all'emittente di diffondere un comunicato in cui siano rappresentate le proprie valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo proposto: nel caso delle Opa aventi ad oggetto quote di fondi, che si configurano come patrimoni autonomi sprovvisti di personalità giuridica, il ruolo spettante agli emittenti societari nell'approvazione di detto comunicato è stato attribuito alla società di gestione del fondo e, più specificamente, al consiglio di amministrazione della stessa. Inoltre, in assenza di uno schema di riferimento ad hoc e in ragione della peculiare natura dell'investimento proposto è stata prestata particolare attenzione al contenuto del documento di offerta. Si è data evidenza, ad esempio, delle caratteristiche salienti del mercato italiano dei fondi quotati e, soprattutto, della circostanza che lo stesso è contraddistinto da ridotti volumi di scambio che possono limitare la significatività dei prezzi ivi formati e comportare il disallineamento delle quotazioni rispetto al valore teorico del fondo; è stata sottolineata l'inapplicabilità al caso di specie delle disposizioni in materia di Opa residuale e del conseguente rischio che, in esito all'offerta, la liquidità delle quote del fondo venisse talmente ridotta da compromettere il regolare andamento delle negoziazioni; infine, è stato richiesto l'inserimento di specifiche informazioni sul fondo e sulla società di gestione, con particolare riferimento all'eventuale appartenenza della Sgr al medesimo gruppo dell'offerente.*

### 3. L'informativa in sede assembleare

Nel corso del 2007 la Consob è intervenuta in diverse occasioni con richieste di diffusione di informazioni da rendere in sede assembleare.

*Nel caso di una società che versava in una situazione economico-finanziaria fortemente deteriorata da un significativo incremento dell'indebitamento, la Commissione ha richiesto di comunicare ai soci e al mercato le considerazioni degli amministratori in merito all'esistenza del presupposto della continuità aziendale, nonché le iniziative intraprese per far fronte alle esigenze finanziarie della società. La Commissione ha, altresì, richiesto di fornire ai soci e al mercato le verifiche svolte sui dati utilizzati a supporto delle determinazioni del prezzo della acquisizione a fronte della quale era stato ritenuto necessario incrementare l'indebitamento e le valutazioni in merito alla sostenibilità finanziaria dell'operazione.*

*In coerenza con gli interventi già avviati nel corso del 2006, la Consob ha, inoltre, imposto alla società obblighi informativi mensili, al fine di assicurare al mercato un costante aggiornamento sull'evoluzione delle principali variabili critiche della situazione gestionale. Particolare attenzione è stata rivolta alle iniziative eventualmente assunte per riequilibrare il rapporto fra mezzi propri e di terzi, nonché alla natura e all'importo dei debiti scaduti e alle operazioni effettuate con parti correlate.*

*In un altro caso, la Commissione ha richiesto di integrare la documentazione del bilancio al 31 dicembre 2006, che sarebbe stata sottoposta all'approvazione dell'assemblea dei soci con informazioni di dettaglio relative alle partecipazioni in società controllate contabilizzate nel bilancio individuale.*

*In particolare, relativamente alle partecipazioni in imprese controllate e collegate, è stata richiesta una approfondita descrizione del criterio di valutazione adottato e della metodologia seguita al fine della determinazione delle perdite durevoli di valore nonché delle valutazioni effettuate dagli amministratori sulla congruità degli importi di tali partecipazioni iscritti in bilancio.*

### 4. L'informativa contabile

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle società in materia di informativa contabile, nel 2007 la Commissione è intervenuta in diverse occasioni con richieste di dati e informazioni agli organi di amministrazione e controllo. In particolare, gli interventi sono consistiti in richieste agli amministratori, al collegio sindacale e ai revisori di chiarimenti di natura contabile relativi a poste valutative di bilancio.

In tre casi, la Commissione ha esercitato il potere di impugnativa, di cui all'art. 157, comma 2 del Tuf.

*Di particolare rilievo è stata la decisione di esercitare il potere di impugnativa relativamente ai bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2006 della Banca Italease.*

*Al riguardo, le violazioni riscontrate attengono: (i) alla non corretta valutazione e contabilizzazione dei derivati Otc sottoscritti con la clientela; (ii) al non corretto trattamento*



contabile delle commissioni “upfront” riconosciute alla Banca Italease dalle banche controparti; (iii) alla mancata informativa in bilancio sulla tipologia di derivati Otc sui rischi insiti; (iv) alla mancata informativa sulle clausole e condizioni rilevanti delle cartolarizzazioni in essere al 31 dicembre 2006. Tali censure, oltre alla violazione di specifici principi contabili internazionali, hanno determinato il mancato rispetto dei criteri generali per la redazione del bilancio stabiliti dagli Ias/Ifrs. Pertanto, i bilanci 2006 della Banca Italease non rappresentavano fedelmente e attendibilmente la situazione economico-patrimoniale e finanziaria della società al 31 dicembre 2006, in quanto sono stati celati al fruitore dei bilanci stessi i reali rischi che la Banca stava sopportando. Inoltre, la rilevanza degli errori in merito all’operatività in derivati Otc e la significatività delle omissioni informative sull’operatività stessa e sui rischi derivanti da un’operazione di cartolarizzazione ha determinato una violazione dei requisiti di attendibilità e completezza dei bilanci 2006 di Banca Italease e il mancato rispetto delle finalità informative del bilancio.

La Commissione ha, inoltre, proceduto a impugnare i bilanci dell’allora Innotech e I Viaggi del Ventaglio.

Nel primo caso, l’attivazione da parte della Consob del potere di impugnativa relativamente ai bilanci d’esercizio e consolidato 2005 ha trovato fondamento nel riscontro di alcune violazioni dei principi stabiliti dalla normativa vigente in relazione alla contabilizzazione di talune poste, tra le quali assumono rilevanza la valutazione delle partecipazioni e delle immobilizzazioni immateriali, nonché la completezza informativa riguardante le prospettive di continuità aziendale della società.

Nel caso dell’emittente I Viaggi del Ventaglio, la Consob ha ritenuto che il bilancio d’esercizio al 31 ottobre 2006, ancora predisposto sulla base delle disposizioni del codice civile e del d.lgs. 127/91, presentasse delle irregolarità con riferimento al mancato rispetto dei principi della prudenza e della rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società e del risultato economico dell’esercizio, nonché alla valutazione di alcune poste (partecipazioni, crediti per imposte differite, accantonamenti per rischi e oneri). Con riferimento al bilancio consolidato al 31 ottobre 2006, redatto secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs, sono state riscontrate violazioni per quanto attiene allo Ias 1 “Presentazione del bilancio”, allo Ias 12 “Imposte sul reddito” e allo Ias 37 “Accantonamenti, passività e attività potenziali”.

Nel 2007 è proseguita l’attività della Commissione volta a richiedere la diffusione di informazioni mensili sui principali dati economico-finanziari alle società per le quali i revisori hanno espresso giudizio negativo o si sono trovati impossibilitati a esprimere un giudizio, oppure ricadenti nella previsione degli artt. 2446 e 2447 c.c. (perdite che hanno determinato la riduzione del capitale sociale di oltre un terzo o al di sotto del minimo legale). Considerando gli analoghi interventi effettuati negli anni precedenti, alla fine del 2007 risultavano soggette a tali obblighi 15 società quotate.

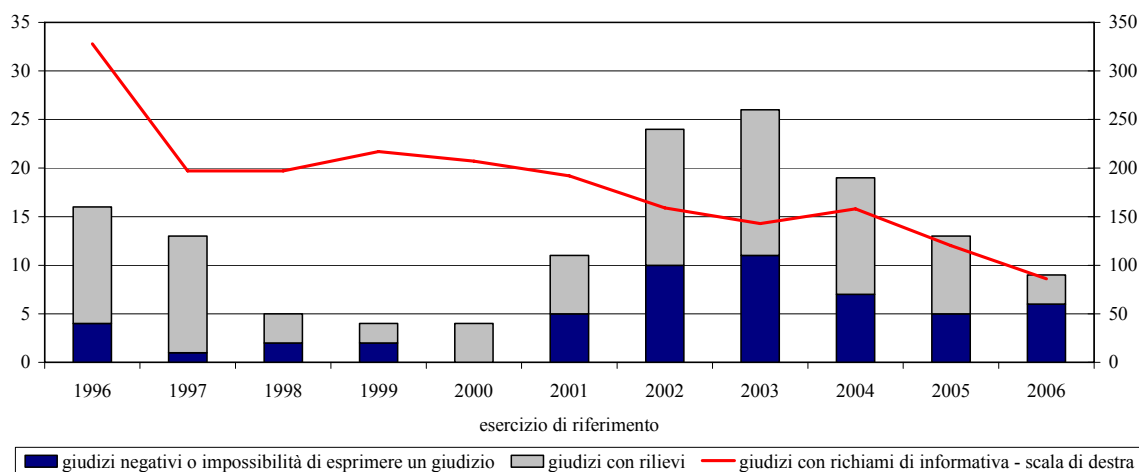
### 5. Le società di revisione

Le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale tenuto dalla Consob hanno esaminato 283 bilanci d'esercizio e 264 bilanci consolidati relativi all'esercizio 2006 di emittenti quotati su mercati regolamentati italiani.

In 6 casi il revisore ha espresso un giudizio negativo o si è dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio, mentre in 3 casi è stato espresso un giudizio con rilievi; risulta in sensibile riduzione il numero di giudizi con richiami di informativa (Fig. 75).

Giudizi delle società di revisione sui bilanci delle società quotate in mercati regolamentati italiani

Fig. 75



Fonte: relazioni delle società di revisione. I dati riguardano diverse tipologie di giudizi o rilievi che possono essere riferiti anche a uno stesso emittente. Confronta Note metodologiche.

I casi di giudizi negativi hanno riguardato I Viaggi del Ventaglio, la Pagnossin in liquidazione e la Richard Ginori 1735.

*Nel caso de I Viaggi del Ventaglio la società di revisione ha rilasciato un giudizio negativo a causa di rilievi relativi all'errata applicazione dei principi contabili di riferimento e di incertezze circa la possibilità di proseguire l'attività da parte del gruppo. I rilievi, in particolare, hanno interessato: (i) l'iscrizione in bilancio di un provento di natura non ricorrente di ingente ammontare da considerarsi di competenza del successivo esercizio; (ii) l'iscrizione in bilancio di ingenti crediti per imposte anticipate pur in presenza di significative incertezze in merito alla loro recuperabilità tramite redditi imponibili futuri; (iii) l'iscrizione in bilancio di anticipi a fornitori a fronte dei quali non risulta adeguata documentazione a supporto; (iv) la mancata svalutazione dei crediti di dubbia esigibilità; (v) il mancato accantonamento dei costi di locazione di un immobile per il quale nel corso dell'esercizio è stato interrotto il contratto di locazione, ovvero il mancato accantonamento degli oneri per la risoluzione anticipata del contratto. Le situazioni di incertezza hanno riguardato: (i) la possibilità di portare a termine un aumento di capitale sociale necessario per coprire le perdite accumulate, che configurano le condizioni previste dall'art. 2446 del codice civile, e per consentire al gruppo di portare avanti il piano di ristrutturazione in atto; (ii) la possibilità di recuperare il valore di alcune poste dell'attivo.*

*Nel caso della Pagnossin il rilascio da parte del revisore di un giudizio negativo è riconducibile: (i) a incertezze connesse al valore di iscrizione della partecipazione in una società veicolo che detiene la partecipazione nella Richard Ginori 1735; (ii) alla situazione di crisi finanziaria in cui versa la società che ha determinato il mancato rimborso di un finanziamento; (iii) alla carenza dell'informativa fornita dagli amministratori in bilancio sulle previsioni patrimoniali, economiche e finanziarie prospettiche; (iv) all'assenza di evidenze circa l'impegno, dell'azionista di riferimento o di terzi, al rifinanziamento della società e all'effettiva esecuzione dell'aumento di capitale sociale, ritenuto necessario dagli amministratori stessi per la sussistenza del presupposto della continuità aziendale.*

*Infine, nel caso della Richard Ginori 1735, società indirettamente controllata dalla Pagnossin, il giudizio negativo è riconducibile ai seguenti rilievi: (i) mancata predisposizione da parte degli amministratori di analisi atte a valutare la recuperabilità degli investimenti in una società collegata e dei crediti vantati verso la medesima; (ii) carenza di informativa da parte degli amministratori sulle azioni intraprese e/o che intendono intraprendere per superare la situazione di crisi finanziaria; (iii) incertezze sui presupposti di continuità aziendale sottostanti alla redazione del bilancio al 31 dicembre 2006.*

I casi in cui le società di revisione hanno dichiarato l'impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio sono essenzialmente riconducibili alla sussistenza di incertezze sulla continuità aziendale, relative, soprattutto, a dubbi circa la capacità delle società di reperire nel breve periodo adeguate risorse per fronteggiare gli esborsi finanziari necessari per garantire la continuità operativa.

*Nel caso di Eurofly le incertezze hanno riguardato la possibilità di dare piena attuazione al piano di risanamento varato dal consiglio di amministrazione al fine di superare significative difficoltà che hanno determinato un grave deterioramento della capacità di generare cassa nonché perdite di entità rilevante.*

*Nel caso di Ipi Spa sono state rilevate sia limitazioni al procedimento di revisione che incertezze. Le limitazioni riguardano lo scarso tempo a disposizione per analizzare la relazione predisposta da parte dell'advisor incaricato dagli amministratori di effettuare approfondimenti circa le circostanze che avevano condotto all'emanazione di alcuni avvisi di garanzia a carico di alcuni amministratori per ipotesi di aggio di informativo e manipolativo e di falso in bilancio. Le incertezze segnalate dal revisore attengono principalmente alla possibilità di recupero di significative poste dell'attivo, quali investimenti in partecipazioni e crediti verso alcune società controllate, alla possibilità che vengano escusse garanzie su debiti di società controllate e alla possibilità di ottenere il rinvio della scadenza di un significativo finanziamento contratto con un'entità correlata.*

*Nel caso della Tas Tecnologia Avanzata dei Sistemi Spa le incertezze attengono la possibilità che le banche richiedano la restituzione dei finanziamenti erogati, anche in considerazione del mancato rispetto dei covenants per l'esercizio 2006 e la previsione che gli stessi non possano essere rispettati anche per gli esercizi immediatamente successivi. In assenza di una conferma ufficiale da parte delle banche della rinuncia a richiedere il pagamento dei finanziamenti erogati e nell'incertezza dell'esito delle eventuali trattative, il revisore ha valutato*

*che gli elementi probativi a sua disposizione non fossero tali da permettergli di ritenere fondati i presupposti di continuità aziendale assunti dagli amministratori per redigere il bilancio.*

In altri casi le società di revisione si sono limitate a esprimere esclusivamente dei rilievi per dissensi rispetto alla valutazione di determinate poste contabili o per limitazioni al processo di revisione.

*Nel caso di Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni Spa, vi sono state delle limitazioni al processo di revisione che hanno riguardato la mancanza di sufficienti elementi probativi per la valutazione di una partecipazione.*

*Nel caso di Snai Spa il rilievo espresso dal revisore attiene a dissensi nell'applicazione dei principi contabili in tema di esposizione e valutazione della raccolta derivante dall'accettazione delle scommesse a quota fissa e delle vincite pagate. La società ha esposto la raccolta tra i ricavi e il pagamento delle vincite tra i costi. A giudizio del revisore, secondo corretti principi contabili, la società avrebbe dovuto iscrivere tra i ricavi il risultato netto delle scommesse evitando così di sopravvalutare ricavi e costi.*

*Nel caso della S.S. Lazio Spa il rilievo espresso attiene a dissensi nell'applicazione dei principi contabili in relazione alla cancellazione di debiti finanziari dallo stato patrimoniale.*

Per quanto riguarda la vigilanza della Commissione sulle società di revisione, nel corso del 2007 l'attività di controllo si è sviluppata secondo le nuove linee di indirizzo dettate dalla disciplina contenuta nella legge sul risparmio poi trasposta nel Tuf. In particolare, il nuovo art. 162 del Tuf ha assegnato alla Consob il compito di provvedere allo svolgimento sistematico di "controlli di qualità" sulle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale.

La Commissione, anche alla luce delle riflessioni in corso a livello internazionale presso gli organismi di supervisione degli *auditors*, ha definito strategie e piani operativi in linea con il nuovo approccio. Il *focus* della vigilanza si è spostato dal singolo incarico di revisione alla complessiva organizzazione delle società e, in particolare, alle procedure da esse adottate per garantire la conformità dei lavori ai principi di revisione.

*Tali procedure debbono disciplinare temi rilevanti, quali i requisiti professionali e di competenza del personale; l'accettazione e il mantenimento della clientela; l'assegnazione degli incarichi a personale di livello adeguato; la direzione e la supervisione dei lavori di revisione. Tali procedure devono essere monitorate dalla società attraverso assidui controlli volti a verificarne l'adeguatezza e l'efficacia operativa.*

Sulla base del nuovo modello di vigilanza, nella seconda metà del 2007, sono state avviate verifiche su tre società di revisione - una di grandi, una di medie e una di piccole dimensioni - al fine di accertare la conformità delle procedure organizzative da esse adottate al Principio di revisione n. 220, raccomandato dalla Consob, avente a oggetto "Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile".

Al 31 dicembre risultavano iscritte nell'Albo Speciale 22 società di revisione (una in più rispetto all'anno precedente). Nel corso del 2007 sono inoltre pervenute alla Consob

due istanze di iscrizione da parte di società iscritte nel Registro dei Revisori Contabili, entrambe concluse con il ritiro della domanda da parte delle società richiedenti.

*Con riferimento agli incarichi di revisione contabile svolti per l'audit 2006, si evidenzia un lieve incremento del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione (passato da 1.989 per l'audit 2005 a 2.008), mentre è sostanzialmente immutata la distribuzione degli incarichi tra le società iscritte nell'Albo Speciale. Le prime quattro società in ordine di fatturato (PricewaterhouseCoopers Spa, Reconta Ernst & Young Spa, Deloitte & Touche Spa e Kpmg Spa) detengono complessivamente il 93,6% del mercato nazionale della revisione.*

## II – LA VIGILANZA SUI MERCATI

### 1. Gli abusi di mercato

Nel 2007, la Consob ha concluso 13 indagini nell'ambito dell'attività di vigilanza sugli abusi di mercato e ha trasmesso 10 relazioni all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di reato. Tali segnalazioni hanno riguardato, rispettivamente, ipotesi di abuso di informazioni privilegiate in 3 casi e di manipolazione del mercato nei restanti 7 casi (Tav. 20).

Tav. 20

Risultanze delle indagini in materia di abusi di mercato

	Segnalazione di ipotesi di reato <sup>1</sup>		Accertamenti senza segnalazioni di ipotesi di reato <sup>2</sup>	Totale
		- di cui per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate		
1997	19	16	33	52
1998	21	17	15 <sup>3</sup>	36
1999	30	22	8	38
2000	21	17	5	26
2001	18	14	10	28
2002	16	7	9	25
2003	16	13	10	26
2004	11	4	8	19
2005	4	2	4	8
2006	7	2	6	13
2007	10	3	3	13

<sup>1</sup> Per le relazioni del 1997 e per 10 relazioni del 1998, si fa riferimento a relazioni motivate di cui all'art. 8, comma 3, della legge 157/1991, abrogato dal Tuf. <sup>2</sup> Con riferimento agli anni 1997, 1998 e 1999 il dato include le risultanze relative, rispettivamente, a 18, 3 e 1 indagine che si sono concluse senza l'invio di relazione motivata al Pubblico Ministero. A partire dall'entrata in vigore del Tuf e fino al maggio 2005 la Consob era tenuta, in ogni caso, a trasmettere al Pubblico Ministero una relazione su indagini e accertamenti effettuati. A partire dal maggio 2005 la Consob non è tenuta a trasmettere le relazioni per le quali non vengono formulate ipotesi di reato. <sup>3</sup> Di cui 9 relative ad attività di accertamento che si sono concluse prima dell'entrata in vigore del Tuf.

Le ipotesi di illecito per abuso di informazioni privilegiate si riferiscono in prevalenza a fatti relativi a operazioni di finanza straordinaria (Tav. 21).

*In un caso, alcuni componenti di una famiglia, cui era riconducibile il controllo di una società quotata, hanno venduto azioni prima del comunicato relativo alla decisione del consiglio di amministrazione di proporre la liquidazione della società. In un altro caso, il presidente di una società quotata e la società hanno venduto azioni della stessa prima che venisse resa pubblica la rinuncia da parte di un'altra società quotata a una fusione già annunciata. Nel terzo caso, una persona fisica ha acquistato azioni di una società quotata in un mercato tedesco prima che venisse annunciata un'offerta pubblica di scambio da parte di una società italiana.*

Delle 7 relazioni per ipotesi di manipolazione di mercato, 5 hanno configurato casi di manipolazione informativa e le restanti 2 di manipolazione operativa.

*Le ipotesi di manipolazione di tipo informativo hanno riguardato: (i) la credit opinion diffusa da un intermediario italiano lead manager del collocamento di un prestito obbligazionario emesso su un mercato lussemburghese da una società quotata in Italia; (ii) la relazione trimestrale di una società quotata; (iii) alcuni comunicati di una società quotata in merito alla possibile ricapitalizzazione della stessa; (iv) un articolo di stampa che riportava quanto emergeva in una artefatta bozza di documento di offerta pubblica su una società quotata in Italia da parte di una società estera; (v) la dimensione della partecipazione detenuta da una banca in un'altra banca quotata.*

*Le 2 relazioni attinenti a ipotesi di manipolazione operativa hanno riguardato: (i) l'attività di sostegno del prezzo di una banca quotata perpetuata per molti mesi dalla stessa e da altri soggetti; (ii) alcuni tentativi di alterare i prezzi delle azioni di una società quotata tramite incroci fittizi di ordini.*

Tav. 21

**Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di abuso di informazioni privilegiate**

	Mutamento del controllo - Opa	Risultati economici. Situazione patrimoniale e finanziaria	Operazioni sul capitale. Fusioni - Scissioni	Altre		Totale
					di cui per ipotesi di front running	
1997	7	4	2	3	--	16
1998	13	1	3	--	--	17
1999	13	4	3	2	--	22
2000	6	1	3	7	1	17
2001	9	--	2	3	2	14
2002	1	1	2	3	1	7
2003	5	2	1	5	2	13
2004	2	1	--	1	--	4
2005	--	1	--	1	1	2
2006	--	--	--	2	--	2
2007	1	1	1	--	--	3

Nelle altre 3 indagini concluse dalla Consob nel 2007 (una relativa a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, una a ipotesi di manipolazione del mercato e una a entrambe le fattispecie) non sono state formulate ipotesi di reato.

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato sono stati, rispettivamente, 12 e 7 (Tav. 22).

*In un caso segnalato alla Autorità Giudiziaria, che si riferiva a fatti accaduti dopo l'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato (12 maggio 2005), la Consob ha anche avviato procedimenti amministrativi nei confronti, complessivamente, di 3 soggetti: 2 persone*

fisiche e 1 persona giuridica (quest'ultimo procedimento è stato avviato ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti, art. 187-quinquies del Tuf). In un caso la Consob ha anche avviato un procedimento amministrativo nei confronti di una persona fisica per una ipotesi di abuso di informazioni privilegiate che, pur riferendosi a fatti accaduti prima dell'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato, è suscettibile di essere sanzionato solo amministrativamente a seguito della depenalizzazione delle condotte poste in essere dai cosiddetti insider secondari.

Tav. 22

**Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato segnalate all'Autorità Giudiziaria**

	Intermediari autorizzati <sup>1</sup>	Insiders istituzionali <sup>2</sup>	Altri soggetti <sup>3</sup>	Operatori esteri	Totale
Abuso di informazioni privilegiate					
1997	11	12	41	17	81
1998	17	31	34	32	114
1999	21	26	56	48	151
2000	24	11	149	34	218
2001	20	6	53	30	109
2002	14	1	69	21	105
2003	2	12	35	20	69
2004	--	8	7	4	19
2005	--	1	2	--	3
2006	--	7	--	--	7
2007	--	11	1	--	12
Manipolazione di mercato					
1997	3	21	--	--	24
1998	7	2	--	2	11
1999	10	5	34	2	51
2000	1	2	1	1	5
2001	4	1	1	2	8
2002	18	2	--	4	24
2003	6	--	1	--	7
2004	4	2	6	1	13
2005	--	1	7	--	8
2006	--	6	2	--	8
2007	1	4	2	--	7

<sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. <sup>2</sup> Soci, amministratori e dirigenti di società quotate. <sup>3</sup> *Insiders* secondari e i cosiddetti *tippees* (art. 180, comma 2, del Tuf).

Altri 3 procedimenti sanzionatori amministrativi sono stati avviati nei riguardi di 3 persone fisiche nei confronti delle quali, alla data dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni, erano pendenti procedimenti penali per abuso di informazioni privilegiate. Tali procedimenti si riferiscono a 3 relazioni trasmesse in anni passati dalla Consob alla Autorità Giudiziaria, i quali, a seguito della depenalizzazione delle condotte poste in essere dai cosiddetti insider secondari, si sono conclusi con sentenze di assoluzione, con conseguente trasmissione degli atti processuali alla



Consob per l'accertamento di eventuali responsabilità di tipo amministrativo (come previsto dall'art. 9, comma 6, della legge n. 62/2005, legge di recepimento della Direttiva sul Market Abuse). Nessuno dei procedimenti amministrativi citati è stato chiuso nel 2007.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sugli abusi di mercato, la Commissione ha formulato oltre 300 richieste di dati e informazioni a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità di Vigilanza estere (Tav. 23). Le richieste finalizzate ad assistere le Autorità di Vigilanza estere impegnate in indagini su casi di presunti abusi di mercato hanno registrato un significativo incremento rispetto all'anno precedente.

Tav. 23

## Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato

Soggetti destinatari delle richieste								
	Intermediari autorizzati <sup>1</sup>	Società quotate e loro controllanti o controllate	Soggetti privati		Pubbliche amministrazioni	Autorità estere	Totale	di cui per conto di Autorità estere
				di cui audizioni				
1997	220	37	49	--	22	11	339	—
1998	324	14	50	--	10	17	415	—
1999	416	22	48	10	--	21	507	—
2000	492	33	11	--	4	30	570	—
2001	247	30	93	7	10	33	413	156
2002	154	28	52	19	1	24	259	36
2003	185	15	55	29	3	27	285	38
2004	146	13	23	7	2	11	195	101
2005	140	9	47	42	--	23	219	63
2006	161	11	44	31	4	7	227	38
2007	176	12	93	51	5	16	302	70

<sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio.

Nel corso del 2007 la Consob si è costituita parte civile in 13 procedimenti penali (3 per *insider trading*; 9 per manipolazione del mercato, uno unicamente per ostacolo alle funzioni di vigilanza; Tav. 24). Nella maggior parte dei casi, la Commissione aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni, all'esito dell'attività di vigilanza svolta. I capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio delineano i fatti ascritti agli imputati in termini sostanzialmente coincidenti con gli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob.

*In particolare, nel giugno 2007, la Consob si è costituita parte civile innanzi al Tribunale di Brescia, nel procedimento penale nei confronti di 8 persone fisiche – ex esponenti aziendali di Finmatica Spa – imputati dei reati di aggrigotaggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza.*

*Tra le costituzioni di parte civile, degna di nota è quella concernente la “vicenda Antonveneta”. Il 23 novembre 2007 ha preso avvio innanzi al Tribunale di Milano l'udienza*

*preliminare del procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche e 8 persone giuridiche responsabili ai sensi del d.lgs. 231/2001. Tali soggetti risultano imputati, a vario titolo, di diversi reati tra cui l'aggiotaggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza nell'ambito della vicenda riguardante l'acquisizione del controllo sulla Banca Antoniana Popolare Veneta Spa, contesa, nel primo semestre del 2005, tra il gruppo bancario olandese ABN Amro Bank e la Banca Popolare di Lodi scarl, ora Banca Popolare Italiana sc. La legittimazione della Consob è stata confermata dal Giudice per l'Udienza Preliminare con ordinanza resa il 18 gennaio 2008, in cui è stato ritenuto: «i reati di aggiotaggio in rilievo, dunque, sia nella previgente che nella nuova configurazione ledono un interesse specifico di garanzia espressamente e istituzionalmente demandato alla Consob. Ne deriva che la previsione della legittimazione a esperire l'azione civile ha costituito solo il riflesso dell'enfaticizzazione e dell'incremento dei relativi poteri strumentali ma non ha inciso, invece, sulla titolarità di specifici e differenziati interessi suscettibili di lesione diretta e immediata dalla commissione di tali reati. (...) Altrettanto va affermato, quanto all'ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, attesa la relativa specificità e peculiarità direttamente strumentale al ruolo di garanzia per il mercato finanziario. L'interesse di cui è portatrice la Consob assurge, dunque, a caratteri del tutto differenziati e distinti atteso che la norma mira a tutelare direttamente le funzioni specifiche della stessa figurando come deceptus qualificato direttamente lesa dalle false comunicazioni di cui è destinataria secondo le prescrizioni normative che le prevedono espressamente. Anche in tale fattispecie è configurabile un danno immediato e diretto derivante dalla lesione dell'interesse specifico di cui è portatrice. (...)».*

*Definendo un procedimento penale in cui la Consob si era, invece, costituita parte civile nel 2006, il Giudice dell'Udienza Preliminare del Tribunale di Milano, con sentenza del 26 febbraio 2007, ritenuta la responsabilità dell'imputato all'esito di un giudizio abbreviato per aggiotaggio su strumenti finanziari, ha accolto la domanda risarcitoria avanzata dalla Consob e ha liquidato (quantificandolo in 50 mila euro) il danno derivante dalla lesione dell'integrità del mercato, in applicazione dei criteri previsti dall'art. 187-undecies, comma 2 del Testo Unico. La sentenza, nel ritenere che «il legislatore, con la previsione dell' art. 187-undecies, comma 2, ha volutamente tipizzato e circoscritto il danno liquidabile all'Autorità di controllo, identificandolo con il danno all'integrità del mercato (...)» ha precisato che il danno va liquidato alla Consob «in via necessariamente equitativa, art. 187-undecies, comma 2, tenuto conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato».*

*Il Giudice dell'Udienza Preliminare del Tribunale di Roma, con sentenza n. 2556 del 1° ottobre 2007, all'esito di un giudizio abbreviato in cui la Consob si è costituita parte civile nel medesimo anno 2007, ha dichiarato l'imputato colpevole dei reati di manipolazione del mercato e di ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, di cui agli artt. 185 e 170-bis del Tuf, condannandolo al risarcimento dei danni in favore della Consob da liquidarsi in separata sede civile.*

*Nei primi mesi del 2008, il Tribunale di Milano ha pronunciato due ulteriori sentenze di condanna degli imputati al risarcimento, tra l'altro, del danno non patrimoniale cagionato alla Consob da delitti in materia di abusi di mercato. La Sezione I in composizione collegiale, in data 7 gennaio 2008, ritenuta la responsabilità di due esponenti aziendali di Banca Profilo Spa per aggiotaggio su strumenti finanziari, ha liquidato a favore della Consob (costituitasi parte civile nel 2006) la somma di 50 mila euro in relazione alle voci di danno dalla stessa allegate. La Sezione III*

*penale in composizione monocratica, con sentenza del 5 marzo 2008, ritenuta la responsabilità penale degli imputati per il delitto di abuso di informazioni privilegiate, ha liquidato a favore della Consob (costituitasi parte civile nel 2005) la somma di oltre 4 milioni di euro.*

Sono state, inoltre, confermate in appello, nel corso dell'anno 2007, tre sentenze pronunciate dal Tribunale di Milano nel 2006 in materia di abusi di mercato, relative a procedimenti nei quali la Consob si è costituita parte civile.

*La prima sentenza (n. 1364, emessa il 12 aprile 2007 dalla Corte d'Appello di Milano, Sez. II) ha integralmente confermato – anche con riguardo alle statuizioni civili in favore della Consob – la sentenza del Tribunale di Milano n. 3406 del 27 marzo 2006, che aveva disposto la condanna dell'imputato per aver posto in essere artifici idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo ufficiale del titolo Banca di Roma, al fine di consentire la cosiddetta "rottura" del knock-in di un'opzione put barrier collegata a un'emissione di obbligazioni reverse convertible avente ad oggetto le medesime azioni Banca di Roma. La sentenza di primo grado aveva per la prima volta riconosciuto alla Commissione, oltre al danno patrimoniale da liquidarsi in separato giudizio, la somma di 30 mila euro, a titolo di risarcimento del danno non patrimoniale cagionato dalle condotte di aggioaggio a essa riferibile per lesione dell'integrità del mercato, facendo applicazione dei criteri previsti dall'art. 187-undecies, comma 2, del Tuf.*

*Nello scorso mese di novembre sono intervenute le altre due pronunce favorevoli. Si segnala, in primo luogo, la sentenza n. 3716 del 12 novembre 2007, con cui la Corte d'Appello di Milano, Sez. II, ha confermato la sentenza del Tribunale di Milano del 25 ottobre 2006 (che, ritenuta la responsabilità penale di esponenti aziendali di Unipol per il reato insider trading, aveva liquidato a favore della Consob la somma di oltre 92 mila euro) relativamente alla posizione di due imputati, anche con riguardo alle statuizioni civili in favore della Consob, mentre, avendo il terzo imputato richiesto l'applicazione della pena ex art. 599, comma 4 c.p.p., ha rideterminato la pena a carico di quest'ultimo. La fattispecie riguardava un'ipotesi di buy-back di due prestiti obbligazionari Unipol 2000-2005, posta in essere dagli amministratori di Unipol in possesso della informazione privilegiata costituita dalla conoscenza, sin dalla fine del 2001 (allorquando venivano approvati gli obiettivi del budget 2002), della decisione, da loro stessi assunta, di procedere all'estinzione in via anticipata dei prestiti obbligazionari sopra indicati.*

*La Corte d'Appello, nella motivazione della sentenza, si è particolarmente soffermata su due temi specifici di natura prevalentemente processuale: la competenza territoriale del Tribunale di Milano per i reati di abuso del mercato e la legittimazione della Consob alla costituzione di parte civile.*

*Quanto al primo aspetto, la Corte ha osservato, tra l'altro, che: «...le operazioni di individuazione, registrazione degli strumenti finanziari, che, secondo la difesa appellante, individuerebbero l'effettivo acquisto-vendita, provocando lo spostamento di competenza, consistono in annotazioni, con carattere semplicemente esecutivo, di una negoziazione contrattuale già avvenuta e realizzata a opera di intermediari. Il momento dell'acquisto è da identificare nel luogo e nel tempo in cui le proposte di negoziazione (vendita e acquisto) si incrociano telematicamente nel sistema organizzato e gestito da Borsa Italiana Spa, che gestisce, a Milano, il mercato della Borsa. Il luogo risulta ben identificato nella sede operativa del soggetto incaricato della gestione del suddetto mercato e altrettanto deve dirsi del tempo e del momento*

dell'operazione acquisto-vendita, entrambi istantanei e coincidenti con la formazione dell'accordo negoziale, con l'incontro delle due proposte di negoziazione. In tale ottica la pretesa individuazione degli strumenti finanziari (in tutto coincidenti con quelli già negoziati) non equivale, come deduce la difesa appellante, a identificare il momento traslativo della proprietà, appartenendo invece, alla fase esecutiva o di registrazione dell'intervenuta negoziazione...».

Tav. 24

**Interventi dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di insider trading e aggioaggio**

Interventi	Reato <sup>1</sup>	Esito al 31 dicembre 2007
1996	1 Insider trading	patteggiamento
1997	1 Insider trading	sentenza di proscioglimento per prescrizione <sup>2</sup>
	1 Insider trading	sentenza di assoluzione
	1 Insider trading	patteggiamento
1998	1 Insider trading e aggioaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione
1999	1 Insider trading e aggioaggio	sentenza di patteggiamento per 4 soggetti; sentenza di condanna per 2 soggetti
2000	1 Insider trading e aggioaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione <sup>3</sup>
	1 <sup>4</sup> Aggioaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione
2001	3 Aggioaggio	1 sentenza di condanna; sentenza di patteggiamento per gli altri 2 procedimenti
	2 Insider trading	1 sentenza di condanna; 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2002	2 Insider trading	2 sentenze di proscioglimento per prescrizione
2003	1 Insider trading	1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2004	1 Insider trading	1 sentenza di assoluzione <sup>5</sup>
	2 <sup>4,6</sup> Aggioaggio	1 sentenza di patteggiamento
2005	9 <sup>7</sup> Insider trading e aggioaggio	3 sentenze di condanna <sup>8</sup> 2 sentenze di patteggiamento; 3 sentenze di non luogo a procedere
2006	11 <sup>9</sup> Insider trading, manipolazione del mercato	2 sentenze di condanna <sup>10</sup> 6 sentenze di patteggiamento 2 assoluzioni <sup>11</sup> 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2007	12 <sup>12,13</sup> Insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna 2 sentenze di patteggiamento <sup>14</sup> 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione 1 sentenza di non luogo a procedere <sup>15</sup>

<sup>1</sup> Insider trading: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; aggioaggio: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del c.c., ora art. 185 del Tuf. <sup>2</sup> Il procedimento è tuttora in corso con riguardo ad altre ipotesi di reato. <sup>3</sup> L'intervento era già stato proposto nel 1998, ma a seguito della regressione del procedimento alla fase delle indagini preliminari, è stato necessario riproporre l'intervento nel corso del 2000. <sup>4</sup> In tali procedimenti la Consob si è costituita parte civile. <sup>5</sup> La sentenza è stata emessa con la formula "perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato". <sup>6</sup> Uno di tali procedimenti è stato avviato anche per il reato di false comunicazioni e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza (art. 2638 c.c.). <sup>7</sup> Nel corso del 2005, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in un caso. <sup>8</sup> Avverso le sentenze di condanna è stato proposto appello, di cui uno tuttora pendente. Due sentenze di condanna sono state confermate in appello. Avverso una sentenza emessa nel grado di appello è stato proposto ricorso per Cassazione. <sup>9</sup> Nel corso del 2006, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in 2 casi. <sup>10</sup> Una sentenza di condanna è stata confermata in appello. Una sentenza di condanna è stata emessa all'esito di giudizio abbreviato; il procedimento è pendente nei confronti degli altri imputati. <sup>11</sup> In un caso il Giudice ha altresì disposto la trasmissione degli atti ai fini della eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie ex art. 187-bis del Tuf. In un altro, la sentenza è stata emessa con la formula dubitativa ai sensi dell'art. 530, comma 2, c.p.p. <sup>12</sup> Nel corso del 2007, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in un caso. In un altro caso, l'intervento era stato già proposto nel 2006 ma, a seguito della regressione del procedimento alla fase delle indagini preliminari, è stato necessario riproporre l'intervento nel corso del 2007. <sup>13</sup> In quattro casi, i procedimenti sono stati avviati anche per il reato di ostacolo alle funzioni di vigilanza. <sup>14</sup> Le sentenze sono state emesse in due distinti procedimenti, di cui uno tuttora pendente nei confronti di altri imputati. <sup>15</sup> Con la sentenza in questione il Giudice ha disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale contestazione della violazione amministrativa prevista dall'art. 187-bis del Tuf. Il procedimento è tuttora in corso nei confronti di altri imputati.

Con riguardo alla legittimazione della Consob alla costituzione di parte civile, nonché al danno alla stessa risarcibile, la Corte ha sostenuto: «come rileva la difesa Consob, la facoltà di costituirsi parte civile per chiedere il risarcimento dei danni, patrimoniali e non patrimoniali, causati dalle condotte concretanti abusi di mercato, discende de plano dall'applicazione dei principi generali richiamati dall'art. 74 c.p.p....In tale direzione riesce difficile condividere quanto affermato dal difensore appellante (...) se il diritto della Consob di richiedere il risarcimento dei danni era già previsto dal sistema...La norma contenuta nel nuovo art. 187-undecies Tuf non riconosce affatto alla Consob un nuovo potere poiché...la disposizione... ha portata confermativa di una facoltà derivante direttamente dall'applicazione dei principi generali... La norma riportata non introduce una nuova e diversa tipologia di danno ma indica soltanto taluni criteri dei quali il Giudice si potrà utilmente avvalere al fine di determinare l'entità del danno cagionato dagli imputati...nell'ambito di una valutazione equitativa».

Con sentenza resa in data 29 novembre 2007, la stessa Sezione II della Corte d'Appello di Milano ha confermato la decisione emessa dal Tribunale di Milano il 25 ottobre 2006, che aveva affermato la responsabilità penale dell'imputata per insider trading nella particolare forma del "front running", liquidando in 30 mila euro il danno non patrimoniale patito dalla Consob.

Nel corso del 2007 sono state pronunciate 2 sentenze di condanna per abusi di mercato, 3 di patteggiamento, una sentenza di non luogo a procedere e, infine, una di assoluzione (Tav. 25).

Tav. 25

## Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di insider trading e aggiotaggio

	Archiviazione	Archiviazione parziale	Richiesta di rinvio a giudizio	Sentenza di patteggiamento	Sentenza di condanna	Sentenza di assoluzione	Sentenza di non luogo a procedere	Sentenza di estinzione del reato per prescrizione	Totale
1991-1997	7	--	5	2	2	--	--	--	16
1998	4	--	1	1	--	--	--	--	6
1999	10	1	2	1	--	1	1	--	16
2000	6	4	2	3	--	--	--	1	16
2001	12	1	3 <sup>1</sup>	2	1 <sup>1</sup>	--	--	--	19
2002	10	--	2	--	2 <sup>2</sup>	--	--	2	16
2003	16	--	--	--	--	--	--	1	17
2004	2	1	3	--	1	--	--	--	7
2005	4	1	9	3	3	1 <sup>3</sup>	3 <sup>3,4</sup>	1	25
2006	--	--	16 <sup>5</sup>	7	6 <sup>6</sup>	2 <sup>7</sup>	2 <sup>8</sup>	--	33
2007	3	2	14 <sup>9</sup>	3	2 <sup>10</sup>	1	1 <sup>11</sup>	2	28

<sup>1</sup> La sentenza di primo grado è stata impugnata. <sup>2</sup> Alcuni imputati sono stati assolti. Una delle sentenze è stata impugnata, ma confermata in Cassazione. <sup>3</sup> Una delle sentenze ha assolto uno degli imputati e ha disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf, come introdotto dalla legge 62/2005. <sup>4</sup> In un caso, la sentenza di non luogo a procedere nei confronti di alcuni imputati ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf. <sup>5</sup> In 2 casi la Consob non si è costituita parte civile. <sup>6</sup> In quattro casi è stato proposto appello, di cui uno tuttora pendente. Tre sentenze di condanna sono state confermate in appello. Avverso una sentenza emessa nel grado d'appello è stato proposto ricorso per Cassazione. In un caso, la sentenza è stata pronunciata dalla Suprema Corte di Cassazione. <sup>7</sup> Il giudice ha emesso sentenza di assoluzione per non aver commesso il fatto e ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini della eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf. Un'altra sentenza è stata emessa dalla Suprema Corte perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato. <sup>8</sup> Le sentenze sono state emesse con formula "per non aver commesso il fatto" e perché il fatto non costituisce reato. <sup>9</sup> In un caso la Consob non si è costituita parte civile. In un ulteriore caso la costituzione di parte civile è avvenuta successivamente al 31 dicembre 2007. <sup>10</sup> Le sentenze sono state emesse all'esito di giudizio abbreviato. <sup>11</sup> La sentenza è stata pronunciata con la formula "perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato".

## 2. La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Nel corso dell'anno la Commissione ha approvato, a più riprese, ai sensi dell'art. 63, comma 2 del Tuf, le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana e alle relative Istruzioni.

*Nel mese di febbraio, la Consob ha approvato le modifiche al regolamento di Borsa Italiana deliberate dall'assemblea il 21 dicembre 2006. Le principali modifiche hanno riguardato: (i) la disciplina dello sponsor e del listing in caso di operazioni straordinarie; (ii) la revisione dei requisiti di governo societario per ottenere la qualifica Star; (iii) l'accorpamento dei mercati Mta e Mtax; (iv) il nuovo comparto ETFplus; (v) l'operatività in conto proprio dell'operatore specialista nonché il progetto di quotazione di Borsa Italiana.*

*Nello stesso mese, l'Istituto ha espresso, inoltre, l'assenso alle modifiche delle Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana, con riferimento particolare alla disciplina dei conflitti di interesse derivanti da rapporti di natura partecipativa e creditizia fra il gruppo dello sponsor e i soggetti che detengono partecipazioni significative nell'emittente, nonché i criteri di indipendenza degli amministratori delle società Star.*

*Nel corso dei mesi di giugno e luglio, la Commissione ha approvato ulteriori modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana, concernenti in sintesi: (i) le azioni emesse dalle Real Estate Investment Companies; (ii) il requisito della sufficiente diffusione fra il pubblico degli strumenti finanziari; (iii) l'istituzione di un segmento del mercato degli strumenti derivati Idem dedicato alle negoziazioni di strumenti derivati sull'energia elettrica, denominato Idex; (iv) le regole di condotta per la liquidazione dei contratti. Inoltre, la Consob ha accolto le modifiche alle Istruzioni volte a integrare le disposizioni tecniche relative al segmento di mercato Idex e, in particolare, alle caratteristiche dei contratti futures sull'energia elettrica ivi negoziati e alla disciplina dei market maker.*

*L'istituzione di un segmento di mercato dedicato alle negoziazioni di strumenti derivati sull'energia elettrica riflette il crescente interesse delle imprese italiane nei confronti della negoziazione di strumenti di copertura dai rischi di oscillazione del prezzo dell'energia elettrica. Il prezzo dell'energia elettrica, infatti, è caratterizzato da un'elevata volatilità e ciò comporta - specialmente per le imprese che la producono, la distribuiscono o ne fanno utilizzo - l'esigenza di ricorrere a specifici strumenti di copertura, quali contratti a termine e futures.*

*Le caratteristiche dei contratti futures sull'energia elettrica prevedono che, alla scadenza, la liquidazione avvenga con il pagamento di differenziali in contanti, calcolati come differenza tra la media aritmetica dei prezzi dell'energia elettrica durante il periodo di consegna del future e il prezzo di regolamento giornaliero dell'ultimo giorno di negoziazione del future. Per individuare i prezzi dell'energia elettrica dei quali tener conto ai fini della liquidazione del future, Borsa Italiana fa riferimento al Prezzo Unico Nazionale di acquisto dell'energia elettrica, determinato per ciascuna ora del giorno in base agli esiti delle contrattazioni che si svolgono sul Mercato del Giorno Prima organizzato e gestito dal Gestore del Mercato Elettrico. Borsa Italiana ha infine previsto che le negoziazioni sull'Idex siano garantite da una controparte centrale, rappresentata dalla Cassa di Compensazione e Garanzia.*

*A giugno la Consob ha, inoltre, approvato modifiche alle Istruzioni del Regolamento di Borsa Italiana relative gli schemi di comunicato price sensitive. Tali modifiche prevedono l'introduzione di uno "standard di redazione" della dichiarazione del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili da inserire nel testo dei comunicati relativi all'approvazione dei dati contabili riferiti a periodi successivi al 1° luglio 2007.*

A giugno 2007 i consigli di amministrazione di Borsa Italiana Spa e del London Stock Exchange Group plc hanno annunciato la conclusione di un accordo sui termini dell'offerta di acquisizione da parte del London Stock Exchange Group plc nei confronti di Borsa Italiana.

*L'offerta ha valutato complessivamente Borsa Italiana 1,6 miliardi di euro circa, corrispondente a 100,7 euro per singola azione. Gli azionisti di Borsa Italiana che hanno accettato l'offerta rappresentano circa il 99,92% del capitale sociale.*

*Fra gli elementi di novità legati all'integrazione vi è l'adozione da parte di Borsa Italiana della piattaforma tecnologica "TradeElect" del London Stock Exchange. La migrazione è prevista per il settembre 2008. Tale evento richiederà un aggiornamento del regolamento dei mercati adottato da Borsa Italiana e soggetto ad approvazione della Consob.*

Nell'agosto 2007 la Consob, ai sensi dell'art. 73, comma 3, del Tuf ha approvato le modifiche allo statuto di Borsa Italiana, deliberata dall'assemblea degli azionisti dell'8 agosto 2007, volte al perfezionamento della fusione con il London Stock Exchange.

*Le modifiche allo statuto di Borsa Italiana hanno riguardato: (i) il trasferimento delle azioni e il diritto di prelazione; (ii) l'intervento e la rappresentanza in assemblea; (iii) la nomina del consiglio di amministrazione, del presidente e del vice presidente del consiglio di amministrazione; (iv) la convocazione del consiglio di amministrazione; (v) la disciplina delle incompatibilità relative all'amministratore delegato e al direttore generale; (vi) la durata del comitato di consultazione; (vii) la data di chiusura degli esercizi sociali nonché la nomina della società di revisione.*

Le modifiche regolamentari che hanno caratterizzato, all'inizio del 2007, i mercati gestiti da Tlx Spa fanno seguito all'accordo per lo sviluppo e la promozione di tali mercati, concluso tra UniCredit Banca Mobiliare (azionista unico di Tlx Spa) e Banca Imi, nel mese di ottobre 2006.

*Tale accordo prevede l'acquisizione da parte di Banca Imi di una partecipazione del 50% del capitale sociale di Tlx Spa. Lo statuto è stato adeguato alle pattuizioni contenute nell'accordo parasociale concluso tra UniCredit e Banca Imi che, in sostanza, oltre a limitare la circolazione delle azioni, disciplina la governance della società e l'ingresso di nuovi soci. Alcune delle modifiche regolamentari ai mercati gestiti da Tlx Spa sono connesse all'ingresso del nuovo socio e riflettono nuove modalità operative; altre modifiche hanno riguardato gli orari di negoziazione e le modalità di esecuzione degli ordini.*

L'attività di vigilanza dell'Istituto ha riguardato, come di consueto, anche i Sistemi di scambi organizzati (Sso). Con riferimento all'avvio di nuovi sistemi, nel corso del 2007 le richieste di iscrizione all'elenco degli Sso sono state 15.

*In particolare, nel mese di settembre ha avviato le negoziazioni un nuovo sistema di scambi organizzati gestito da Borsa Italiana Spa (Mercato Alternativo dei Capitali). Detto sistema, riservato a investitori professionali, prevede requisiti di accesso semplificati per l'ammissione alla negoziazione di strumenti azionari di piccole e medie imprese.*

L'espletamento delle funzioni di vigilanza si è svolto nell'ambito dell'ordinario controllo sull'attività svolta dai singoli Sso e sul rispetto, da parte degli stessi, degli adempimenti previsti dalla normativa di settore.

*A conclusione dei controlli mirati a verificare il funzionamento di un Sso gestito da soggetto diverso da un intermediario abilitato, la Consob ha deliberato, nel mese di aprile, l'applicazione di una sanzione amministrativa nei confronti dell'amministratore unico, nonché della società, responsabile in solido, per il mancato adempimento di obblighi informativi verso il mercato e verso la stessa Commissione. Il sistema di scambi organizzati è stato cancellato dal relativo elenco in quanto non più operativo.*

### ***3. I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari***

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sui servizi di compensazione e sull'esercizio della attività di gestione accentrata di strumenti finanziari, nel mese di luglio, la Consob ha dato la propria intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione delle modifiche al Regolamento operativo della Cassa di Compensazione e Garanzia derivanti dall'estensione della sua operatività al ruolo di controparte centrale sul mercato dei derivati sull'energia elettrica, Idex.

Nel mese di marzo, la Consob ha rilasciato l'intesa alla Banca d'Italia – ai sensi di quanto previsto dal Provvedimento Banca d'Italia e Consob dell'8.9.2000 (vigente ancora per tutto il 2007) – per l'approvazione di alcune modifiche al Regolamento operativo dei servizi di liquidazione (Express II) e delle attività accessorie adottato da Monte Titoli Spa.

*Le suddette modifiche sono state apportate al fine di regolare lo svolgimento, da parte di Monte Titoli, di alcuni servizi accessori di nuova implementazione, quali il servizio di agente di regolamento su base transnazionale, i servizi di finanziamento in titoli e contante su garanzia (erogati dalla società di gestione in nome proprio), il servizio di gestione di conti di contante (strumentale all'attività di finanziamento) e il servizio di gestione dinamica e ottimizzata delle garanzie in strumenti finanziari.*

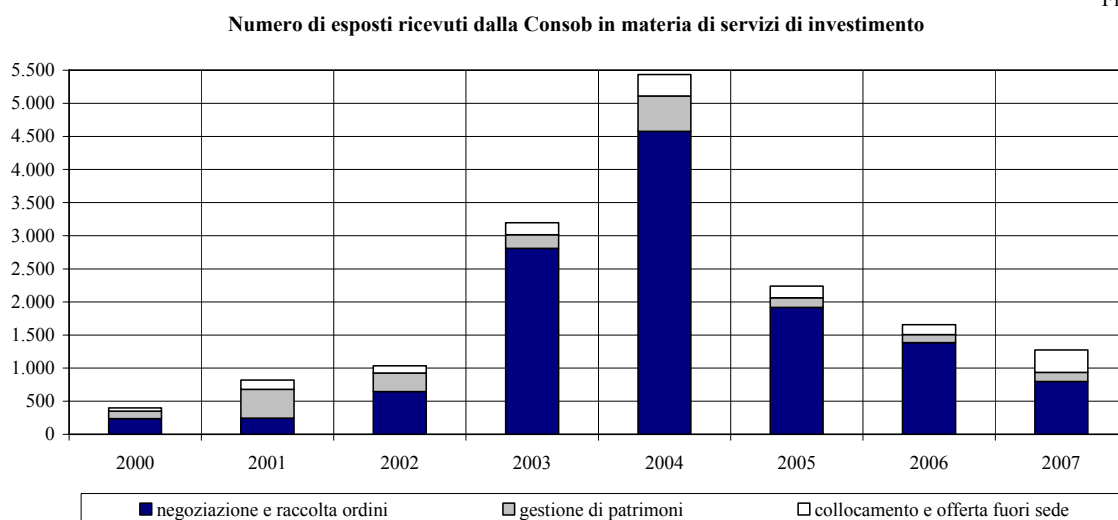


### III – LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

#### 1. Banche, Sim e agenti di cambio

Nel 2007 gli esposti ricevuti dalla Consob relativi alla prestazione di servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio hanno continuato a ridursi rispetto agli anni precedenti, sebbene continuano a essere un importante segnale per orientare l'attività di vigilanza. Sono diminuiti in particolare i reclami legati alla negoziazione e alla raccolta ordini, mentre l'incremento di quelli relativi al collocamento e all'offerta fuori sede si collega al persistere di un contenzioso relativo a prodotti collocati nel corso degli anni precedenti (Fig. 76).

Fig. 76



Nell'ambito delle iniziative di vigilanza intraprese nel 2007 la Commissione ha deciso di avviare 9 accertamenti ispettivi nei confronti di 2 banche e 4 Sim; altri 3 accertamenti hanno riguardato Sgr (si veda il successivo paragrafo 2) (Tav. 26).

Tav. 26

Attività ispettiva nei confronti di intermediari

	Accertamenti ispettivi		Accertamenti iniziati nei confronti di:					Accertamenti conclusi nei confronti di:				
	Iniziati	Conclusi	Sim <sup>1</sup>	Banche	Sgr <sup>1</sup> Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Sim <sup>1</sup>	Banche	Sgr <sup>1</sup> Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari
2003	10	14	1	9	--	--	--	5	8	1	--	--
2004	3	6	--	2	1	--	--	--	5	1	--	--
2005	12	9	4	2	6	--	--	1	4	4	--	--
2006	5	9	3	2	--	--	--	5	2	2	--	--
2007	9	9	4	2	3	--	--	2	4	3	--	--

<sup>1</sup> Sono incluse le società fiduciarie.

Le rilevanti modifiche al quadro regolamentare di riferimento dovute al recepimento della Mifid nel novembre 2007 hanno indotto la Commissione ad avviare, già nei mesi precedenti, un'intensa azione di dialogo con l'industria per facilitare il processo di adeguamento dei sistemi e delle strutture operative aziendali al nuovo assetto normativo.

Il confronto con gli intermediari, che proseguirà in modo mirato anche nel 2008, si è sostanziato nella formulazione di indirizzi operativi e nell'emanazione di orientamenti interpretativi di "livello 3" (si veda il Capitolo V "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali").

Nel corso del 2007 è proseguita l'attività di vigilanza nei confronti di intermediari operativi nel segmento dei derivati Otc con imprese non finanziarie ed enti pubblici. L'azione di vigilanza iniziata nel 2004 tramite un'analisi del settore si è conclusa con la definizione di alcuni procedimenti sanzionatori (si veda il successivo capitolo IV "I provvedimenti sanzionatori e cautelari"). Sulla base di verifiche ispettive condotte dalla Banca d'Italia nel 2007 è stato poi avviato un ulteriore procedimento sanzionatorio.

*Le indagini della Commissione hanno messo in luce che i contratti più diffusi fra imprese ed enti pubblici erano gli interest rate swap, spesso aventi strutture complesse o "esotiche". Risultavano pure molto diffusi i contratti swap non par che prevedevano, sin dal momento della stipula, un valore di mercato negativo per i clienti; l'equilibrio finanziario della transazione veniva in alcuni casi realizzato mediante il versamento di una somma di denaro upfront da parte dell'intermediario.*

*Gli intermediari offrivano i derivati Otc assumendo posizioni in contropartita diretta con i clienti, che risultavano molto spesso classificati come "operatori qualificati". Grazie a tale qualificazione, gli intermediari risultavano tenuti a rispettare solamente i doveri generali di trasparenza, correttezza e diligenza, ma non quelli, molto più pregnanti e articolati, di valutazione della piena adeguatezza degli strumenti proposti o consigliati alla propensione al rischio, alla situazione patrimoniale e alle conoscenze finanziarie dei clienti.*

*Gli esiti dell'indagine hanno indotto la Commissione ad avviare specifiche azioni di vigilanza, esaminando analiticamente l'operatività dei principali gruppi bancari operanti sul mercato dei derivati Otc.*

*Sono state quindi avviate, anche in collaborazione con la Banca d'Italia, diverse verifiche ispettive per accertare le modalità di "ingegnerizzazione" dei prodotti derivati Otc e di distribuzione ai clienti non finanziari.*

*Le verifiche condotte hanno messo in luce che i derivati Otc sono stati generalmente proposti alla clientela come strumenti di copertura del rischio. Tuttavia si è spesso rilevata la mancanza di presidi organizzativi e procedurali che potessero assicurare che le operazioni proposte fossero effettivamente definibili di copertura, secondo le indicazioni fornite dalla Commissione in apposita comunicazione; è risultato infatti che i derivati proposti erano sovente, per loro stessa struttura, inadatti al soddisfacimento dei bisogni di copertura di aziende non finanziarie o di enti pubblici.*

*Si è poi rilevato che in alcuni casi non erano presenti procedure aziendali atte a ricostruire a posteriori e a giustificare il pricing dei contratti e che in alcuni casi il prezzo dei contratti era particolarmente vantaggioso per le banche. In sostanza, i derivati erano proposti alla clientela come contratti alla pari, mentre in realtà presentavano un valore di mercato negativo per i clienti.*

*In tali casi le procedure aziendali sono spesso risultate non idonee a garantire la ordinata, corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti derivati Otc. Sono state riscontrate carenze sia nella fase di “produzione” (procedure di ingegnerizzazione dei prodotti e di pricing, governo del processo produttivo da parte del vertice aziendale) sia nella fase “distributiva” (selezione della clientela, selezione delle operazioni e vigilanza degli addetti).*

Considerate le generalizzate carenze rilevate nel settore della vendita di derivati Otc, la Commissione ha avviato un’iniziativa di vigilanza di carattere più ampio, attraverso la convocazione degli esponenti aziendali dei principali intermediari attivi nel settore, per sollecitare lo sviluppo di misure di adeguamento della struttura operativa agli obblighi normativi.

*In particolare, si è raccomandato agli intermediari di valutare le reali necessità di copertura dei clienti e di suggerire i prodotti più idonei, anche tenendo conto del costo di opportunità alternative.*

*È stata sottolineata poi la necessità che gli intermediari si dotino di procedure di pricing trasparenti e verificabili ex post e che il processo di pricing sia predeterminato, basato su metodologie di valutazione diffuse sul mercato e oggetto di revisioni periodiche sia da parte delle strutture di front office sia da parte della funzione di controllo interno.*

Sulla base delle risultanze dell’attività di vigilanza, nel corso dell’anno è stata avviata un’azione di *enforcement* nei confronti di un agente di cambio.

*In particolare, la Commissione ha prima provveduto a sospendere l’operatore e a nominare un commissario incaricato della gestione e successivamente ha proposto al Ministero dell’economia e delle finanze l’adozione di un provvedimento di cancellazione dell’agente di cambio dal ruolo unico nazionale.*

La Commissione ha trasmesso al Ministero dell’economia e delle finanze le proprie valutazioni con riguardo a proposte di modifica dello statuto e del regolamento operativo del Fondo nazionale di garanzia deliberate dal Comitato di gestione nel corso del 2007. In tale circostanza la Commissione ha evidenziato la necessità di adeguare la disciplina del sistema di indennizzo al nuovo panorama normativo di riferimento, derivante dal recepimento della MiFID.

*Il Fondo ha proseguito la nuova gestione avviata con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1 febbraio 1998 (Tav. 27). In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per un caso di insolvenza di una Sim nel 2007. Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero dell’economia e delle finanze, relativa alle insolvenze pregresse.*

Tav. 27

**Interventi del Fondo nazionale di garanzia**  
(situazione al 31 dicembre 2007; valori monetari in migliaia di euro)

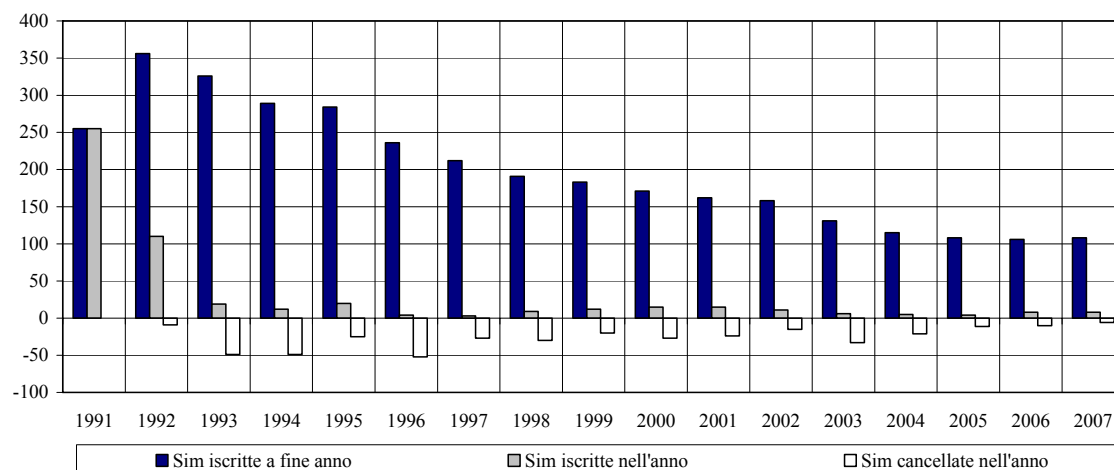
	Insolvenze <sup>1</sup>		
	Sim	Agenti di cambio	Totale
1997	4	1	5
1998	2	3	5
1999	1	1	2
2000	1	--	1
2001	1	--	1
2002	--	2	2
2003	2	1	3
2004	--	--	--
2005	--	--	--
2006	4	--	4
2007	1	--	1
<i>Totale insolvenze</i>	<i>16</i>	<i>8</i>	<i>24</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>14</i>	<i>8</i>	<i>22</i>
Numero creditori ammessi	1.888	878	2.766
Importo crediti ammessi <sup>2</sup>	21.910	34.956	56.866
Interventi del fondo <sup>3</sup>	6.004	9.801	15.805

Fonte: elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. <sup>1</sup> Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. <sup>2</sup> Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. <sup>3</sup> Interventi correlati ai crediti iscritti, di cui circa 47.000 euro accantonati a fronte di crediti oggetto di giudizi di opposizione in corso.

Nel 2007, per la prima volta dal 1992, si è registrato un incremento delle Sim iscritte nell'Albo tenuto dalla Consob (da 106 al 31 dicembre 2006 a 108) (Fig. 77); il numero di cancellazioni dall'Albo è risultato in sensibile diminuzione rispetto agli anni passati (Tav. 28).

Fig. 77

Dinamica dell'Albo delle Sim



Sim: cancellazioni dall'Albo<sup>1</sup>

	Motivazioni								Totale
	Crisi dell'intermediario <sup>2</sup>	Fusioni e scissioni	Liquidazione volontaria – Variazione dell'attività	Trasformazione in banca	Trasformazione in Sgr	Trasformazione da fiduciaria a sim	Non operativa <sup>6</sup>	Mancato esercizio servizi autorizzati	
1992-1997	37	29	100	5	–	2	38	--	211
1998	2	7	16	4	--	--	–	1	30
1999	1	9 <sup>3</sup>	4	--	4	2	–	--	20
2000	1	3	11	3	7	1	–	1	27
2001	1	3	6	10 <sup>4</sup>	3 <sup>5</sup>	--	–	--	23
2002	--	3	5	4	--	1	–	2	15
2003	2	21	8	1	1	--	–	--	33
2004	--	10	8	2	--	1	–	--	21
2005	--	3	6	1	--	--	1	--	11
2006	4	3	2	--	--	--	--	1	10
2007	1	2	1	1	1	--	--	--	6

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato si riferisce al numero totale delle delibere di cancellazione dall'Albo e include anche i provvedimenti relativi alla sezione speciale dell'Albo riguardante le società fiduciarie. <sup>2</sup> Sono inclusi i decreti del Ministero dell'economia e delle finanze, i provvedimenti Consob, i fallimenti e le liquidazioni coatte amministrative. <sup>3</sup> È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d'azienda a una società del gruppo. <sup>4</sup> In 3 casi si tratta di operazioni di fusione per incorporazione in banche. <sup>5</sup> Si tratta di 3 operazioni di fusione per incorporazione in Sgr. <sup>6</sup> Al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. 415/1996 (art. 60).

Anche il numero di banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento risulta in crescita (da 736 nel 2006 a 742 nel 2007).

Nel 2007 la Commissione ha esercitato le nuove competenze di vigilanza in materia di collocamento e distribuzione di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (polizze vita dei rami III e V) previste dalla legge sul risparmio.

Sono stati esaminati 444 prospetti informativi relativi a prodotti assicurativi (161 relativi a *unit linked*, 187 relativi a *index linked* e 96 relativi a prodotti di capitalizzazione), di cui 182 sono stati oggetto di specifiche azioni di vigilanza. Tali interventi hanno spesso comportato degli approfondimenti di natura quantitativa tesi a verificare la corretta rappresentazione del profilo di rischio dei prodotti.

*In generale, la vigilanza sui prospetti dei prodotti finanziari emessi da assicurazioni si è focalizzata sulla conformità dell'informativa contenuta nella documentazione d'offerta agli schemi dettati in via regolamentare, che richiedono un'indicazione qualitativa del grado di rischio del prodotto e una adeguata rappresentazione degli scenari di rendimento del capitale investito al termine della durata del contratto. È stata verificata anche la trasparenza sui profili di costo dei prodotti.*

## 2. Le società di gestione del risparmio

La vigilanza sulle Sgr che gestiscono fondi comuni aperti si è focalizzata, in continuità con gli anni precedenti, sugli aspetti concernenti, da un lato, i meccanismi organizzativi e procedurali adottati dalle società al fine di assicurare un corretto svolgimento dell'attività gestoria e, dall'altro, sulla coerenza fra l'operatività posta in essere nell'ambito della gestione dei fondi comuni aperti e il mandato gestorio.

*Nell'ambito dell'analisi relativa ai meccanismi organizzativi e procedurali adottati dalle Sgr sono state considerate società già oggetto di verifica nel triennio 2004-2006 (8 di medie dimensioni e 9 di grandi dimensioni) e società interessate da operazioni di integrazione. L'attività di vigilanza informativa si è sviluppata attraverso richieste di dati e notizie, estese in alcuni casi anche alle società di revisione contabile, in interventi di convocazione degli organi sociali e in incontri con gli esponenti aziendali di società di gestione e con le relative società di revisione.*

*La Commissione ha poi analizzato l'operatività degli oltre 1.000 fondi comuni aperti che risultavano operativi al 30 giugno 2007 per ciò che riguarda lo stile di gestione (attivo/passivo/flessibile) e le commissioni, con riferimento al periodo 1° gennaio 2006 - 30 giugno 2007.*

*Sotto il profilo dello stile gestionale è emerso che le Sgr hanno operato seguendo un approccio prudente, caratterizzato, per i fondi a benchmark, dall'allineamento delle scelte gestorie al parametro di riferimento e, per i fondi flessibili, dall'assunzione di un grado di rischio sensibilmente inferiore a quello dichiarato. Più in generale, è emerso che i fondi flessibili risultano stabilmente investiti in determinate asset class, assumendo un elevato grado di correlazione con specifici mercati di riferimento.*

*Sotto il profilo dei costi, si è rilevato che molti fondi con uno stile di gestione di fatto passivo hanno commissioni significativamente più elevate rispetto a prodotti simili quali i fondi passivi quotati (Etf).*

Nel 2007 è proseguita l'attività di vigilanza di trasparenza sui prospetti degli Oicr italiani e di quelli esteri quotati in Italia.

*Particolare attenzione è stata dedicata all'informativa sull'entità percentuale delle retrocessioni di commissioni a favore dei collocatori. Tale dato accresce la trasparenza sulla remunerazione dei collocatori e persegue l'obiettivo di rendere edotto l'investitore circa il fatto che l'attività di assistenza/consulenza prestata in fase di "vendita" non si esaurisce con il pagamento della commissione di sottoscrizione, ma continua nel corso del periodo di investimento nel fondo con la retrocessione da parte della Sgr di una quota preponderante delle commissioni di gestione e/o di incentivo.*

*Sebbene la remunerazione dei soggetti collocatori continui a rappresentare la quota preponderante del costo sostenuto dall'investitore, nel 2006 tale quota ha registrato una lieve diminuzione, passando dal 75% circa (nel 2005) al 70%.*

La Commissione ha, inoltre, proseguito l'azione di controllo sul mercato dei fondi chiusi immobiliari, in considerazione della continua crescita di tale segmento dell'asset

*management. L'attività di vigilanza ha avuto ad oggetto principalmente l'analisi dei criteri alla base delle decisioni di investimento o disinvestimento dei beni detenuti in portafoglio.*

*L'azione di vigilanza è stata focalizzata sui presidi adottati dalle Sgr per assicurare che il processo decisionale di investimento e dismissione degli asset immobiliari avvenisse nel rispetto delle regole di correttezza, diligenza e trasparenza comportamentale, con particolare riferimento alle procedure di determinazione e di controllo delle valutazioni degli immobili e alla gestione dei conflitti di interesse.*

*Nell'ambito dell'attività di vigilanza svolta nel 2007 sono state valutate anche le richieste di quotazione di 2 fondi immobiliari, che prevedono nel regolamento di gestione l'effettuazione di offerte semestrali di quote di nuova emissione a fronte delle quali è possibile procedere a rimborsi anticipati.*

L'attività di vigilanza sulla correttezza comportamentale delle Sgr ha riguardato anche la gestione dei fondi mobiliari chiusi, specializzati in azioni non quotate di società di medio-piccola dimensione con difficoltà di accesso al mercato del capitale di rischio (cosiddetti fondi di *private equity*).

*L'attività di vigilanza sui fondi di private equity si è focalizzata in particolare sulla presenza di misure di prevenzione e gestione delle situazioni di conflitto di interessi e di procedure idonee ad assicurare il corretto esercizio dei diritti sociali inerenti alle partecipazioni detenute dai fondi.*

Nel 2007 è proseguito l'esame della struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr.

*La composizione dei consigli di amministrazione delle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito al 31 dicembre 2007 (rappresentative dell'86% del totale del patrimonio gestito dei fondi armonizzati di diritto italiano) evidenzia che il numero complessivo dei consiglieri è diminuito di 35 unità rispetto al 2006, passando da 214 a 179; tale riduzione ha riguardato prevalentemente i consiglieri non esecutivi (Tav. 29). Il numero di consiglieri indipendenti risulta basso, con una media di circa un consigliere indipendente ogni 6 nel 2007, contro un rapporto di uno a 3 suggerito dai Codici di Autodisciplina per le società quotate; si rileva, tuttavia, un miglioramento rispetto all'anno precedente, quando il rapporto si attestava a circa un consigliere indipendente ogni 7 consiglieri.*

*Come rilevato negli anni precedenti, anche nel 2007 risulta confermata la parziale disapplicazione dei requisiti richiesti dai protocolli di autonomia dell'associazione di categoria ai fini dell'attribuzione della qualifica di consigliere indipendente (assenza di deleghe operative nella società e di rapporti di affari o professionali con la Sgr o con società del gruppo). In particolare sono: i) 16 i casi (rispetto agli 11 del 2006) in cui i consiglieri indipendenti ricoprono altre cariche nelle società del gruppo; ii) 4 i casi di consiglieri indipendenti che ricoprono incarichi dirigenziali in altre società del gruppo di appartenenza delle Sgr. Sono stati poi rilevati 6 casi (7 nel 2006) in cui non vi sono consiglieri segnalati come indipendenti.*

*Infine, l'analisi ha messo in luce un aumento del numero di consiglieri di Sgr che ricoprono incarichi di tipo dirigenziale all'interno della capogruppo o in altre società del gruppo.*

**Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo**  
(numero di consiglieri)

		Cariche ricoperte nelle Sgr							Totale
		Amministratore Delegato	Consigliere	Consigliere esecutivo	Consigliere indipendente	Presidente	Presidente consigliere esecutivo	Presidente consigliere indipendente	
		2007							
Cariche ricoperte nella capogruppo	Presidente		2						2
	Vice Presidente		1					1	2
	Amministratore Delegato		2						2
	Consigliere		7	1	2	2			12
	Consigliere esecutivo		3			1			4
	Consigliere indipendente								--
	Direttore Generale		4				1		5
	Vice Direttore Generale	1	2	1					4
	Dirigente	1	12			2			15
Cariche in altre società del gruppo		10	44	9	14	6	3		86
Senza cariche nelle società del gruppo		1	25	3	14	1		3	47
<i>Totale complessivo</i>		<i>13</i>	<i>102</i>	<i>14</i>	<i>30</i>	<i>12</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>179</i>
		2006							
Cariche ricoperte nella capogruppo	Presidente		2						2
	Vice Presidente		2		1	2		1	6
	Amministratore Delegato		2			1			3
	Consigliere		6		2	3			11
	Consigliere esecutivo			1		2	1		4
	Consigliere indipendente								--
	Direttore Generale	2	6			1			9
	Vice Direttore Generale		2	1					3
	Dirigente	1	8			1			10
Cariche in altre società del gruppo		8	56	12	8	9	2		95
Senza cariche nelle società del gruppo		2	37	4	19	5		4	71
<i>Totale complessivo</i>		<i>13</i>	<i>121</i>	<i>18</i>	<i>30</i>	<i>24</i>	<i>3</i>	<i>5</i>	<i>214</i>

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi alle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito. Dati di fine periodo.

Nel 2007 la Commissione ha rilasciato alla Banca d'Italia 82 pareri relativi all'istituzione o allo scioglimento di Sgr, a operazioni straordinarie sul capitale e all'esternalizzazione di alcune funzioni aziendali di Sgr (44 nel 2006).

A fine 2007 risultavano iscritte nell'Albo tenuto dalla Banca d'Italia 211 Sgr (196 a fine 2006). Le nuove Sgr istituite nel 2007 hanno ad oggetto prevalentemente la gestione di fondi chiusi o speculativi.



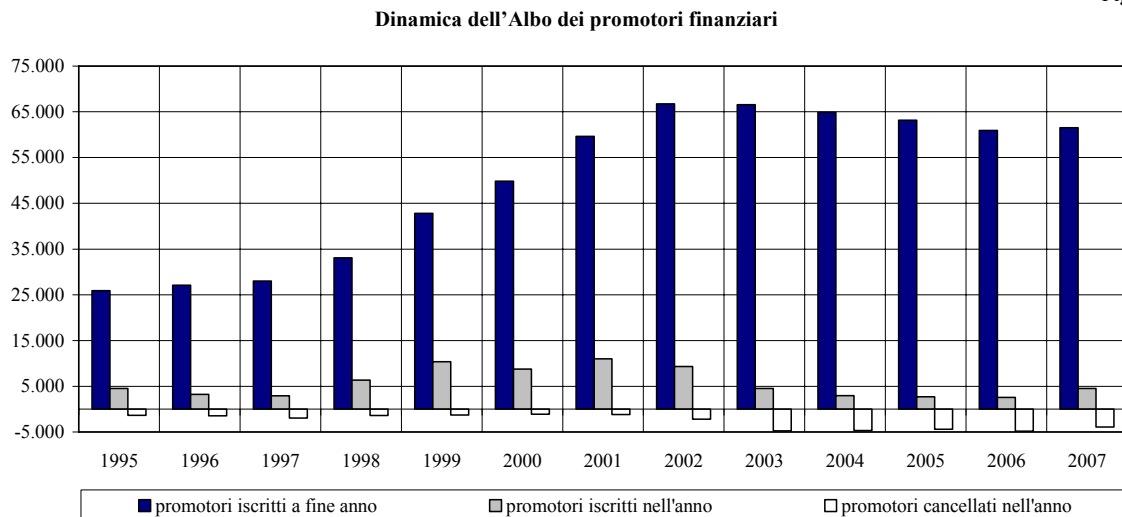
### 3. I promotori finanziari

L'azione di vigilanza sui promotori finanziari ha tratto impulso dagli esposti degli investitori, dalle verifiche ispettive condotte presso intermediari, dalle comunicazioni dell'Autorità Giudiziaria e della Polizia Giudiziaria e dalle segnalazioni degli intermediari.

Nel 2007 la Consob ha adottato nei confronti dei promotori finanziari numerosi provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività e ha trasmesso 24 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria relative a ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore finanziario (si veda il successivo capitolo IV "I provvedimenti sanzionatori e cautelari").

*Nel 2007 si è registrato un aumento, se pur lieve, del numero di promotori iscritti nell'Albo tenuto dalla Consob; al 31 dicembre 2007 i promotori finanziari iscritti all'Albo erano 61.541, a fronte dei 60.920 del 2006 (+1%) (Fig. 78).*

Fig. 78



## IV – I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

### 1. L'attività sanzionatoria

I numerosi interventi legislativi degli ultimi anni hanno profondamente mutato il previgente sistema sanzionatorio previsto dal Tuf sia sotto il profilo del diritto sostanziale, sia sotto il profilo procedurale.

*L'efficacia del sistema sanzionatorio è stata rafforzata, in particolare, per quanto attiene alla repressione di comportamenti concretanti abusi di mercato per i quali è stato definito un sistema composito, nel cui ambito a sanzioni amministrative pecuniarie di importo anche decisamente rilevante si accompagnano sanzioni accessorie interdittive e patrimoniali a contenuto ablativo (confisca di beni), oltre a sanzioni pecuniarie per responsabilità propria dell'ente a cui l'autore della violazione appartiene, ai sensi dell'art. 187-quinquies del Tuf.*

*Per quanto riguarda il profilo procedurale, l'aspetto di maggiore rilevanza ha riguardato l'attribuzione diretta alla Consob del potere di applicare le sanzioni, a conclusione di un iter procedimentale che, per espressa volontà del legislatore, deve essere improntato alla salvaguardia del principio di separazione tra funzioni istruttorie – la cui attivazione e il cui svolgimento rientrano tra le attribuzioni proprie degli uffici dell'Istituto – e funzioni decisorie, rimesse all'autonomia valutativa e deliberativa della Commissione.*

*In attuazione di tale previsione normativa – introdotta con la legge n. 62 dell'aprile 2005, di recepimento della normativa comunitaria in materia di abusi di mercato, e riaffermata poi con la legge n. 262 (legge sul risparmio) del successivo dicembre – già nel giugno 2005 sono state definite conseguenti regole procedurali, funzionali a garantire l'osservanza del precetto e il pieno dispiegarsi del diritto di difesa dei soggetti coinvolti. I numerosi procedimenti sanzionatori avviati e conclusi sino a oggi sono stati espletati in conformità a tali regole.*

Nel corso del 2007 la Commissione ha adottato provvedimenti finali relativi a 227 procedimenti sanzionatori (116 nel 2006); di questi, 200 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni per accertate violazioni delle disposizioni del Tuf e dei relativi regolamenti attuativi.

L'ammontare delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a 43,7 milioni, a fronte di 8 milioni di euro circa nel 2006; inoltre, sono stati sequestrati, prima, e confiscati, poi, beni per un controvalore complessivo pari a € 39,9 milioni di euro, a seguito di accertate fattispecie di *insider trading*. Nei confronti degli autori di violazioni concretanti abusi di mercato sono state anche applicate sanzioni interdittive accessorie (perdita dei requisiti di onorabilità e incapacità ad assumere incarichi di direzione, amministrazione e controllo) per complessivi 117 mesi.

## 2. I provvedimenti in materia di abusi di mercato

Il notevole incremento dell'attività sanzionatoria e, in tale contesto, del volume delle sanzioni applicate è effetto, prevalentemente, delle nuove norme in materia di *market abuse* di derivazione comunitaria (legge n. 62/2005), nel cui ambito applicativo sono da subito ricadute vicende societarie e di mercato di grande rilievo.

Nel 2007 i provvedimenti sanzionatori assunti dalla Commissione per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato, sono stati complessivamente 11, di cui 3 relativi a condotte manipolative e 8 concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate (Tav. 30).

Tav. 30  
**Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato**  
 (valori monetari in migliaia di euro)

	Insider trading	Manipolazione	Totale
Numero casi	8	3	11
Numero soggetti interessati	8	9	17
Numero soggetti interessati da pene accessorie	8	5	13
Pene accessorie (mesi)	63	54	117
Importo sanzioni	5.358	30.207	35.565
Importo confische	39.893	--	39.893

È stato inoltre applicato un provvedimento di ostacolo alla attività di vigilanza ai sensi dell'articolo 187-*quinquiesdecies* del Tuf.

Le sanzioni amministrative pecuniarie comminate – di importo complessivamente pari a circa 35,6 milioni di euro (di cui quasi 5,4 milioni di euro per abuso di informazioni privilegiate e poco più di 30,2 milioni di euro per manipolazione del mercato) – hanno riguardato in tutto 17 soggetti, di cui 13 persone fisiche e 4 persone giuridiche, queste ultime sanzionate ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (responsabilità dell'ente).

Nei confronti delle stesse persone fisiche è stata, altresì, applicata la sanzione interdittiva accessoria (obbligatoria) di cui all'art. 187-*quater* del Tuf (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate) per complessivi 117 mesi. In relazione alle accertate fattispecie di abuso di informazioni privilegiate è stata, infine, disposta la confisca (obbligatoria) di beni appartenenti agli autori delle violazioni per un valore complessivamente pari a circa 39,9 milioni di euro.

In due casi, inoltre, sono state comminate sanzioni pecuniarie nei confronti di 3 persone fisiche per accertate violazioni dell'art. 187-*quinquiesdecies* del Tuf (procurato ritardo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob), per complessivi 430 mila euro.

Avverso tutti i provvedimenti indicati è stato presentato ricorso; solo in un caso è stata assunta una decisione, non definitiva, che, pur confermando l'impianto accusatorio dalla Consob, ha parzialmente ridotto l'entità della sanzione applicate.

*La nuova normativa in materia di abusi di mercato ha trovato la sua prima applicazione in relazione agli accertamenti svolti a seguito della diffusione da parte di due società del Gruppo Agnelli (Ifil Investments Spa e Giovanni Agnelli & C. Sapa), in data 24 agosto 2005, di due comunicati stampa con cui veniva reso noto, tra l'altro, che non era stata a quel tempo "intrapresa né studiata alcuna iniziativa in relazione alla scadenza del prestito convertendo" Fiat Spa prevista per il successivo mese di settembre, funzionale a evitare l'effetto diluitivo della partecipazione all'epoca detenuta da Ifil al capitale di Fiat Spa, riveniente dall'esecuzione dell'aumento di capitale sociale di quest'ultima società posto al servizio del predetto prestito "convertendo" sottoscritto con le banche.*

*La complessa e articolata attività di indagine svolta dalla Consob anche mediante la cooperazione internazionale ha fatto, invece, emergere che due comunicati stampa diffusi dalle predette società contenevano una rappresentazione falsa della situazione all'epoca esistente, idonea a fornire al pubblico degli investitori indicazioni fuorvianti, proprio nella parte in cui veniva dichiarato che non era stata "intrapresa né studiata alcuna iniziativa in relazione alla scadenza del prestito convertendo" con le banche.*

*Tale falsa rappresentazione discendeva dal fatto che alla data di pubblicazione dei comunicati era già in corso di attuazione il progetto finalizzato a mantenere al 30% la partecipazione di Ifil Investments Spa in Fiat Spa, contestualmente all'esecuzione dell'aumento di capitale sociale connesso alla scadenza del prestito "convertendo". Detto progetto era fondato sull'esistenza di un contratto di equity swap stipulato il 26 aprile 2005 tra Merrill Lynch International ed Exor Group Sa (società facente parte del Gruppo Agnelli), avente ad oggetto 90 milioni di azioni Fiat Spa e recante una clausola che consentiva, previo accordo tra le parti, la consegna materiale dei titoli Fiat Spa al Gruppo Agnelli, come poi effettivamente avvenuto in coincidenza con l'esecuzione del predetto aumento di capitale (si veda anche il par. I del successivo Capitolo VII "I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob").*

*Quanto sopra ha sostanziato una violazione dell'art. 187-ter del Tuf (manipolazione informativa del mercato), con conseguente applicazione di sanzioni pecuniarie nei confronti delle persone fisiche responsabili a vario titolo delle violazioni, nonché delle due società del Gruppo Agnelli per conto delle quali erano stati diffusi i due comunicati. A carico delle stesse persone fisiche è stata, altresì, applicata la sanzione interdittiva accessoria obbligatoria della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e dell'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo.*

*Le condotte manipolative del mercato – nella forma della cosiddetta manipolazione "mista", ossia di tipo informativo e operativo – sono state accertate anche in relazione all'andamento del titolo Rcs nel periodo aprile-agosto 2005, alla luce dell'operatività su tale titolo posta in essere nello stesso periodo da una persona fisica tramite due società alla stessa riconducibili.*

*Gli accertamenti svolti hanno consentito di acclarare che una persona fisica aveva posto in essere, anche tramite le società Magiste International Sa e Garlsson Real Estate Sa alla stessa riconducibili, una serie di condotte manipolative, sia mediante operazioni di mercato che*

*attraverso la diffusione al pubblico di informazioni false e fuorvianti, nell'ambito di una strategia tesa a richiamare l'attenzione del pubblico sul titolo Rcs e, per tale via, a sostenerne le quotazioni. Tali condotte hanno ingannato il mercato, alimentando aspettative di "scalata" di Rcs e influenzando sulla formazione dei prezzi del titolo.*

*A fronte delle risultanze delle indagini, sono state applicate sanzioni amministrative pecuniarie a carico della stessa persona fisica, di Magiste International Sa e Garlsson Real Estate Sa. Nei confronti della medesima persona fisica è stata anche comminata una seconda sanzione pecuniaria, ai sensi dell'art. 187-quinquiesdecies del Tuf per procurato ritardo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob, nonché le sanzioni accessorie della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e dell'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo. In relazione alla medesima vicenda e sempre per violazione dell'art. 187-quinquiesdecies del Tuf è stata applicata una sanzione pecuniaria anche nei confronti di un altro esponente aziendale del Gruppo Ricucci.*

*Altra vicenda che ha comportato l'applicazione di un provvedimento sanzionatorio per abusi di mercato ha riguardato l'andamento del titolo della Società Sportiva Lazio sul finire del 2005 e nei primi mesi dell'anno successivo.*

*Tale provvedimento è stato assunto nei confronti di una persona fisica che aveva diffuso, nel periodo ottobre 2005-marzo 2006, la notizia – rivelatasi falsa e anche idonea a fuorviare il pubblico degli investitori – dell'intenzione di acquisire il controllo della Società Sportiva Lazio Spa da parte di un gruppo chimico-farmaceutico estero e per aver egli fornito, nel tempo, indicazioni di dettaglio circa le capacità di investimento del gruppo in questione e circa la banca che avrebbe seguito le trattative.*

*Tale notizia è stata inoltre avvalorata dalla medesima persona fisica con affermazioni che hanno indotto il pubblico a ritenere che la Consob fosse all'epoca in possesso di elementi comprovanti la veridicità della stessa.*

*Ne è conseguita l'applicazione a carico del responsabile della violazione di una sanzione pecuniaria per accertata condotta manipolativa di tipo informativo, della sanzione interdittiva accessoria prevista dall'art. 187-quater del Tuf e della sanzione pecuniaria per ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob.*

*Nel corso del 2007 sono stati adottati 8 provvedimenti sanzionatori per accertate fattispecie di abuso di informazioni privilegiate (insider trading) nei confronti di altrettanti soggetti.*

*In 7 casi l'abuso di informazioni privilegiate è stato posto in essere da soggetti annoverabili nella categoria dei cosiddetti tippee, che comprende chiunque sia in possesso di un'informazione privilegiata per averla ricevuta da terzi. Tutti i provvedimenti hanno comportato l'applicazione – oltre che di sanzioni pecuniarie per violazione dell'art. 187-bis e di sanzioni interdittive accessorie ai sensi dell'art. 187-quater del Tuf – anche della confisca del profitto o del profitto e dei beni utilizzati per commettere l'illecito, individuati anche per equivalente.*

### 3. I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

I procedimenti concernenti violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare, conclusisi nel corso del 2007 con l'adozione di provvedimenti sanzionatori, sono stati 16 e hanno riguardato 7 Sim, 6 banche e 3 Sgr (Tav. 31, Fig. 79).

**Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari<sup>1</sup>**  
(valori monetari in migliaia di euro)

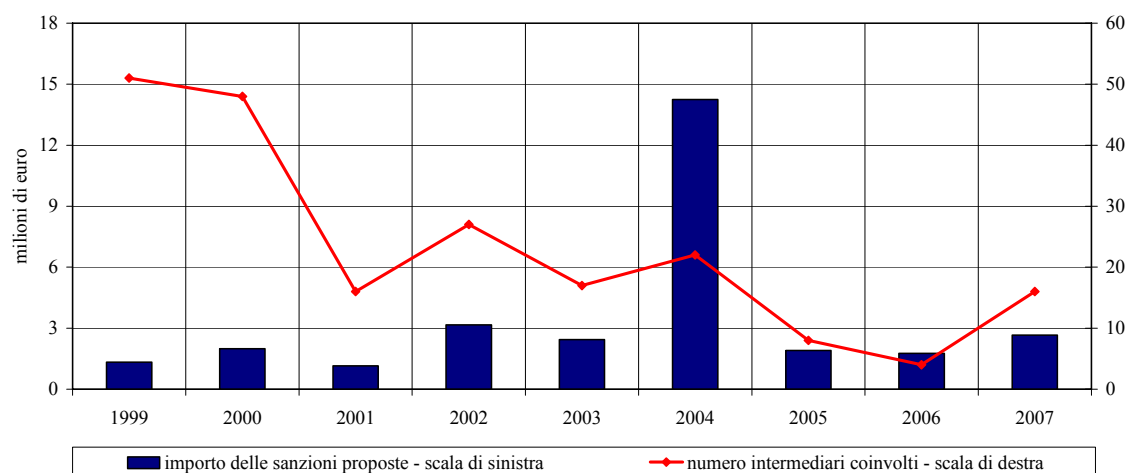
Tav. 31

	Numero intermediari coinvolti					Numero esponenti sanzionati					Importo delle sanzioni <sup>2</sup>				
	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale
1999	23	25	3	--	51	71	71	3	--	145	647	566	120	--	1.333
2000	13	21	14	--	48	71	88	14	--	48	986	901	100	--	1.987
2001	5	10	1	--	16	31	52	1	--	84	252	860	39	--	1.151
2002	5	12	5	5	27	90	161	6	61	318	557	1.319	136	1.147	3.159
2003	7	3	1	6	17	114	25	3	73	215	1.847	172	54	369	2.441
2004	18	3	1	--	22	504	11	1	--	516	14.087	108	55	--	14.250
2005	7	1	--	--	8	126	11	--	--	137	1.849	61	--	--	1.910
2006	1	1	--	2	4	32	16	--	48	96	680	296	--	787	1.763
2007	6	7	--	3	16	79	62	--	55	196	1.035	814	--	809	2.659

<sup>1</sup> A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze. <sup>2</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

**Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari<sup>1</sup>**

Fig. 79



<sup>1</sup> A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Le relative sanzioni pecuniarie – pari a circa € 2,7 milioni di euro – sono state comminate nei confronti di 196 esponenti aziendali, in ragione della carica sociale ricoperta (componenti del consiglio di amministrazione e/o del collegio sindacale dell'intermediario), ovvero tenendo conto della funzione aziendale cui sono risultati preposti.

*Le violazioni riscontrate a seguito delle iniziative di vigilanza, anche ispettive, poste in essere hanno avuto ad oggetto inadempienze di tipo sia procedurale che comportamentale.*

*Le irregolarità di maggior rilievo accertate sono state: (i) il mancato rispetto della disciplina primaria e secondaria che impone agli intermediari di disporre di risorse e procedure interne idonee ad assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi d'investimento e a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi medesimi, nonché ad assicurare una adeguata vigilanza interna sulle attività svolte dal personale addetto; (ii) il mancato rispetto delle disposizioni che impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; (iii) la violazione delle disposizioni in materia di conflitto d'interessi; (iv) la carenza delle informazioni fornite ai clienti in merito alle caratteristiche dei prodotti finanziari oggetto d'investimento; (v) la violazione delle disposizioni in materia di preimputazione e registrazione degli ordini; (vi) la mancata indicazione all'investitore, ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, di un parametro oggettivo di riferimento coerente con i rischi a essa connessi, in relazione al quale commisurare i risultati della gestione stessa; (vii) la violazione delle disposizioni in materia di tenuta del registro dei reclami ricevuti dalla clientela; (viii) la carenza delle procedure atte a consentire la compiuta valutazione dell'adeguatezza delle operazioni disposte dai clienti.*

*Tra i provvedimenti sanzionatori di maggiore rilevanza assunti nel corso del 2007 si segnalano quelli nei confronti di esponenti aziendali di due società del Gruppo Unicredit (Unicredit Banca Mobiliare Spa e Unicredit Banca d'Impresa Spa), in relazione a carenze procedurali riscontrate nell'operatività di detti intermediari in prodotti derivati Otc.*

*Le violazioni hanno riguardato l'inadeguatezza delle relative procedure interne, rivelatesi carenti sia in generale, sia con riguardo agli specifici profili emersi a seguito dell'attività di vigilanza svolta e oggetto di contestazione (selezione della clientela potenziale e delle operazioni proposte, pricing delle operazioni, vigilanza sulle attività svolte dal personale, ingegnerizzazione di nuovi prodotti, inidonea informativa fornita al Consiglio di amministrazione sui nuovi prodotti, introduzione di nuovi prodotti senza il coinvolgimento decisionale degli organi di vertice).*

*Meritano, infine, di essere segnalati i provvedimenti sanzionatori assunti nei confronti di 5 esponenti aziendali di altrettanti intermediari, per violazione delle disposizioni in materia di liquidazione delle operazioni effettuate sui mercati, in relazione all'operatività dagli stessi posta in essere – sia in conto proprio, sia in conto terzi – in sede di esecuzione dell'operazione di aumento del capitale sociale della società Alitalia del novembre 2005, sui titoli azionari Alitalia Spa, sui diritti di opzione connessi al possesso dei suddetti titoli azionari e sui diritti di opzione connessi al possesso dei titoli obbligazionari Alitalia.*

Dagli accertamenti svolti e posti a base dei citati provvedimenti sanzionatori è emersa un'operatività consistente: (i) nella reiterata vendita allo scoperto di titoli azionari Alitalia per importi rilevanti; (ii) nel contemporaneo acquisto di diritti al fine della sottoscrizione dell'aumento di capitale a un prezzo certo, decisamente più favorevole rispetto a quello corrente di mercato; (iii) nella copertura delle suddette vendite allo scoperto esclusivamente mediante impiego delle azioni rivenienti dall'esercizio dei diritti, disponibili solo in data successiva a quella di regolamento delle operazioni effettuate allo scoperto.

La mancata osservanza delle disposizioni concernenti la liquidazione delle operazioni eseguite sui mercati ha comportato la violazione sia di disposizioni del Tuf (art. 21, comma 1), sia della normativa attuativa emanata dalla Consob (art. 26 del regolamento n. 11522/98), laddove è stabilito che gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati in cui operano, sono tenuti all'osservanza delle regole di funzionamento dei mercati in cui prestano la loro attività.

Per ciò che concerne i promotori finanziari, nell'anno 2007 sono stati adottati 116 provvedimenti sanzionatori, di cui 64 radiazioni dall'Albo, 44 sospensioni a tempo determinato (da minimo un mese a massimo quattro mesi), 3 sanzioni pecuniarie per un importo di 3.096 euro e 5 richiami scritti (Tav. 32). Sono state, inoltre, effettuate 51 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte.

Tav. 32

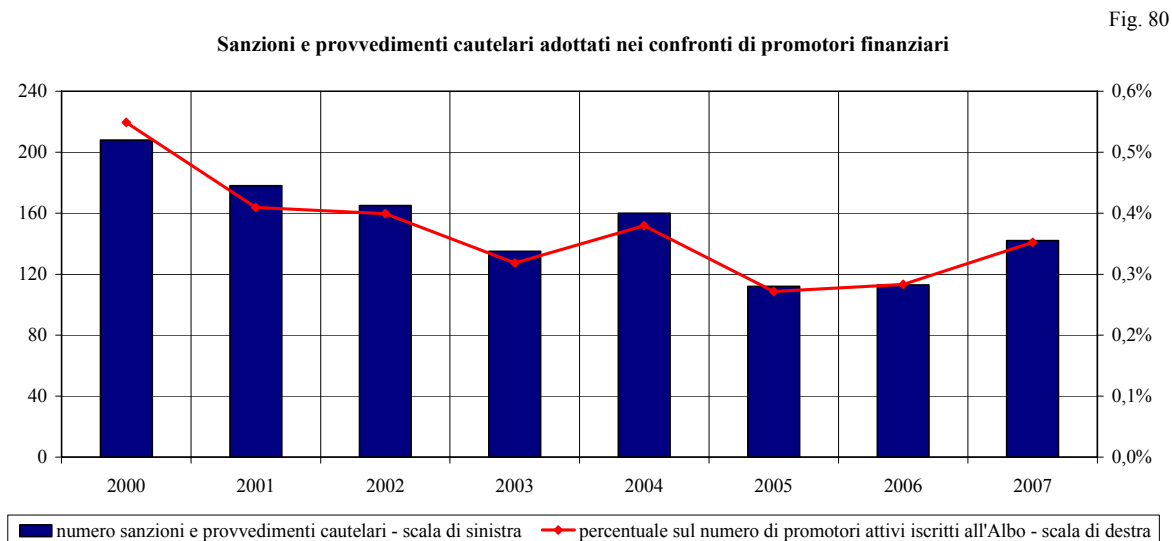
Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari

	Tipo di provvedimento							
	Richiamo	Radiazione dall'Albo	Sanzioni			Totale	Provvedimenti cautelari	Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
			Sospensione dall'Albo a tempo determinato	Sanzione amministrativa pecuniaria	Sospensione dell'attività a tempo determinato <sup>1</sup>			
1997	8	39	5	--	52	64	58	
1998	11	86	73	--	170	76	137	
1999	2	70	51	4	127	74	106	
2000	21	49	73	26	169	39	134	
2001	29	36	48	15	128	50	72	
2002	33	58	37	6	134	31	72	
2003	1	56	47	5	109	26	77	
2004	3	68	46	7	125	35	78	
2005	1	42	41	4	88	24	59	
2006	6	49	22	5	82	31	60	
2007	5	64	44	3	116	26	51	

<sup>1</sup> Per gli anni 1997 e 1998 il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 45, comma 4, del d.lgs. 415/1996 e, a far tempo dal 1° luglio 1998, ai sensi dell'art. 55 del Tuf.



Il numero di provvedimenti sanzionatori ha registrato un aumento rispetto all'anno precedente (116 a fronte degli 82 del 2006): in particolare, risultano raddoppiate le sospensioni (da 22 nel 2006 a 44 nel 2007); si registra, invece, un calo nel numero dei provvedimenti cautelari (da 31 a 26). I provvedimenti sanzionatori e cautelari riguardano un numero limitato di promotori rispetto all'insieme di quelli operativi (Fig. 80).



*Le infrazioni più ricorrenti poste in essere dai promotori finanziari sono risultate: (i) l'acquisizione di disponibilità di pertinenza degli investitori, anche mediante utilizzo dei codici per l'operatività on-line, associata sovente all'accettazione di mezzi di pagamento difformi da quelli consentiti dalla normativa di settore; (ii) la comunicazione o la trasmissione all'investitore di informazioni o documenti non rispondenti al vero (il più delle volte funzionale a celare comportamenti appropriativi); (iii) la mancata esecuzione di disposizioni impartite dalla clientela o anche l'effettuazione di operazioni non autorizzate anche unitamente alla contraffazione delle firme degli investitori; (iv) l'omessa verifica dell'identità degli investitori.*

Nel corso del 2007 è stato, infine, assunto un provvedimento sanzionatorio pecuniario nei confronti di un esponente aziendale della società Temex Spa, in relazione all'accertata violazione degli obblighi informativi verso il mercato e verso la Consob di cui alle regole di funzionamento del sistema di scambi organizzati denominato "Temex.it S.S.O."

*Più in particolare, le violazioni accertate hanno riguardato l'omessa segnalazione alla Consob delle oscillazioni di prezzo almeno pari al 20% rispetto al prezzo medio ponderato storico, riscontrate sul titolo Alinor Spa nel corso della seconda metà dell'anno 2005, e l'omessa predisposizione all'interno del sito internet del Sistema di scambi organizzati della scheda informativa in merito al medesimo titolo Alinor Spa, ai sensi del Regolamento Emittenti.*

#### 4. I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

I provvedimenti sanzionatori per violazioni della normativa in materia di emittenti assunti nel 2007 sono stati complessivamente 54 (13 nel 2006); essi hanno riguardato 83 violazioni poste in essere da 70 soggetti (61 nel 2006), taluni dei quali sanzionati per violazioni plurime della disciplina in materia di informativa societaria, partecipazioni rilevanti e patti parasociali, offerte pubbliche d'acquisto e sollecitazioni all'investimento (Tav. 33).

Tav. 33

**Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto<sup>1</sup>**  
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti sanzionati					Importo delle sanzioni					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	27	--	6	3	--	36	35	--	5	4	--	545	--	160	238	--	943
2002	14	--	12	11	--	37	24	--	18	43	--	1.404	--	400	300	--	2.104
2003	3	1	5	22	--	31	7	5	7	13	--	702	464	216	359	--	1.741
2004	4	--	2	1	--	7	7	--	2	1	--	1.023	--	57	10	--	1.090
2005	5	--	3	2	--	10	13	--	9	1	--	1.120	--	52	20	--	1.192
2006	2	3	4	4	--	13	20	22	14	5	--	2.071	2.995	817	445	--	6.328
2007	3	1	11	39	--	54	20	2	18	43	--	2.417	40	976	1.641	--	5.074

<sup>1</sup> A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

L'importo complessivo delle sanzioni irrogate dalla Commissione (circa 5,1 milioni di euro) e quello dei pagamenti in misura ridotta (circa 1,4 milioni di euro) risultano in riduzione rispetto ai valori registrati l'anno precedente, quando si attestavano rispettivamente a 6,3 e 5,4 milioni di euro (Tav. 34, Fig. 81).

*Gli accertamenti svolti in relazione all'operazione di equity swap conclusa tra Merrill Lynch ed Exor Group (Gruppo Agnelli) hanno fatto emergere, tra le altre, la violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti previsti dall'art. 120 del Tuf. Ne è conseguita l'applicazione di sanzioni pecuniarie nei confronti di due esponenti aziendali di Exor Group.*

Tav. 34

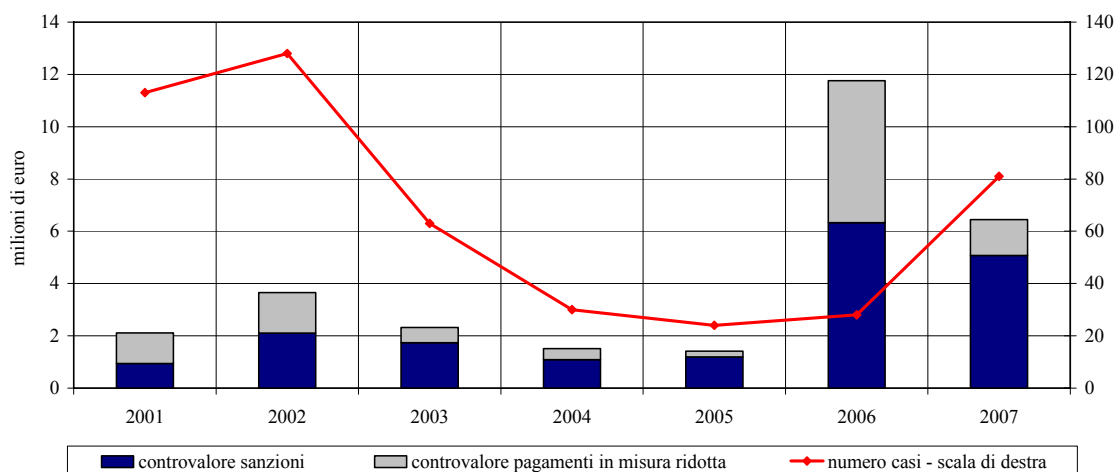
**Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni di norme  
in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto**  
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti						Importo dei pagamenti effettuati in misura ridotta					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	13	2	11	51	--	77	19	3	20	53	--	95	344	31	258	537	--	1.170
2002	6	1	6	78	--	91	6	1	6	77	--	90	207	103	392	845	--	1.547
2003	1	3	6	22	--	32	8	4	6	29	--	47	83	41	155	300	--	579
2004	4	6	7	6	--	23	31	6	7	6	--	50	203	62	72	83	--	420
2005	5	1	1	7	--	14	9	2	5	7	--	23	80	20	52	70	--	222
2006	4	4	2	5	--	15	6	72	2	16	--	96	124	4.714	144	449	--	5.431
2007	4	1	1 <sup>1</sup>	21	--	27	21	4	1	23	--	49	217	42	10	1.105	--	1.374

<sup>1</sup> Il dato si riferisce a un pagamento effettuato nel 2007 ma relativo a una violazione accertata nel 2006; per i procedimenti sanzionatori originatisi nel 2007 non è più prevista la formula di pagamento in misura ridotta.

Fig. 81

**Sanzioni amministrative in materia di appello al pubblico risparmio e informativa societaria<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

*Sanzioni pecuniarie sono state applicate, con riferimento alla medesima fattispecie, anche nei confronti di due dirigenti di Merrill Lynch International in relazione a quattro operazioni di equity swap poste in essere con due intermediari inglesi nel periodo 6 maggio - 3 giugno 2005, per complessivi 90 milioni di azioni Fiat. Per effetto delle suddette operazioni la partecipazione potenziale all'epoca detenuta dalla stessa Merrill Lynch International in azioni Fiat era risultata*

superiore a una delle soglie rilevanti (5% del capitale sociale) ai fini degli obblighi di comunicazione alla Consob e al mercato.

Le indagini svolte in relazione alla vicenda Rcs hanno consentito di accertare, inoltre, violazioni dell'art. 120 del Tuf relativamente all'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti previsto e dell'art. 115 del Tuf a seguito della trasmissione alla Consob di informazioni non corrette. Le conseguenti sanzioni pecuniarie sono state applicate nei confronti della persona fisica responsabile e, a titolo di responsabilità solidale, nei confronti delle tre società alla medesima riconducibili (The Stefano Ricucci Trust, Magiste International Sa e Garlsson Real Estate Sa).

Sanzioni pecuniarie sono state comminate anche nei confronti di due esponenti aziendali della Compagnia Assicuratrice Unipol Spa in relazione all'accertato patto parasociale di cui al contratto d'opzione denominato "Spot Hedge", concluso tra Unipol e Deutsche Bank Ag nell'estate del 2005 su titoli Bnl. Tale contratto d'opzione includeva l'impegno di Deutsche Bank Ag di non conferire le azioni Bnl sottostanti al contratto di opzione all'offerta obbligatoria promossa da Unipol, o a qualunque altra offerta che fosse promossa entro il 30° giorno successivo alla conclusione di quella promossa da Unipol.

Con riferimento a tale fattispecie è stata accertata la violazione degli obblighi in materia di pubblicazione dei patti parasociali e delle disposizioni in materia di offerte pubbliche d'acquisto, in relazione all'omessa indicazione nel documento d'offerta pubblica di acquisto promossa da Unipol sulle azioni ordinarie Bnl della qualificazione giuridica del predetto patto concluso tra Unipol e Deutsche Bank Ag, della qualificazione di Deutsche Bank Ag come soggetto agente di concerto con Unipol e del conseguente obbligo solidale della stessa Deutsche Bank Ag alla promozione di un'Opa obbligatoria su azioni Bnl.

I fatti accertati hanno condotto all'applicazione di sanzioni pecuniarie anche nei confronti di due esponenti aziendali di Deutsche Bank Ag, Filiale di Londra, per violazione dei predetti obblighi previsti dal Tuf in materia di pubblicazione dei patti parasociali.

Anche nel corso del 2007, la Consob ha vigilato sulle offerte abusive: tale attività, diversamente dagli anni precedenti, è sfociata nell'adozione di provvedimenti cautelari e interdettivi solo in un caso (Tav. 35).

Tav. 35

**Provvedimenti cautelari e interdettivi relativi a operazioni di appello al pubblico risparmio**

	Provvedimenti di sospensione cautelare	Provvedimenti di divieto	Provvedimenti di decadenza	Totale
2001	3	3	--	6
2002	2	6	--	8
2003	9	2	2	13
2004	9	7	3	19
2005	5	6	--	11
2006 <sup>1</sup>	2	3	1	6
2007	--	1	--	1

<sup>1</sup> Nel corso del 2006 è stato inoltre adottato un provvedimento di sospensione cautelare in seguito revocato.

*Tale esito è da ricondurre in parte alle maggiori ipotesi di esenzione introdotte a seguito del recepimento della direttiva prospetto (relativamente ai controvalori totali dell'offerta ovvero all'investimento minimo richiesto al singolo investitore), e in parte alla collaborazione del mercato anche a seguito dell'attività informativa della Consob e della Banca d'Italia verso i comitati promotori delle banche di credito cooperativo.*

Nel corso del 2007 è stato, altresì, adottato un provvedimento sanzionatorio nei confronti di un *partner* della società di revisione Deloitte & Touche Spa, in relazione ai lavori di revisione svolti sui bilanci d'esercizio e consolidato al 31/12/2001 della Giorgio Vincent Sim Spa.

*In particolare, la Commissione, ai sensi dell'art. 163, comma 1, lett. a), del Tuf, ha intimato alla Deloitte & Touche Spa di non avvalersi, per un periodo di un anno, dell'attività del partner responsabile della revisione svolta sui bilanci in questione.*

*Tale procedimento trae origine dai provvedimenti adottati dalla Consob e dal Ministero dell'economia e delle finanze nei confronti della Giorgio Vincent Sim Spa, società posta in stato di liquidazione coatta amministrativa in data 4 dicembre 2002, ed è stato avviato a seguito di irregolarità emerse in merito all'operato dell'allora società di revisione Arthur Andersen Spa (successivamente Deloitte & Touche Spa), incaricata della revisione contabile del bilancio dell'intermediario dal 1993.*

*Le risultanze istruttorie hanno fatto emergere irregolarità anche gravi con riguardo al lavoro di revisione svolto in relazione ai profili concernenti la valutazione del presupposto della continuità aziendale, talune operazioni straordinarie di cessione (vendita dell'immobile sede della Sim e della partecipazione azionaria all'epoca detenuta nella società Sia-Ced Borsa Spa) il piano di riduzione dei costi, le verifiche relative a talune componenti di bilancio. Per effetto di tali irregolarità poste in essere nello svolgimento del predetto incarico, il mercato è rimasto privo di elementi determinanti per una corretta valutazione della situazione economica, patrimoniale e finanziaria della Giorgio Vincent Sim Spa.*

## V – L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

### 1. La disciplina degli emittenti

La legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262) e le disposizioni di coordinamento con il Tuf (decreto legislativo 29 dicembre 2006, n. 303) hanno assegnato alla Consob nuovi compiti regolamentari in tema di governo societario e organi di amministrazione e controllo degli emittenti quotati.

Uno degli aspetti di maggiore rilievo ha riguardato la disciplina dell'elezione dei rappresentanti delle minoranze azionarie negli organi di amministrazione e di controllo. Su questo tema gli aspetti principali oggetto dell'intervento regolamentare della Consob hanno riguardato: (i) la determinazione della soglia minima di partecipazione al capitale che gli statuti devono prevedere per la presentazione di liste per l'elezione dei membri dell'organo di amministrazione; (ii) le modalità per l'elezione di un membro dell'organo di controllo da parte di soci di minoranza che non siano collegati, neppure indirettamente, con gli azionisti che hanno presentato o votato la lista che ha raccolto il maggior numero di voti.

*La Commissione si è posta come obiettivo, da un lato, quello di favorire l'effettiva presenza di rappresentanti delle minoranze all'interno degli organi di amministrazione e controllo, tenuto conto soprattutto della limitata efficacia che la previsione del Tuf aveva avuto con riguardo al collegio sindacale; dall'altro, quello di costruire un sistema regolamentare che considerasse le caratteristiche delle società, con riguardo alla dimensione e alla struttura proprietaria, al fine di calibrare le condizioni di esercizio dei diritti delle minoranze alle reali opportunità ed esigenze che si determinano nelle diverse situazioni.*

La riforma del risparmio ha inoltre attribuito alla Consob la determinazione dei limiti per l'assunzione, da parte dei componenti degli organi di controllo di emittenti quotati e diffusi, di incarichi di amministrazione e di controllo in altre società di capitali e il compito di stabilire modalità e termini per l'informazione circa gli incarichi rivestiti dai predetti soggetti in altre società.

*L'art. 148-bis del Tuf, introdotto dalla legge sul risparmio, prevede che tali limiti siano stabiliti avendo riguardo all'onerosità e alla complessità di ciascun tipo di incarico, anche in rapporto alla dimensione delle società, al numero e alla dimensione delle imprese incluse nel consolidamento, nonché all'estensione e all'articolazione della sua struttura organizzativa.*

*Le proposte regolamentari definite dalla Commissione al riguardo intendono rispondere all'obiettivo di garantire un'adeguata disponibilità in termini temporali per l'espletamento dell'incarico assunto nelle società quotate da parte dei componenti degli organi di controllo, tenendo conto anche dell'impegno richiesto dagli altri incarichi di amministrazione e controllo nelle società di capitali, anche non quotate.*

*La soluzione prescelta è stata quella di individuare, sia pure in un'ottica di massima semplificazione, un modello che tenesse conto delle possibili combinazioni tra le diverse tipologie*

*di incarico (sindaco, amministratore, etc.) che il membro di un organo di controllo di una società quotata può assumere in differenti categorie di società di capitali. Tale soluzione, sebbene complessa, appare più aderente alla ratio della norma, in quanto tiene conto dell'onerosità e complessità di ciascun tipo di incarico per ciascuna categoria di società, e maggiormente equa rispetto a una soluzione semplificata, basata esclusivamente sulla determinazione di un numero fisso di incarichi di amministrazione e controllo per ciascuna categoria di società.*

Altra area rilevante, su cui la riforma del risparmio ha aperto spazi per interventi sia di trasparenza societaria che di vigilanza, riguarda i piani di compenso a esponenti aziendali basati su azioni o altri strumenti finanziari. Le nuove norme introducono l'obbligo dell'approvazione assembleare per l'adozione di tali piani, nonché dettagliati obblighi di trasparenza sulle loro motivazioni e caratteristiche. La Commissione ha dato attuazione alle suddette disposizioni in occasione delle modifiche al Regolamento Emittenti approvate nel maggio 2007.

*Le scelte regolamentari effettuate vanno nella direzione di attribuire importanza centrale alla consapevolezza dei soci, che decidono tramite la delibera assembleare, e alla presenza di adeguate informazioni da diffondere al pubblico in tutte le fasi su cui può articolarsi la concreta determinazione delle condizioni dei piani e la loro attuazione.*

*L'art. 84-bis del Regolamento Emittenti prevede, in particolare, il contenuto e le modalità di pubblicazione del documento informativo per l'assemblea, documento che deve riportare informazioni di tipo sia descrittivo che quantitativo, nonché le informazioni minime da inserire nel comunicato price sensitive da diffondere al pubblico in occasione dell'approvazione e dell'attuazione dei piani da parte degli organi competenti. Particolare attenzione è stata riservata anche alla previsione di obblighi di informazione in occasione di piani di compenso approvati da società controllate che possono avere effetti significativi sulla valutazione degli strumenti finanziari quotati emessi dalle controllanti.*

Un ulteriore intervento regolamentare collegato all'attuazione della legge sul risparmio ha riguardato la trasparenza sull'adesione degli emittenti quotati a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori.

*Con riguardo a questa materia, il legislatore ha sancito esclusivamente obblighi di carattere informativo, in quanto l'adesione e il rispetto delle disposizioni contenute nei codici di comportamento rimangono volontari. Gli obblighi informativi previsti dagli artt. 124-bis e 124-ter del Tuf presentano una duplice finalità. Da un lato, hanno lo scopo di segnalare con un "marchio di qualità" gli emittenti che aderiscono ai codici di autodisciplina e che effettivamente li rispettano, stimolando la più ampia adozione di principi di buon governo societario. Dall'altro lato, tendono a disincentivare adesioni "di facciata" che pregiudicano la qualità dell'informativa al mercato sulla corporate governance delle società.*

*Nel disciplinare l'informazione relativa all'adesione ai codici di comportamento e all'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, la Commissione ha ritenuto che, in assenza di una funzione di vigilanza sulla veridicità dell'informativa, fosse necessario dettare norme di dettaglio circa i termini e le modalità della stessa, prevedendo i contenuti essenziali dell'informativa ma non*

*anche i criteri relativi al suo formato. Si è inteso, in tal modo, raggiungere un equilibrio tra l'esigenza di comparabilità delle relazioni e la necessità di assicurare margini di flessibilità nell'elaborazione dei criteri di compilazione delle relazioni, demandando tale compito al soggetto che promuove il codice.*

Altri interventi regolamentari in materia di informazione societaria affidati dalla legge di riforma sul risparmio alla Consob attengono al rafforzamento della disciplina di trasparenza per le operazioni di fusione per incorporazione in una società quotata di una società non quotata i cui attivi siano significativamente superiori a quelli della quotata.

Sono state inoltre introdotte nuove disposizioni disciplinanti i casi di operazioni di fusione per i quali l'art. 57 del Regolamento Emittenti – attuativo dell'art. 4, par. 2, della Direttiva Prospetto – riconosce un'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto, a condizione che sia pubblicato un documento contenente informazioni ritenute dall'autorità competente equivalenti a quelle del prospetto, tenendo conto dei requisiti della normativa comunitaria.

*Sono stati, in particolare, disciplinati i criteri su cui si orienta il giudizio di equivalenza, rispetto al prospetto informativo, che la Consob esprime sul documento da pubblicarsi nel caso di operazioni di fusione tra società con azioni non quotate e società con azioni quotate, ivi inclusi i casi di fusione considerati dall'art. 117-bis del Tuf.*

Con riferimento agli sviluppi internazionali, nel 2007 è proseguita la partecipazione della Consob, in ambito Cesr, al Gruppo di Contatto sul Prospetto.

*Tale gruppo ha proceduto a integrare il documento – pubblicato sul sito internet del Cesr nella forma Q&A (Questions and Answers) - riepilogativo delle posizioni comuni raggiunte con riferimento all'applicazione della normativa comunitaria sul prospetto. Esso, inoltre, a seguito di apposita consultazione con il mercato, ha raccolto i commenti degli operatori sul grado di funzionamento della direttiva Prospetto, in vista dell'avvio dei lavori di revisione della stessa da parte della Commissione Europea.*

*Sono in corso, inoltre, i lavori per l'individuazione di un apposito schema di prospetto relativamente ai collocamenti azionari riservati ai dipendenti, tenuto conto dell'esigenza rappresentata dalla Commissione Europea di adottare un approccio più flessibile nell'applicazione dell'obbligo di prospetto nei casi di piani azionari rivolti ai dipendenti, individuando, conformemente alla direttiva Prospetto, uno schema di prospetto semplificato rispetto a quello ordinario.*

## **2. La disciplina dell'informativa societaria continua**

La Direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti (2004/109/CE cosiddetta direttiva *Transparency*) prevede una specifica disciplina volta a garantire l'accesso del pubblico, su scala europea, alle informazioni regolamentate. In particolare, il sistema si articola su due pilastri, rappresentati dalla funzione di diffusione dell'informazione verso i



media (*dissemination*), e da meccanismi di archiviazione delle informazioni (*storage*), che consentano l'agevole accesso, su base storica, alle informazioni da parte degli investitori.

Il sistema delineato dalla direttiva prevede il deposito presso le autorità competenti delle informazioni regolamentate (*filing*), al fine di permettere a queste ultime di vigilare sul rispetto degli obblighi informativi degli emittenti. La direttiva contempla altresì la costruzione di una rete di collegamenti tra i diversi sistemi nazionali di archiviazione delle informazioni regolamentate (*network*), al fine di facilitare l'interoperabilità dei diversi sistemi nel consentire l'accesso degli investitori all'informazione regolamentata su scala europea.

La normativa comunitaria sugli obblighi informativi degli emittenti ha trovato completamento, nel corso del 2007, con l'emanazione delle relative misure di esecuzione ("livello 2") da parte della Commissione Europea.

*La disciplina di livello 2 prevede dettagliati standard con riferimento alla diffusione e alla archiviazione dell'informazione. In particolare, si stabiliscono norme minime di qualità per la diffusione delle informazioni affinché gli investitori, anche se situati in uno Stato membro diverso da quello dell'emittente, abbiano un pari e sicuro accesso alle informazioni. La Raccomandazione n. 657/2007 dell'11 ottobre 2007, inerente la rete elettronica dei meccanismi ufficialmente stabiliti per lo stoccaggio centrale delle informazioni, contiene invece norme minime di qualità che i meccanismi di stoccaggio aderenti alla rete elettronica dovrebbero rispettare.*

Il d.lgs. n. 195 del 6 novembre 2007, che ha recepito la direttiva *transparency*, ha introdotto nel Tuf l'art. 113-ter contenente la disciplina dei sistemi di *dissemination*, *storage* e *filing* per quanto concerne: i destinatari del flusso informativo (ossia, autorità di vigilanza, società di gestione dei mercati, il pubblico su scala europea); il modello di gestione dell'informazione; le norme generali in tema di diffusione dell'informazione e di stoccaggio delle stesse. Con riferimento al modello di gestione dell'informazione, è previsto che l'Istituto autorizzi soggetti terzi rispetto all'emittente all'esercizio dei servizi di diffusione delle informazioni regolamentate e allo stoccaggio delle stesse.

Il legislatore ha lasciato alla Consob il compito di definire, per via regolamentare, le modalità e i termini di diffusione al pubblico delle informazioni regolamentate e di deposito presso le autorità competenti; i requisiti dei soggetti terzi incaricati della diffusione e/o dello stoccaggio delle informazioni; la procedura e i tempi di autorizzazione degli stessi, nonché le disposizioni per lo svolgimento di tali attività; eventuali esenzioni dagli obblighi di diffusione, stoccaggio e deposito in conformità alla disciplina comunitaria. La Commissione è tenuta a emanare i provvedimenti di attuazione dell'art. 113-ter del Tuf entro sei mesi dalla data di entrata in vigore del decreto di attuazione della direttiva.

Tra gli interventi regolamentari effettuati nel corso del 2007 in materia di disciplina dell'informativa societaria, si segnala la modifica dell'art. 69-*decies* del Regolamento Emittenti, che disciplina le disposizioni applicabili in materia di valutazioni del merito di

credito, prodotte e diffuse da vari soggetti, in attuazione delle previsioni dell'art. 114, commi 8 e 9, del Tuf.

La modifica al Regolamento Emittenti è stata adottata a seguito del cambiamento apportato dalla legge sul risparmio all'art. 114, comma 8, del Tuf, che, nella nuova formulazione, esclude le società di *rating* dall'applicazione della disciplina relativa alla corretta presentazione delle informazioni e all'indicazione dei conflitti di interessi.

*Con la precedente formulazione, che invece includeva le agenzie di rating, era stata adottata una disciplina regolamentare che non prevedeva specifici adempimenti comportamentali, bensì, tenendo conto degli orientamenti emersi a livello comunitario, rinviava alle norme di autoregolamentazione proprie delle agenzie di rating, quali il codice di condotta dello Iosco, accompagnate da un'adeguata trasparenza delle misure adottate da parte dei soggetti interessati al fine di presentare l'informazione in modo corretto e di comunicare l'esistenza di conflitti di interessi.*

*La nuova formulazione dell'art. 114, comma 8 rimane applicabile solamente ad altre categorie di operatori che possono diffondere valutazioni sul merito di credito, quali ad esempio i soggetti abilitati.*

*Al riguardo, la Commissione non ha ritenuto opportuno mantenere per tali categorie di operatori la "vecchia" formulazione dell'art. 69-decies, in considerazione del fatto che la nuova norma di legge si riferisce prevalentemente a intermediari autorizzati che sono già tenuti al rispetto della disciplina in materia di raccomandazioni, e hanno predisposto procedure e presidi volti ad adempiere a tali previsioni: la nuova disciplina regolamentare adottata richiama pertanto, nei limiti di compatibilità, le norme regolamentari dettate in materia di corretta presentazione delle informazioni e indicazione dei conflitti di interesse per le raccomandazioni.*

### ***3. La disciplina delle società di revisione e dell'informativa contabile***

La legge sul risparmio ha conferito alla Consob il potere di dettare norme di attuazione con riferimento a diversi profili attinenti alla revisione contabile. In particolare, la Commissione è stata chiamata a intervenire in materia di disciplina del conferimento e della revoca degli incarichi di revisione; dei criteri per la determinazione dei corrispettivi dell'incarico; dell'indipendenza e delle situazioni di incompatibilità dei revisori; della revisione contabile delle società controllanti le società quotate e delle società sottoposte con queste a comune controllo.

In sede di emanazione delle norme regolamentari in materia di indipendenza, la Commissione ha tenuto conto dei più recenti orientamenti europei emersi al riguardo e delle indicazioni contenute nella raccomandazione della Commissione Europea del 16 maggio 2002 ("L'indipendenza dei revisori legali dei conti UE: un insieme di principi fondamentali"), i cui principi sono stati recepiti nel documento "Principi sull'indipendenza del revisore" emanato dai Consigli Nazionali dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri e raccomandato dalla Consob nel 2005.

*Coerentemente con i predetti principi comunitari, la nuova disciplina regolamentare individua le diverse fattispecie di situazioni suscettibili di compromettere l'indipendenza del revisore; esse vengono riferite non solo alla società di revisione ma anche a tutti i soggetti che possano, in relazione allo specifico incarico, influenzare il risultato della revisione: coloro che fanno parte del "gruppo di revisione" o della "catena di comando", coloro che lavorano nel medesimo ufficio di appartenenza del socio o amministratore facente parte del "gruppo di revisione" e, per determinate situazioni, anche i familiari o gli stretti familiari di tali soggetti. Le disposizioni regolamentari, oltre a definire divieti per le differenti categorie di situazioni di incompatibilità ivi previste, contengono anche norme di chiusura che fanno riferimento ad altre situazioni in cui, in casi specifici, l'indipendenza potrebbe risultare compromessa, stabilendo meccanismi di informazione reciproca tra la società di revisione e la società sottoposta alla revisione e di valutazione congiunta del rischio per l'indipendenza che esse comportano.*

*La Consob ha poi determinato i criteri per stabilire l'appartenenza di un'entità alla rete di una società di revisione; le forme di pubblicità dei compensi che la società di revisione e le entità appartenenti alla sua rete hanno percepito per incarichi di revisione e per la prestazione di altri servizi; ulteriori servizi e attività (anche di consulenza) non collegati alla revisione cui estendere il divieto previsto per i servizi non audit (cioè i servizi che non possono per legge essere prestati dalla società di revisione, dalla sua rete, né da altri soggetti ivi indicati, alla società che ha conferito l'incarico di revisione e alle società da essa controllate o che la controllano o sono sottoposte a comune controllo).*

In materia di principi di revisione, nel novembre 2007 la Commissione ha stabilito che le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale e le società di revisione iscritte nel Registro dei Revisori Contabili (queste ultime nello svolgimento degli incarichi conferiti dagli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante) adottino, a partire dai lavori sui bilanci d'esercizio e consolidato che si chiuderanno al 31 dicembre 2007, i nuovi principi di revisione emanati dalla professione contabile aventi ad oggetto "La documentazione del lavoro di revisione" (documento n. 230), "La revisione delle misurazioni del *fair value* (valore equo) e della relativa informativa" (documento n. 545) e la "Continuità aziendale" (documento n. 570). I primi due principi in parte sostituiscono e in parte integrano quelli precedentemente emanati dalla professione contabile e raccomandati dalla Consob nel dicembre 2006.

*Si tratta di principi di particolare rilievo ai fini dello svolgimento dell'attività di revisione contabile. Nel documento n. 230 vengono indicate regole e linee guida che il revisore deve seguire per la predisposizione della documentazione relativa all'attività di revisione contabile; in particolare, il documento rafforza e chiarisce gli obblighi in capo alla società di revisione ai fini di una tempestiva preparazione della documentazione relativa all'attività di audit svolta, che deve formare adeguato supporto alla relazione di revisione, nonché fornire evidenza della conformità del lavoro svolto ai principi di revisione di riferimento, alle norme e ai regolamenti nella fattispecie applicabili.*

*Il documento n. 545 disciplina, per la prima volta a livello nazionale, il comportamento che il revisore deve seguire nella revisione contabile di attività, passività e componenti di patrimonio netto misurate al *fair value* dall'impresa e della relativa informativa resa in bilancio.*

*L'ultimo documento raccomandato dalla Commissione, il cui contenuto risulta allineato al principio di revisione internazionale ISA 570 (Going Concern), stabilisce regole di comportamento e fornisce una guida sulla responsabilità del revisore in merito alla correttezza dell'utilizzo del presupposto della continuità aziendale assunto come base per la redazione del bilancio. Durante l'intero processo di revisione, nella pianificazione del lavoro, nello svolgimento delle procedure di revisione e nella valutazione dei relativi risultati, il revisore deve valutare l'adeguatezza dell'utilizzo da parte della direzione dell'impresa di tale presupposto nella predisposizione del bilancio. L'adozione di tale documento ha comportato l'abrogazione del principio di revisione sulla continuità aziendale (n. 21), raccomandato dalla Commissione nel febbraio 1995.*

Nel 2007 sono proseguite le iniziative tese al miglioramento e all'armonizzazione dell'informazione finanziaria in sede europea, nell'ambito della collaborazione tra il Cesr e la Commissione Europea.

*In particolare, il Cesr, attraverso il gruppo permanente sull'informazione finanziaria (Cesrfin) e il relativo sottocomitato per l'enforcement (EECS), ha continuato a svolgere un ruolo attivo nel porre in essere gli strumenti atti ad assicurare un efficace coordinamento delle attività di enforcement dell'informazione finanziaria a livello europeo, al fine di raggiungere un elevato livello di armonizzazione delle decisioni in materia di vigilanza sulla corretta applicazione dei principi contabili internazionali. Ha giovato al raggiungimento di questo obiettivo l'istituzione, risalente al 2005, di un database elettronico del Cesr, contenente le decisioni di enforcement assunte in materia di applicazione dei principi contabili internazionali dalle autorità di vigilanza nazionali dell'Unione Europea; nel corso del 2007 sono stati pubblicati due estratti di decisioni.*

In questo contesto, la Consob ha continuato ad approfondire le tematiche afferenti l'applicazione dei principi contabili internazionali ai bilanci delle imprese quotate italiane, e, in particolare, per quanto riguarda i bilanci individuali, i problemi di coordinamento di tali standard con le disposizioni codicistiche.

La Consob ha altresì partecipato attivamente ai lavori relativi al database elettronico, istituito in ambito Iosco e divenuto operativo il 19 gennaio 2007, contenente le decisioni assunte in materia di *enforcement*.

#### **4. La disciplina dei mercati**

Nel corso del 2007, la Commissione ha modificato il Regolamento in materia di mercati sia in attuazione della legge per la tutela del risparmio e del relativo decreto legislativo di coordinamento con le disposizioni del Tuf, sia in seguito al recepimento nel nostro ordinamento della direttiva 2004/39/CE (MiFID) e delle relative misure di attuazione.

Con riferimento agli interventi derivanti dall'applicazione della legge sul risparmio, nel maggio 2007 l'Istituto ha apportato le modifiche riguardanti: (a) i criteri di trasparenza contabile e di adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema dei controlli interni che le società controllate extra-comunitarie devono rispettare affinché le azioni della

società controllante possano essere quotate in un mercato regolamentato italiano; (b) le condizioni in presenza delle quali non possono essere quotate le azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società; (c) i criteri di trasparenza e i limiti per l'ammissione alla quotazione sul mercato mobiliare italiano delle società finanziarie, il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni.

Per quanto riguarda l'attuazione della nuova disciplina MiFID, la Commissione ha fornito, con la Comunicazione del 24 maggio 2007, alcune prime indicazioni di natura tecnico-operativa relative all'implementazione del sistema di *transaction reporting*, previsto dall'art. 25 della direttiva e dalle misure di attuazione di cui all'art. 12 del Regolamento comunitario n. 1287/2006.

*L'art. 25 della MiFID prevede la realizzazione di strumenti di controllo dell'attività degli intermediari negoziatori al fine di assicurare che essi operino in modo onesto, equo e professionale, in maniera da rafforzare l'integrità del mercato. In particolare, si stabilisce che gli intermediari che effettuano operazioni riguardanti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (anche se concluse in altre sedi di negoziazione) comunichino i dettagli di tali operazioni all'autorità competente il più rapidamente possibile e, al più tardi, entro la fine del giorno lavorativo seguente. Le autorità competenti provvedono poi a istituire i meccanismi necessari affinché anche l'autorità competente "del mercato più pertinente per lo strumento finanziario in termini di liquidità" riceva tali informazioni. La Direttiva consente agli intermediari di effettuare le comunicazioni dovute non soltanto direttamente, ma anche tramite un soggetto terzo che agisce per loro conto. Le segnalazioni possono pervenire all'autorità competente: direttamente dall'intermediario, da un soggetto terzo che agisce per conto dell'intermediario, da un sistema di confronto degli ordini o di notifica approvato dall'autorità competente, dal mercato regolamentato o dal sistema multilaterale di negoziazione presso il quale è stata conclusa l'operazione.*

*La comunicazione della Consob affronta le materie relative ai requisiti dei canali di comunicazione delle operazioni effettuate su strumenti finanziari e alla relativa documentazione da trasmettere alla Consob, al contenuto e al formato delle informazioni e alle caratteristiche tecniche e informatiche dei soggetti che trasmettono le informazioni. Nel settembre 2007, in attuazione di detta comunicazione e a seguito della verifica dei requisiti in essa indicati, la Consob ha pubblicato un primo elenco dei canali di comunicazione delle operazioni su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione europea; tale elenco è stato ulteriormente aggiornato nell'ottobre 2007.*

Nel mese di ottobre sono state apportate al Regolamento Mercati le modifiche necessarie per dare attuazione alle norme di recepimento della MiFID. Le novità fondamentali riguardano l'eliminazione dell'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati e l'introduzione di una nuova disciplina della trasparenza pre e post-negoziazione e delle sedi di negoziazione (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici).

Nel nuovo quadro delineato dalla MiFID, particolare rilievo assume la disciplina della trasparenza, che tuttavia trova applicazione ai soli strumenti azionari. Viene definito

un regime di trasparenza per tutte le operazioni su azioni, indipendentemente dal fatto che siano eseguite da un'impresa di investimento su base bilaterale tramite mercati regolamentati o attraverso sistemi multilaterali di negoziazione.

Il Regolamento mercati opera un generale rinvio alla disciplina comunitaria di livello 2 (Regolamento n. 1287/2006/CE) in termini di obblighi a carico di società di gestione di mercati regolamentati, gestori di sistemi multilaterali di negoziazione e soggetti abilitati. Le modifiche apportate al Regolamento dei mercati attengono soprattutto alle aree per le quali esistono margini di flessibilità nel recepimento della disciplina comunitaria.

La MiFID lascia agli Stati membri la facoltà di applicare il regime di trasparenza pre e post-negoziazione previsto per le azioni anche alle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non azionari. Il legislatore italiano ha affidato alla Consob il compito di valutare se estendere in tutto o in parte il regime di trasparenza applicabile alle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati, quando ciò si renda necessario per assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. In attesa che si pervenga a un approccio europeo in materia, la Commissione, anche in considerazione dell'attuale livello di trasparenza disponibile in Italia sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni, ha ritenuto opportuno:

- a) lasciare ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione l'individuazione di adeguati requisiti di trasparenza, tenendo conto delle caratteristiche strutturali del mercato, del tipo di strumento finanziario negoziato, della dimensione dell'operazione e del tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio;
- b) lasciare ai soggetti che intendono intraprendere l'attività di internalizzazione sistematica su strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati l'individuazione di regole di trasparenza con riferimento a detti strumenti finanziari, tenendo conto, anche in tal caso, delle caratteristiche strutturali del mercato, del tipo di strumento finanziario negoziato, della dimensione dell'operazione e del tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio;
- c) chiedere ai soggetti abilitati, per le operazioni che hanno concluso su strumenti finanziari ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati italiani, di rendere pubbliche alcune informazioni (giorno e ora di negoziazione, identificativo dello strumento finanziario e prezzo e quantità dell'operazione conclusa) entro la fine del giorno lavorativo seguente a quello in cui l'operazione è stata conclusa. Tali obblighi si applicano anche alle operazioni concluse al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un internalizzatore sistematico, se aventi controvalore inferiore o pari a 500.000 euro. Per le operazioni che eccedono tale soglia, i soggetti abilitati rendono pubbliche almeno le informazioni relative al giorno e all'ora

di negoziazione, all'identificativo dello strumento finanziario e al prezzo nonché l'indicazione che si tratta di un'operazione al di sopra della citata soglia.

Con riferimento alle sedi di negoziazione, una delle novità più rilevanti è rappresentata dalla disciplina dell'attività di internalizzatore sistematico. Il Regolamento Mercati richiede che i soggetti che intendono intraprendere l'attività di internalizzazione sistematica trasmettano alla Consob ogni documento utile da cui emerga con chiarezza che: a) l'attività riveste un ruolo commerciale importante ed è condotta in base a regole e procedure non discrezionali; b) l'attività è svolta da personale o mediante un sistema tecnico automatizzato destinato a tale attività, indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo; c) l'attività è accessibile ai clienti su base regolare e continua. Il Regolamento Mercati disciplina, quindi, l'avvio e la cessazione dell'attività di internalizzazione sistematica, indipendentemente dallo strumento finanziario oggetto di tale attività. In particolare, viene prevista una comunicazione alla Consob di alcuni elementi informativi, quali un documento contenente informazioni sul possesso dei requisiti dell'internalizzatore sistematico, sulle tipologie di strumenti finanziari sui quali si intende svolgere l'attività, sulla data di avvio dell'attività per ciascuno strumento finanziario, nonché sul canale di diffusione delle informazioni utilizzato per la pubblicazione delle quotazioni e dei contratti conclusi.

Il recepimento della MiFID ha comportato la soppressione della figura dei sistemi di scambi organizzati. I sistemi di scambi organizzati potranno svolgere la propria attività in qualità di internalizzatori sistematici, di sistemi multilaterali di negoziazione ovvero in qualità di negoziatori per conto proprio. Il Regolamento Mercati fissa al 31 marzo 2008 il termine entro il quale i gestori di sistemi di scambi organizzati su strumenti finanziari diversi dalle azioni potranno effettuare le proprie valutazioni in merito alla riconducibilità o meno della propria attività a quella di internalizzazione sistematica.

Il Regolamento detta, inoltre, le disposizioni necessarie all'effettiva implementazione del nuovo regime di *transaction reporting*.

In materia di *transaction reporting*, il Regolamento mercati recepisce le disposizioni comunitarie e fornisce i chiarimenti necessari in merito all'applicazione del nuovo regime. In particolare, si chiarisce che i soggetti abilitati sono esentati dagli obblighi di comunicazione per le operazioni su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati e concluse sui mercati regolamentati stessi. Nella sostanza, è stata esercitata l'opzione per la quale vi può essere un esonero dagli obblighi di *transaction reporting* qualora l'autorità entri in possesso delle medesime informazioni attraverso altri canali e per diversa finalità di vigilanza.

Ulteriori chiarimenti di natura applicativa in materia, tra l'altro, di *transaction reporting*, pubblicazione e consolidamento delle informazioni pre e post-negoziazione, avvio e cessazione dell'attività di internalizzatore sistematico e regime transitorio per i

sistemi di scambi organizzati sono stati forniti con una Comunicazione del 21 gennaio 2008.

In particolare, in linea con il documento del Cesr in materia di consolidamento e pubblicazione delle informazioni, la Consob – nell'ambito della citata Comunicazione – ha fornito alcune linee guida in materia di qualità dei dati, meccanismi per la pubblicazione, disponibilità delle informazioni e formato dei dati. Inoltre, è previsto un obbligo di comunicazione alla Consob del canale utilizzato dai soggetti obbligati per la pubblicazione delle informazioni di pre e post-negoziazione.

### ***5. La disciplina degli intermediari***

Il recepimento della MiFID ha comportato un'intensa attività regolamentare anche con riguardo alla disciplina degli intermediari. Il nuovo Regolamento Intermediari, approvato nel mese di ottobre, recepisce l'impostazione del legislatore comunitario, fondata tra l'altro sul principio generale secondo cui, nella prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari devono agire sempre in modo da servire al meglio gli interessi dei clienti. Tale principio si sviluppa in un *corpus* di disposizioni connotate da un grado di dettaglio talvolta superiore a quello della previgente normativa.

Una delle principali innovazioni introdotte dalla MiFID concerne la disciplina delle regole di condotta da osservare nella prestazione di servizi e attività di investimento. In particolare, si registra una chiara differenziazione delle regole in relazione ai servizi prestati e alla tipologia di clienti coinvolti. La direttiva introduce una segmentazione fra servizi di investimento “a valore aggiunto” (la consulenza e la gestione di portafogli) e servizi “esecutivi” (collocamento, negoziazione in conto proprio, esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione di ordini). I clienti, invece, sono classificati in tre categorie: i clienti professionali (di diritto e su richiesta), le controparti qualificate (intermediari finanziari, investitori istituzionali e le imprese non finanziarie che superano almeno due di tre parametri dimensionali predefiniti a livello di bilancio civilistico) e i clienti al dettaglio (definiti in via “residuale”).

*La categoria delle controparti qualificate costituisce una novità per il nostro ordinamento, a differenza della dicotomia fra clienti al dettaglio e professionali che riflette la preesistente distinzione fra “investitori qualificati” e investitori al dettaglio. La MiFID innova, tuttavia, introducendo una nozione di cliente professionale più precisa e articolata e attribuendo a tale tipologia di clienti nuove tutele.*

Per i servizi di investimento a valore aggiunto, e comunque nei casi in cui la consulenza costituisce il punto nodale del rapporto intermediario-cliente, è previsto un sistema di tutele molto più puntuale e complesso rispetto a quello dettato per i servizi esecutivi, basato su una diversa graduazione dell'obbligo di acquisire informazioni per valutare la compatibilità delle operazioni rispetto al profilo dell'investitore (riferendosi



all'“adeguatezza” piuttosto che alla semplice “appropriatezza”). La prestazione di servizi di negoziazione o raccolta ordini a controparti qualificate prevede, invece, una pressoché totale disapplicazione di tutte le principali regole di condotta (*suitability*, *best execution*, obblighi di rendicontazione e gestione degli ordini).

Nel nuovo quadro normativo introdotto dalla MiFID non sarà più possibile prestare un'attività di consulenza qualificabile come “incidentale”, ossia “incorporata” in altri servizi di investimento, come accadeva in precedenza. Tutti gli intermediari che consigliano ai clienti di sottoscrivere o di negoziare specifici strumenti finanziari e presentano tali raccomandazioni come adatte al profilo o alle caratteristiche dei clienti devono essere autorizzati alla prestazione del servizio di consulenza e rispettare la disciplina sull'adeguatezza prevista per tale servizio.

In linea con le raccomandazioni del Cesr, la Commissione ha fornito, in esito al processo di consultazione che ha preceduto l'adozione del nuovo Regolamento Intermediari, taluni chiarimenti circa le modalità operative nelle quali può articolarsi la consulenza, definendo le condizioni che determinano l'applicazione della regola di adeguatezza con particolare riferimento a tre aspetti: l'ampiezza dell'insieme dei prodotti oggetto del servizio; la periodicità dell'attività; l'associazione ai servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini.

*Quanto all'ampiezza dell'insieme dei prodotti oggetto del servizio, la Consob ha precisato che l'intermediario debba individuare, in via preliminare, i prodotti sui quali potranno insistere i “consigli di investimento”, al fine di rendere pienamente edotto il cliente circa l'ampiezza del relativo servizio e, di conseguenza, della tutela discendente dall'applicazione della regola di adeguatezza. Quanto alla periodicità dell'attività, è stato chiarito che anche nel caso di un consiglio “episodico”, il rapporto con il cliente va disegnato sulla regola di adeguatezza (propria della consulenza) e non su quella di appropriatezza. Con riguardo all'associazione della consulenza ai servizi esecutivi, sebbene in via astratta non si possa escludere che i servizi di collocamento o ricezione e trasmissione ordini siano posti in essere senza essere accompagnati dal servizio di consulenza, è elevato il rischio che, stante l'ampia nozione di consulenza adottata dal legislatore comunitario, l'attività concretamente svolta si sostanzi nella presentazione di un dato strumento finanziario come adatto per un determinato cliente, integrando così la consulenza in materia di investimenti. In questa circostanza, sostenere di aver prestato uno dei servizi citati in associazione a una consulenza “generica” sarebbe, di fatto poco agevole: da qui l'opportunità che l'intermediario intenzionato a operare una scelta di business di questo tipo appronti tutti i meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali e di controllo) idonei a garantirne l'attuazione.*

Un'altra importante innovazione introdotta dalla MiFID riguarda la disciplina degli “incentivi” (cosiddetti *inducements*). La normativa comunitaria di secondo livello stabilisce che, nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento e accessori, l'intermediario può percepire commissioni (o prestazioni non monetarie) da soggetti terzi solo se il cliente viene informato in maniera chiara e completa dell'esistenza, della natura e dell'importo (o del metodo di calcolo dell'importo) di tali commissioni prima della

prestazione del servizio e se il relativo pagamento è volto ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non ostacola l'adempimento, da parte dell'impresa, dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente. La disciplina comunitaria, con una posizione ribadita sia nella direttiva di livello 2 sia nelle raccomandazioni rese in materia dal Cesr nel maggio 2007, inquadra espressamente la materia degli *inducements* all'interno dei doveri dell'intermediario di agire "in modo onesto, equo e professionale", piuttosto che entro la cornice dei "conflitti di interesse".

Allo scopo di agevolare l'applicazione della disciplina, la Consob, anche alla luce delle osservazioni emerse nel corso del processo di consultazione, ha fornito talune linee di indirizzo. La Commissione ha chiarito le condizioni che giustificano la percezione di incentivi ricevuti da terzi con riferimento a due principali fattispecie che interessano il mercato nazionale: la retrocessione di commissioni dalla "società-prodotto" (ad esempio, l'Sgr che emette quote di Oicr) all'intermediario distributore (in particolare nell'esercizio del servizio di collocamento); la retrocessione di commissioni dalla società di gestione degli Oicr oggetto di investimento (Oicr *target*) al gestore di portafogli (di solito gestioni patrimoniali di fondi - Gpf) che opera per conto dei propri clienti (e che in talune circostanze trasferisce a sua volta le commissioni all'intermediario distributore della medesima Gpf).

*In linea con il citato documento del Cesr, la Commissione ha chiarito che la retrocessione di commissioni dalla società prodotto al distributore può considerarsi volta ad aumentare il servizio se al collocamento viene associato il servizio di consulenza, ovvero quando la retrocessione consente al cliente di avere accesso a un insieme ampio di prodotti o a forme di assistenza soprattutto in fase "post-vendita". È meno agevole, invece, sostenere che la retrocessione di commissioni accresca la qualità del servizio reso al cliente nel secondo caso prima citato, ossia quando il trasferimento avviene dalla società di gestione degli Oicr target al gestore di portafogli, stante anche la natura di servizio a elevato valore aggiunto della gestione individuale.*

Nel nuovo Regolamento Intermediari sono confluite, oltre alle disposizioni di attuazione della MiFID, le previsioni della legge sul risparmio in materia di distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione.

Il nuovo Regolamento Intermediari, coerentemente con l'impostazione adottata dal legislatore nazionale, disciplina in modo unitario e organico la commercializzazione di diverse tipologie di prodotti aventi diversa veste giuridica ma comune contenuto finanziario, secondo un approccio che prevede la definizione di condizioni e regole uniformi di correttezza e trasparenza (cosiddetto *level playing field*). Tale modello regolamentare assicura agli investitori il medesimo livello di tutela e crea le condizioni affinché gli intermediari possano realizzare economie di scopo e ottimizzare le risorse impiegate nella prestazione di servizi.

La Consob ha altresì proceduto a definire con la Banca d'Italia la disciplina in materia di requisiti di natura organizzativa e procedurale degli intermediari, assegnata alla

competenza congiunta delle due autorità, nonché a stipulare con la Banca d'Italia il protocollo d'intesa che, ai sensi delle norme del Tuf, contiene disposizioni di coordinamento dell'esercizio delle funzioni di vigilanza anche con riferimento allo scambio di informazioni circa le irregolarità rilevate e i provvedimenti assunti.

*Il Regolamento congiunto detta, in particolare, gli obblighi a cui i soggetti abilitati si devono uniformare in materia di: i) requisiti generali di organizzazione; ii) continuità dell'attività; iii) organizzazione amministrativa e contabile (compresa l'istituzione della funzione di controllo della conformità alle norme); iv) procedure (anche di controllo interno) per la corretta e trasparente prestazione dei servizi e delle attività di investimento nonché della gestione collettiva del risparmio; v) controllo di conformità alle norme; vi) gestione del rischio dell'impresa; vii) revisione interna; viii) responsabilità dell'alta dirigenza; ix) trattamento dei reclami; x) operazioni personali; xi) esternalizzazione di funzioni essenziali; xii) gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti; xiii) conservazione delle registrazioni; xiv) procedure (anche di controllo interno) per la percezione e corresponsione degli incentivi.*

*L'impostazione della disciplina degli aspetti organizzativi e procedurali degli intermediari risulta ispirata ai principi generali dell'unitarietà del sistema organizzativo per le diverse finalità e della proporzionalità, in base al quale i soggetti vigilati applicano le disposizioni del Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati.*

*Nell'ambito del generale sistema organizzativo, particolare rilevanza assumono le procedure da adottare per la corretta e trasparente prestazione dei servizi, che costituiscono le regole interne e i meccanismi operativi adottati dall'intermediario al fine di realizzare condotte corrette e trasparenti. In tale contesto, nel disegno complessivo del sistema dei controlli interni che gli intermediari sono tenuti a istituire (controllo di conformità, gestione del rischio e revisione interna), la funzione di controllo di conformità (compliance) assume una importanza centrale al fine del monitoraggio delle regole e dei processi aziendali adottati per la prestazione dei servizi di investimento.*

*Un ulteriore presidio per la correttezza dei comportamenti è costituito dalle disposizioni in materia di conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti. In proposito, è prescritto che gli intermediari definiscano una politica di gestione dei conflitti di interesse volta a individuare le situazioni di conflitto e le misure per gestirli. Nello specifico, si richiede l'istituzione di un apposito registro nel quale annotare le situazioni in cui sia sorto o possa sorgere un conflitto di interesse potenzialmente lesivo in modo grave degli interessi dei clienti.*

*Il Regolamento congiunto recepisce, inoltre, le disposizioni comunitarie in materia di operazioni personali. Le previsioni in questione prescrivono che gli intermediari adottino procedure adeguate al fine di regolare l'operatività dei soggetti coinvolti in attività aziendali che possono dare origine a conflitti di interesse ovvero che consentano l'accesso a informazioni privilegiate o confidenziali.*

## VI – LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

### 1. La cooperazione internazionale

Nel 2007 è proseguita l'intensa attività di cooperazione internazionale della Consob con Autorità di Stati membri dell'Unione Europea e di paesi terzi.

Le richieste di informazioni rivolte alla Consob da Autorità estere sono diminuite (64 a fronte di 89 nel 2006) e hanno riguardato soprattutto la valutazione dei requisiti di onorabilità e professionalità e i casi di *insider trading*; sostanzialmente stabile è stato il numero delle richieste inoltrato dalla Consob, nell'esercizio delle proprie funzioni, ad altre Autorità di vigilanza, relativo per oltre la metà ad abusi di mercato e per un terzo circa a requisiti di onorabilità e professionalità (Tav. 36).

Tav. 36

Scambio di informazioni fra Consob e Autorità di vigilanza estere

Oggetto	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Richieste di informazioni ad Autorità estere										
Insider trading	17	43	32	24	24	11	8	12	16	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	--	1	4	--	4	8	6	12	9
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	7	4	3	10	9	5	2	4	5	1
Trasparenza e informativa societaria	--	--	1	--	--	6	9	10	5	1
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	1	1	3	1	2	4	3
Requisiti di onorabilità e professionalità	12	10	19	14	34	21	7	4	--	9
Violazione regole di condotta	--	--	2	--	--	1	2	--	1	--
<i>Totale</i>	<i>38</i>	<i>57</i>	<i>58</i>	<i>53</i>	<i>68</i>	<i>51</i>	<i>37</i>	<i>38</i>	<i>43</i>	<i>41</i>
Richieste di informazioni da Autorità estere										
Insider trading	2	3	5	20	13	17	18	18	17	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	3	--	1	1	2	3	4	14	2
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	3	1	2	7	4	3	9	9	3
Trasparenza e informativa societaria	1	--	2	--	--	--	--	4	3	--
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	--	2	1	--	4	--	1
Requisiti di onorabilità e professionalità	30	44	53	49	80	70	44	31	46	37
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	--	--	--	3
<i>Totale</i>	<i>37</i>	<i>53</i>	<i>61</i>	<i>72</i>	<i>103</i>	<i>94</i>	<i>68</i>	<i>70</i>	<i>89</i>	<i>64</i>

Nel mese di dicembre, la Consob ha sottoscritto un memorandum di intesa con la Fsa (*Financial Services Authority*), Autorità di vigilanza del Regno Unito, per la cooperazione in materia di vigilanza su Borsa Italiana e su *London Stock Exchange*.

*L'intesa fa seguito all'acquisizione di Borsa Spa da parte del London Stock Exchange Group; entrambe le borse valori continuano a essere regolamentate dalla normativa dei rispettivi paesi. L'intesa definisce il contesto all'interno del quale la Consob e la Fsa collaborano per l'adempimento dei doveri e l'esercizio dei poteri nell'attività di vigilanza sui due mercati regolamentati, tenendo conto dei possibili sviluppi derivanti dalla futura integrazione tra i mercati.*

Nell'ambito dell'accordo bilaterale, in materia di assistenza tecnica, stipulato con la *National Securities Commission* della Repubblica di Moldova, sono stati organizzati appositi incontri di studio per il personale dell'Autorità moldava, aventi ad oggetto l'approfondimento degli *standards* fissati dalle principali direttive comunitarie sui servizi finanziari.

## **2. L'attività nell'ambito dell'Unione Europea**

Nel 2007 è proseguita la partecipazione della Consob alle riunioni presso la Commissione e il Consiglio Europeo per la formulazione e l'approvazione di proposte di direttiva.

*Tra le direttive e i regolamenti in materia di mercati finanziari definitivamente approvati nel corso dell'anno si segnalano: i) la direttiva 2007/44/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, in merito alle regole procedurali e ai criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni nel settore finanziario; ii) la direttiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate; iii) la direttiva 2007/16/CE della Commissione Europea recante modalità di esecuzione della direttiva *Ucits* (Undertakings for Collective Investment in Transferable) per quanto riguarda il chiarimento di talune definizioni; iv) la direttiva 2007/14/CE della Commissione che stabilisce le modalità di applicazione di talune disposizioni della direttiva *Transparency* (direttiva 2004/109/CE); v) il regolamento 211/2007 della Commissione che modifica il Regolamento 809/2004 per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti nei casi in cui l'emittente ha una situazione finanziaria complessa o ha assunto un impegno finanziario significativo.*

*La direttiva 2007/44/CE è volta ad assicurare la necessaria chiarezza e certezza giuridica nelle procedure di valutazione dei progetti relativi all'acquisto o incremento di partecipazioni rilevanti in banche, imprese di investimento, imprese di assicurazione e di riassicurazione. In particolare, la direttiva: (i) fissa criteri dettagliati per la valutazione prudenziale di azionisti ed esponenti aziendali da parte delle Autorità di controllo; (ii) definisce una chiara procedura per l'applicazione di tali criteri; (iii) introduce un termine massimo per il completamento della valutazione prudenziale, decorso il quale, in assenza di opposizione da parte delle Autorità competenti, il progetto deve ritenersi approvato. Un profilo di criticità riguarda l'assenza di disposizioni di coordinamento con la direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto.*

*La direttiva 2007/36/CE introduce alcune norme di armonizzazione minima volte a proteggere gli investitori e a promuovere l'esercizio agevole e effettivo dei diritti degli azionisti, anche su base transfrontaliera. In particolare, la direttiva stabilisce requisiti minimi per: (i) l'accesso alle informazioni rilevanti per l'assemblea; (ii) l'iscrizione di punti all'ordine del giorno,*

la presentazione di proposte di delibera e la formulazione di domande sui punti all'ordine del giorno; (iii) l'esercizio del diritto di voto per corrispondenza o con mezzi elettronici, senza intervenire fisicamente in assemblea; (iv) l'esercizio del voto per delega o mediante intermediari finanziari.

La direttiva 2007/16/CE chiarisce alcune disposizioni della direttiva 85/611/CEE riguardanti le attività in cui possono investire i fondi armonizzati. La direttiva è volta ad assicurare un'interpretazione uniforme della direttiva Ucits e l'adozione di una posizione comune da parte degli Stati membri sull'ammissibilità di determinate categorie di attività per i fondi armonizzati, nel rispetto dei principi concernenti la diversificazione del rischio, la limitazione dell'esposizione e la capacità del fondo di rimborsare le proprie quote su richiesta dei partecipanti e di calcolare il valore netto del suo patrimonio in caso di emissione o di rimborso di quote. In tal modo la direttiva intende, al contempo, agevolare il funzionamento della procedura di notifica per la distribuzione transfrontaliera dei fondi armonizzati. La direttiva è stata redatta sulla base del parere fornito alla Commissione Europea dal Gruppo sul Risparmio Gestito del Cesr, presieduto dal Presidente della Consob.

La direttiva 2007/14/CE stabilisce norme di applicazione della direttiva Transparency. In particolare, essa disciplina: (i) la procedura secondo la quale gli investitori devono essere informati della scelta dello Stato membro d'origine effettuata dall'emittente; (ii) il contenuto minimo del bilancio semestrale abbreviato; (iii) la definizione di operazioni con parti correlate; (iv) talune condizioni per la concessione di deroghe e l'applicazione delle esenzioni stabilite dalla direttiva di livello 1; (v) le circostanze in cui deve essere effettuata la notifica delle partecipazioni rilevanti; (vi) le norme minime di qualità per la diffusione delle informazioni regolamentate; (vii) i criteri per la valutazione di equivalenza degli obblighi stabiliti da paesi terzi.

In seguito alla pubblicazione del Libro Bianco, nel novembre 2006, sul rafforzamento del quadro normativo del mercato unico relativo ai fondi di investimento, la Commissione Europea ha avviato i lavori finalizzati alla revisione della direttiva Ucits (direttiva 85/611/CEE). Tuttavia, la proposta di direttiva non ha potuto essere formalizzata dalla Commissione nel 2007.

Le modifiche a suo tempo prospettate dalla Commissione Europea indicavano, come possibili aree di intervento, la semplificazione della procedura di notifica dei fondi, le fusioni transfrontaliere, l'aggregazione degli attivi dei fondi, il passaporto delle società di gestione, il rafforzamento della cooperazione internazionale e la sostituzione del prospetto semplificato con un documento informativo per gli investitori al dettaglio (Key Information Document).

In linea con quanto indicato nel Libro Bianco, la Commissione ha avviato un'analisi sistematica degli ostacoli nazionali che si frappongono al "collocamento privato" di strumenti finanziari presso investitori istituzionali e altre controparti qualificate. È stata, altresì, avviata un'indagine su possibili iniziative in materia di fondi immobiliari aperti.

La Commissione Europea, attraverso la pubblicazione di documenti di consultazione, ha avviato talune attività finalizzate a migliorare la regolamentazione dei servizi finanziari per i risparmiatori al dettaglio e ha annunciato possibili iniziative in materia di "competing products" ovvero di prodotti finanziari che hanno la medesima finalità economica di

investimento ma che, essendo emessi da soggetti diversi (banche, assicurazioni o altri intermediari), risultano sottoposti a livello europeo a regole differenti.

La Consob ha fornito supporto tecnico al Ministero dell'economia e delle finanze in vista della partecipazione alle riunioni dell'Esc (*European Securities Committee*) e di altri gruppi internazionali e del recepimento delle direttive comunitarie nell'ordinamento italiano.

Nel corso del 2007, è proseguita la partecipazione della Consob alle riunioni dell'Egaob (*European Group of Auditors' Oversight Bodies*), Gruppo di esperti istituito dalla Commissione Europea e composto da rappresentanti degli organismi di vigilanza dei revisori e delle società di revisione.

*Il gruppo ha l'incarico di agevolare il coordinamento tra gli organismi di controllo pubblico dei revisori legali e delle società di revisione a livello comunitario. Esso fornisce un supporto alla Commissione Europea nella preparazione tecnica delle misure di esecuzione della direttiva 2006/43/CE, mediante la valutazione dei sistemi di controllo pubblico dei paesi terzi, l'analisi delle problematiche di cooperazione internazionale e l'esame dei principi di revisione internazionali.*

### **3. L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)**

Nel 2007 il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito, presieduto dal Presidente della Consob, ha lavorato intensamente per definire le linee guida sugli investimenti ammissibili da parte dei fondi comuni di investimento armonizzati e le condizioni necessarie per gli investimenti in indici di fondi *hedge*.

*Si tratta di misure di livello 3 volte a favorire la convergenza nell'applicazione, ad opera delle Autorità di vigilanza, dei criteri fissati nella direttiva 2007/16/CE e ad assicurare una loro coerente applicazione. La direttiva 2007/16/CE, peraltro, è stata predisposta dalla Commissione Europea sulla base del parere del Cesr, elaborato dal Gruppo di Esperti e approvato nel gennaio 2006, in merito ai chiarimenti di talune definizioni concernenti gli investimenti ammissibili per i fondi armonizzati.*

Su mandato della Commissione Europea, il Cesr ha altresì predisposto un parere sul formato e i contenuti del documento informativo da fornire agli investitori in fondi armonizzati. Sono state svolte due procedure di consultazione, i cui esiti sono stati pubblicati sul sito del Cesr. La Commissione Europea avvierà nel 2008 un'attività di *testing* presso gli utenti del nuovo documento informativo.

*Tali lavori si inquadrano nell'attività di supporto del Cesr alla Commissione Europea in vista della revisione della direttiva Ucits, con l'obiettivo di sostituire il prospetto semplificato con un documento di maggiore utilità e di più facile consultazione per l'investitore. Il parere del Cesr suggerisce che l'informazione a disposizione degli investitori sia breve, esauriente, formulata in un linguaggio semplice e tale da consentire un agevole raffronto tra differenti offerte. Le proposte del*

*Cesr riguardano, tra l'altro, le modalità di rappresentazione dei profili di rischio, della performance storica e delle commissioni.*

I gruppi di lavoro sulla MiFID hanno concentrato la propria attività sull'emanazione di linee guida di livello 3 e sulle iniziative tese a favorire il coordinamento tra le Autorità di vigilanza.

*In particolare, il Cesr ha adottato misure di livello 3 volte a facilitare il recepimento coordinato in materia di incentivi (inducements) nonché alcune posizioni comuni, in forma di domande e risposte, in tema di best execution. Le raccomandazioni in tema di incentivi sono volte a favorire un'applicazione coerente delle disposizioni dell'art. 26 della direttiva 2006/73/CE, che stabilisce le condizioni alle quali è consentito alle imprese di investimento e alle banche di versare o percepire competenze o commissioni, o di fornire o ricevere prestazioni non monetarie, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio. Le raccomandazioni contengono esempi pratici per valutare quando la fornitura di incentivi può ritenersi volta a rafforzare la qualità del servizio prestato al cliente o debba, invece, ritenersi in conflitto con l'obbligo dell'impresa di agire in modo onesto, equo e professionale nell'interesse del cliente.*

*Il Cesr, inoltre, ha emanato raccomandazioni in tema di pubblicazione e consolidamento dei dati di mercato, nonché linee guida in tema di transaction reporting. Si tratta di raccomandazioni e linee guida volte ad assicurare un'applicazione uniforme degli obblighi di pubblicazione delle informazioni pre e post-negoziazione ad opera di imprese di investimento, sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) e mercati regolamentati. In particolare, esse sono finalizzate a garantire la tempestività della diffusione, l'accuratezza delle informazioni pubblicate e l'adeguatezza dei canali di comunicazione utilizzati e ad agevolare il consolidamento delle informazioni stesse.*

*Le Linee guida in tema di transaction reporting definiscono posizioni comuni per l'assolvimento degli obblighi di segnalazione delle operazioni in strumenti finanziari quotati ai sensi dell'art. 25 della MiFID, per quanto concerne, in particolare, l'individuazione delle operazioni oggetto di notifica e il riconoscimento dei canali di comunicazione già autorizzati in altri Stati membri. Con riferimento all'operatività cross-border delle imprese di investimento, le linee guida ammettono che tutte le operazioni compiute tramite succursali possano essere segnalate all'Autorità dello Stato membro ospitante, anche laddove vengano eseguite al di fuori dello Stato membro in cui la succursale è stabilita.*

Nel mese di luglio è stato pubblicato il parere del Cesr sul regime di trasparenza per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni.

*Il mandato al Cesr si ricollega agli obblighi della Commissione Europea di riferire al Parlamento e al Consiglio sull'eventuale estensione del campo di applicazione delle disposizioni della MiFID riguardanti gli obblighi di trasparenza pre e post-negoziazione alle operazioni relative a categorie di strumenti finanziari diversi dalle azioni. Dal parere del Cesr emerge che, sebbene non vi siano evidenze di fallimenti nel mercato che giustifichino un'estensione degli obblighi predetti, in determinate situazioni gli investitori finali potrebbero trarre beneficio da un ampliamento del livello di trasparenza.*

*In seguito all'entrata in vigore della direttiva MiFID, il Cesr ha pubblicato sul proprio sito database contenenti: (i) l'elenco degli internalizzatori sistematici autorizzati dagli Stati membri*



*come imprese di investimento; (ii) l'elenco delle azioni ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati europei, corredato delle informazioni di cui all'art. 34, comma 5 del Regolamento 1287/2006; (iii) l'elenco dei codici identificativi dei mercati regolamentati, dei sistemi multilaterali di negoziazione e dei soggetti che operano come controparti centrali in ciascuno Stato membro.*

Nel mese di maggio il Cesr ha emanato alcune raccomandazioni sul funzionamento del passaporto ai sensi della direttiva MiFID, completate dalla pubblicazione di un Protocollo che ha definito un quadro per la cooperazione tra le Autorità degli Stati membri per la vigilanza sulle succursali delle imprese di investimento e banche.

*Le raccomandazioni sul funzionamento del passaporto sono finalizzate all'armonizzazione della procedura di notifica per la prestazione dei servizi e delle attività di investimento cross-border; esse chiariscono taluni aspetti concernenti la vigilanza degli agenti collegati ("tied agent"), degli Mtf e degli uffici di rappresentanza. Il Protocollo rafforza il vigente modello di cooperazione attuato mediante lo scambio di informazioni "non sollecitate" rilevanti per la vigilanza sulle succursali. Il Protocollo delinea, inoltre, due nuovi modelli di collaborazione continuativa tra l'Autorità dello Stato membro d'origine e l'Autorità dello Stato membro ospitante, basato su una vigilanza congiunta (con possibilità di incontri periodici, lettere congiunte, ispezioni unitarie) e fondato su una delega permanente di funzioni di vigilanza rispetto a una o più succursali. Le modalità di svolgimento della cooperazione sono negoziate tra le Autorità di vigilanza.*

Nel mese di ottobre, il Cesr ha pubblicato una dichiarazione volta a garantire la continuità nel funzionamento dei passaporti rilasciati ai sensi della direttiva ISD (direttiva 93/22/CEE) in caso di tardiva attuazione della direttiva MiFID e delle relative misure di esecuzione.

*A ottobre 2007 un limitato numero di Stati membri risultava non avere ancora completato il processo di recepimento della direttiva MiFID. I membri del Cesr si erano impegnati ad accertare che le imprese di detti Stati membri, autorizzate ai sensi della direttiva ISD, continuassero a operare su base transfrontaliera, a condizione che fossero rispettate talune condizioni a tutela degli investitori. In particolare, agli Stati membri che non avevano recepito la direttiva MiFID entro il 1° novembre 2007 era stato richiesto di dimostrare la "comparabilità" delle regole nazionali esistenti rispetto alle norme di autorizzazione di cui agli artt. 9-14 della MiFID e alle regole di comportamento stabilite dalla direttiva e dagli standards del Cesr.*

In materia di abusi di mercato, il Cesr ha pubblicato, nel mese di luglio, un secondo set di linee guida.

*Tali linee guida definiscono un approccio comune per quanto attiene all'identificazione delle informazioni privilegiate, alle circostanze che possono giustificare un ritardo nella pubblicazione di dette informazioni e ai casi in cui le informazioni concernenti gli ordini del cliente, in attesa di evasione, siano qualificabili come informazione privilegiata.*

In tema di prospetti, va segnalata la pubblicazione del Rapporto del Cesr sull'applicazione della direttiva 2007/31/CE e del regolamento 809/2004 e la definizione di

nuove posizioni comuni, nella forma di domanda e risposta, relative all'attuazione della normativa stessa.

*Il Rapporto illustra gli esiti della consultazione pubblica svolta dal Cesr al fine di accertare se (nei due anni dall'entrata in vigore) la normativa comunitaria in tema di prospetti abbia effettivamente conseguito gli obiettivi di tutela degli investitori e riduzione del costo del capitale. Sono stati, inoltre, pubblicati gli esiti dello studio condotto dal Cesr sull'equivalenza dei poteri di vigilanza spettanti alle Autorità degli Stati membri sia in tema di abusi di mercato che di prospetti.*

Il Cesr ha lavorato intensamente in materia di agenzie di rating; nel mese di gennaio, in particolare, ha pubblicato un primo Rapporto per la Commissione Europea sull'attuazione del codice di condotta Iosco da parte delle agenzie stesse. Successivamente, il Cesr ha ricevuto una nuova richiesta da parte della Commissione per la redazione di un nuovo Rapporto (da pubblicarsi entro maggio 2008).

*La nuova richiesta formulata dalla Commissione Europea, sebbene antecedente allo scoppio della crisi dei mutui subprime, già includeva la richiesta di analizzare con particolare attenzione l'attività di rating degli strumenti di finanza strutturata. La Commissione Europea, nell'aprile 2007, indicava quali temi cui prestare particolare attenzione i profili relativi ai conflitti di interesse e alla qualità del processo di rating. Al fine di corrispondere a dette richieste il Gruppo di lavoro del Cesr ha pubblicato un questionario destinato alle agenzie di rating e agli emittenti. Le risposte, analizzate e discusse nel corso delle audizioni delle principali agenzie di rating, hanno costituito oggetto della bozza del rapporto pubblicato dal Cesr per la consultazione; nel rapporto vengono suggerite, altresì, possibili misure di natura regolamentare.*

#### **4. L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)**

Nel 2007 la Consob ha continuato a prendere parte ai gruppi di lavoro permanenti della Iosco in materia di emittenti, mercati, intermediari, cooperazione internazionale e organismi di investimento collettivo. L'Istituto ha partecipato anche alle riunioni dello *Screening Group*, Gruppo preposto alla valutazione delle istanze presentate dalle Autorità di vigilanza dei mercati finanziari membri della Iosco per divenire firmatarie dell'accordo multilaterale in tema di cooperazione e scambio di informazioni (Iosco MMoU - *Multilateral Memorandum of Understanding*).

*In occasione della Conferenza Annuale 2005, era stato stabilito che tutte le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari membri della Iosco che non fossero già firmatarie dello Iosco MMoU avrebbero dovuto sottoscrivere detto accordo (o impegnarsi a ottenere i poteri necessari alla sottoscrizione) entro gennaio 2010. Ciò ha comportato per i membri dello Screening Group un accresciuto impegno nella valutazione delle domande di adesione formulate dai membri Iosco. I firmatari sono attualmente 41.*

Tra i documenti più rilevanti pubblicati dalla Iosco, si segnalano: (i) i Principi per la valutazione dei portafogli dei fondi speculativi (*hedge funds*); (ii) i Principi di *governance* per i fondi comuni di investimento; (iii) il Rapporto finale in tema di *soft commissions*.

*Il primo documento, pubblicato nel mese di novembre, contiene nove principi volti a rafforzare i controlli, la vigilanza e l'indipendenza del processo di valutazione del portafoglio dei fondi speculativi, allo scopo di garantire che detta valutazione avvenga in modo adeguato e senza pregiudizio per gli interessi degli investitori. I principi richiamano la necessità di adottare procedure documentate e trasparenti per la valutazione degli assets, unitamente a criteri per garantire l'indipendenza dei soggetti che effettuano la valutazione.*

*Il secondo documento, relativo ai “Principi di governance per i fondi comuni di investimento: i criteri di indipendenza, i poteri e le funzioni degli organi indipendenti di controllo”, approfondisce alcuni aspetti del modello di governance dei fondi comuni di investimento, quali l'individuazione dei doveri/poteri che le “entità indipendenti di controllo” (tipicamente, la banca depositaria e la società di revisione) assumono in tale modello e la definizione del concetto di indipendenza.*

*Il Rapporto finale in tema di soft commissions identifica le principali tecniche adottate per la gestione dei conflitti di interesse relativi agli accordi aventi ad oggetto soft commissions. La Iosco continuerà a monitorare la materia per valutare, nel termine di due anni, l'opportunità di emanare principi generali, in particolare per quanto attiene ai profili di trasparenza e alle limitazioni relative ai benefici che possono essere riconosciuti al gestore nell'ambito di detti accordi.*

Si segnala, inoltre, la pubblicazione del Rapporto sull'indipendenza degli amministratori delle società quotate e dei Principi internazionali di trasparenza per le operazioni di offerta al pubblico e l'ammissione a quotazione di titoli di debito ad opera di emittenti esteri.

*Il Rapporto sull'indipendenza degli amministratori delle società quotate (redatto in consultazione con l'Ocse) evidenzia le tendenze dominanti nei diversi paesi in materia di applicazione concreta del principio Ocse sull'indipendenza degli amministratori.*

*I Principi internazionali di trasparenza identificano gli aspetti chiave che devono essere considerati dalle Autorità di vigilanza nel definire le regole di trasparenza applicabili alle offerte al pubblico e alle ammissioni alle negoziazioni dei titoli di debito “plain vanilla” emessi da soggetti esteri, nell'ottica di garantire la tutela degli investitori e ridurre il costo di accesso al capitale per gli emittenti.*

Nel corso dell'anno, sono proseguiti i lavori dell'*Implementation Task Force* per la promozione e l'implementazione dei Principi Iosco che fissano gli standard comuni per l'esercizio della vigilanza e la cooperazione internazionale.

Sono continuati, altresì, i lavori della *Task Force* sulle agenzie di *rating*, per analizzare i problemi legati all'attività delle agenzie e per adottare iniziative volte al miglioramento dell'integrità del processo di valutazione del merito di credito.

Si segnala, infine, l'istituzione di due nuove *Task Force* in ambito Iosco: la prima incaricata di esaminare le problematiche, anche di natura regolamentare, emerse a seguito della crisi dei mutui *subprime* e la seconda incaricata di individuare e valutare i rischi regolamentari associati al mercato del *private equity* ed eventuali nuove problematiche che lo sviluppo del settore pone per le Autorità di vigilanza.

*La Task Force dedicata alla crisi dei mutui subprime è stata chiamata a esaminare: (i) l'adeguatezza dei modelli adottati dagli intermediari per valutare i rischi dei prodotti strutturati; (ii) l'adeguatezza delle informazioni messe a disposizione degli investitori e delle Autorità di vigilanza sui prodotti strutturati; (iii) i criteri di valutazione e i principi contabili relativi a detti prodotti. Essa è chiamata altresì a valutare, in coordinamento con la Task Force sulle agenzie di rating, il ruolo delle predette agenzie nella recente crisi e l'adeguatezza del relativo codice di condotta (approvato dalla Iosco nel 2004), con particolare riguardo alla materia dei conflitti di interesse e ai profili di responsabilità. Il rapporto finale della Task Force sarà presentato a maggio 2008.*

*Il rapporto finale della Task Force sul private equity è stato pubblicato a fine novembre. Il documento individua i problemi prioritari del settore che richiedono ulteriori iniziative da parte della Iosco. In particolare, si raccomanda che siano svolte: (i) un'indagine sulle strutture di capitale utilizzate nelle operazioni di leveraged buyout nelle diverse giurisdizioni, allo scopo di valutare il potenziale impatto sul mercato, anche in termini di rischio sistemico, del default delle società più grandi di private equity; (ii) l'analisi dei conflitti d'interesse e dei presidi posti a tutela degli investitori nelle diverse giurisdizioni.*

## VII – I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

### 1. Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel corso del 2007 si è registrato un significativo aumento dei giudizi instaurati avanti al giudice ordinario avverso provvedimenti sanzionatori adottati o proposti dalla Consob (Tav. 37; Appendice, Tavv. A.2 e A.3), imputabile in larga misura a un incremento delle impugnazioni di provvedimenti sanzionatori per violazioni delle disposizioni in materia di emittenti. Vanno, inoltre, segnalati i primi giudizi di opposizione (pari a 16) avverso sanzioni amministrative comminate dalla Consob per illeciti relativi a condotte di manipolazione e di *insider trading*.

Tav. 37

**Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto<sup>1</sup>**  
(esiti al 31 dicembre 2007)

	Giudice amministrativo <sup>2</sup>						Giudice ordinario <sup>3</sup>					
	Accolti <sup>4</sup>	Respinti <sup>5</sup>	In corso	di cui:		Totale ricorsi	Accolti <sup>4</sup>	Respinti <sup>5</sup>	In corso	di cui:		Totale ricorsi
				Accolta sospensiva	Respinta sospensiva					Accolta sospensiva	Respinta sospensiva	
2004	1	18	12	--	4	31	19	42	--	--	--	61
2005	2	15	9	--	1	26	30	108	--	--	--	138
2006	1	1	9	--	3	11	3	26	1	--	--	30
2007	--	6	3	--	1	9	4	13	57	--	--	74

<sup>1</sup> I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. <sup>2</sup> La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. <sup>3</sup> Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. <sup>4</sup> La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. <sup>5</sup> La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

Tra le più significative pronunce della Corte di Cassazione nel 2007, meritano di essere ricordate le sentenze, a Sezioni Unite, n. 5395 e n. 5396 che hanno risolto il contrasto giurisprudenziale in merito alla decorrenza del termine di 90 giorni entro il quale – ai sensi dell'art. 14 della legge 24 novembre 1981, n. 689 – devono essere notificati all'interessato gli estremi della violazione.

*La Suprema Corte (richiamando propri precedenti in termini) ha ribadito – anche in riferimento alle sanzioni disciplinate dal Tuf – la validità del principio per cui “la pura ‘constatazione’ dei fatti nella loro materialità non coincide necessariamente con l’‘accertamento’: vi sono ambiti, come appunto quello dell’intermediazione finanziaria, che richiedono valutazioni complesse, non effettuabili nell’immediatezza della percezione”. Ciò tuttavia “non esclude che a tali valutazioni si debba procedere in un tempo ‘ragionevole’ e che in sede di opposizione il giudice, ove l’interessato abbia fatto valere il ritardo come ragione di illegittimità del*

*provvedimento sanzionatorio, sia abilitato a individuare il momento iniziale del termine per la contestazione non nel giorno in cui la valutazione è stata compiuta, ma in quello in cui avrebbe potuto – e quindi dovuto – esserlo”.*

*Conseguentemente, “Il momento dell’accertamento degli illeciti amministrativi in materia di intermediazione finanziaria (...) non deve essere fatto coincidere, necessariamente e automaticamente, né con il giorno in cui l’attività ispettiva è terminata (...), né con quello in cui è stata depositata la relazione dell’indagine (come si è deciso con le citate sentenze di questa Corte del 2003 e 2004), né con quello in cui la Commissione si è riunita per prenderla in esame (come si è deciso con le citate sentenze di questa Corte del 2001): non con il primo, perché la pura ‘constatazione’ dei fatti non comporta di per sé il loro ‘accertamento’, se occorre una successiva attività istruttoria e valutativa, che nella specie, secondo i ricorrenti, era necessaria; non con il secondo o con il terzo, perché sia la redazione della relazione, sia il suo esame da parte della Commissione, debbono essere compiuti nel tempo strettamente indispensabile, senza ingiustificati ritardi. Anche per le violazioni delle norme in materia di intermediazione finanziaria, come per quelle commesse in altri campi, occorre invece individuare, secondo le particolarità dei singoli casi e indipendentemente dalle date di deposito della relazione ispettiva e di riunione della Commissione, il momento in cui ragionevolmente la constatazione avrebbe potuto essere tradotta in accertamento: momento dal quale deve farsi decorrere il termine per la contestazione”.*

Si riferisce alla materia dei termini procedurali un’ulteriore decisione della Suprema Corte. Con la sentenza n. 4873 del 2007 la Cassazione ha escluso che dall’inosservanza di un termine “endoprocedimentale” possa discendere l’invalidità del provvedimento sanzionatorio finale; si trattava, in particolare, del termine di 180 giorni entro il quale, nel regime anteriore a quello modificato ad opera della legge n. 62 del 2005, la Consob era tenuta a trasmettere al Ministero dell’economia e delle finanze la proposta di sanzione (termine previsto dal Regolamento Consob n. 12697/2000 attuativo della legge 7 agosto 1990, n. 241).

*In detta sentenza, la Suprema Corte ha riaffermato il principio per cui la disciplina generale in materia di sanzioni amministrative (contenuta nella legge 24 novembre 1981, n. 689) “costituisce un sistema di norme organico e compiuto e delinea un procedimento di carattere contenzioso scandito in fasi i cui tempi sono regolati in modo da non consentire, anche nell’interesse dell’incolpato, il rispetto” dei più brevi termini previsti dalla legge n. 241 del 1990 (in particolare quello di 90 giorni entro il quale, in via generale, devono concludersi i procedimenti amministrativi) o da atti regolamentari dell’Autorità procedente. La Corte ha, poi, puntualizzato “Né alcuna rilevanza può avere nel caso di specie la circostanza che la stessa Consob, nell’erroneo convincimento di dover regolare ai sensi della legge n. 241/90 i tempi del procedimento concernente la formulazione della proposta di sanzione spettante alla sua competenza ex D.Lgs. n. 58 del 1998, abbia emesso il regolamento n. 12697/2000 che ha fissato in 180 giorni il termine in questione, attesa la inidoneità del regolamento a modificare le disposizioni procedurali dettate dalla legge n. 689 del 1981”.*

La Corte d’Appello di Milano, nel corso del 2007, ha avuto occasione di ribadire l’attualità di alcuni principi da essa affermati in precedenti occasioni.

*In relazione all'obbligo di adottare idonee procedure, la Corte di Milano ha confermato che, in virtù dell'art. 56 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998, gli intermediari devono adottare disposizioni interne "stabilite in modo specifico e chiaro, così che ogni operatore della struttura sia vincolato ad adottare un comportamento adeguato all'efficiente svolgimento dei servizi e improntato all'osservanza degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza. Queste prescrizioni comportano non soltanto l'obbligo di definire con sufficiente grado di dettaglio, in via preventiva, le procedure che presiedono al settore dell'intermediazione finanziaria, ma anche quello di comunicare per iscritto al personale le procedure concernenti le modalità di svolgimento delle attività assegnate, precisando i connessi compiti, i doveri, le responsabilità".*

*I giudici hanno, inoltre, ritenuto di poter ribadire, anche nel vigore del "nuovo diritto societario", la responsabilità degli amministratori non delegati a fronte di disfunzioni dell'assetto procedurale dei soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento. Infatti, dall'ultimo comma dell'art. 2381 c.c. – ai sensi del quale "Gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato; ciascun amministratore può chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società", – la Corte d'Appello ha desunto "come l'obbligo di agire informati implichi ex se un obbligo di vigilanza dell'organo amministrativo (riguardato in ogni singolo componente) esteso ad ogni atto della gestione. Pertanto, del mancato esercizio di detta vigilanza rispondono in solido tutti i componenti del consiglio, a meno che essi non diano la prova di essersi attivati e che l'attività di vigilanza non abbia potuto essere esercitata per il comportamento ostantivo di altri componenti del consiglio. Quanto agli organi amministrativi delle banche, l'obbligo di definire procedure idonee a rettamete governare l'espletamento professionale dell'attività di negoziazione di strumenti finanziari implica necessariamente una competenza del consiglio di amministrazione, la vigilanza di ciascun amministratore su eventuali delegati e la generale vigilanza del collegio sindacale".*

Nel corso del 2007 sono stati instaurati i primi giudizi di opposizione avverso delibere Consob irrogative di sanzioni amministrative per abusi di mercato (Appendice, Tav. A.4).

*Cinque di questi giudizi si sono conclusi nel corso dell'anno: si tratta delle opposizioni alla Corte d'Appello di Torino avverso la delibera Consob n. 15760 del 9 febbraio 2007, con la quale erano state comminate alle società Ifil Investments e Giovanni Agnelli e C. e a tre persone fisiche, responsabili a vario titolo di false informazioni fornite al mercato e alla Consob, sanzioni amministrative in relazione alla vicenda "Ifil/Exor". La Corte d'Appello di Torino ha confermato la sussistenza dell'illecito manipolativo accertato e sanzionato dalla Consob, riducendo l'ammontare delle sanzioni comminate alla Ifil Investments, alla Giovanni Agnelli e C. e a una delle persone fisiche responsabili e confermando integralmente le sanzioni applicate ai restanti soggetti. L'illecito è consistito nella diffusione, da parte delle riferite società Ifil Investments e Giovanni Agnelli e C., di comunicati stampa falsi, nella parte in cui negavano l'esistenza di iniziative intraprese e/o allo studio in vista della scadenza di un prestito bancario "convertendo" erogato alla Fiat nel settembre 2002.*

Tali decisioni hanno affrontato, tra l'altro, il tema del rapporto tra le sanzioni applicabili per illeciti di manipolazione del mercato confermando il cosiddetto "doppio binario", ovvero la soggezione dell'autore di condotte manipolative a sanzioni sia

amministrative che penali e la completa autonomia dei procedimenti che conducono alla loro applicazione.

*Le decisioni hanno al riguardo sottolineato come l'incipit dell'art. 187-ter del Tuf faccia "Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato", il che "non lascia adito a dubbi sul suo significato, poiché evidenzia il proposito di cumulare (facendole, appunto, "salve") le sanzioni penali a quelle amministrative". Inoltre, la Corte di Torino ha dato rilievo alla circostanza che il Tuf "stabilisce che il procedimento amministrativo di accertamento e il procedimento di opposizione di cui all'art. 187-septies non possono essere sospesi per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti, o fatti dal cui accertamento dipende la relativa definizione (art. 187-duodecies) e che, quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'art. 187-septies (...), l'esazione della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa (art. 187-terdecies)".*

*"La soluzione specificamente accolta (...) implica [che], se la coeva pendenza del procedimento penale e del processo civile non provoca effetto sospensivo, neppure è ipotizzabile che, intervenuta la sentenza penale, questa possa esplicare alcuna efficacia di accertamento nel giudizio civile. Non meno decisivo, negli stessi termini, è lo scomputo della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato dalla sanzione riscossa dall'Autorità amministrativa: meccanismo di compensazione privo di senso, se per lo stesso fatto non fossero effettivamente applicabili entrambe le sanzioni, penale e amministrativa". Pertanto – concludono i giudici – "le norme in esame costituiscono esplicitazione della scelta di politica legislativa chiaramente diretta a rafforzare la tutela del bene protetto (la trasparenza dei mercati finanziari), mediante la tecnica del cumulo delle sanzioni penali ed amministrative".*

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, nel luglio del 2007 l'Associazione Nazionale fra le Banche Popolari e alcune banche popolari hanno impugnato il Regolamento Emittenti nella parte in cui, attuando gli artt. 147-ter, comma 1 e 148, comma 2, del Tuf (come introdotti dalle disposizioni della legge n. 262/2005 e successive modifiche), ha previsto quote minime di partecipazione per la presentazione delle liste di candidati per l'elezione degli organi di amministrazione e controllo.

*In particolare, i ricorrenti hanno chiesto l'annullamento delle disposizioni (artt. 144-quater, commi 3 e 4, e 144-sexies, commi 2 e 9) che prevedono, per le società cooperative quotate, sia una soglia riferita al capitale sociale (pari allo 0,5% con facoltà statutaria di prevedere una minore percentuale) sia una soglia da stabilire in via statutaria, riferita al numero dei soci (con il limite massimo di 500 soci). L'annullamento è stato chiesto per il contrasto delle norme regolamentari e, in particolare, quella della previsione di una soglia riferita al capitale sociale, con i principi generali posti alla base della disciplina delle società cooperative. Nel dicembre 2007 il Tar del Lazio ha respinto i ricorsi con dispositivo del quale si attendono le motivazioni.*

Tra le più significative pronunce del giudice ordinario, adottate nel 2007, si segnalano alcuni decreti di Corti d'Appello sulle opposizioni, presentate ai sensi dell'art. 195 del Tuf, avverso le delibere irrogative di sanzioni pecuniarie della Consob nei confronti di soggetti coinvolti nella vicenda Antonveneta del 2005.



*In particolare, si evidenzia il provvedimento con il quale la Corte di Milano ha dichiarato infondato il ricorso di un amministratore della Banca Popolare Italiana, relativo alle sanzioni conseguenti alla violazione degli obblighi previsti dagli artt. 115 e 120, commi 4 e 5, del Tuf, ritenendo che la presenza di una specifica delega operativa e la sussistenza dell'elemento soggettivo della colpa fossero sufficienti per imputare al ricorrente la responsabilità amministrativa per le violazioni accertate. Ciò in quanto per i giudici "a tutti gli amministratori è imposto un generale dovere di diligenza da rapportare alla natura dell'incarico e alle loro specifiche competenze, dovere che diventa più intenso in presenza di attribuzioni delegate o proprie del comitato esecutivo" (Corte d'Appello di Milano, decreto 21.11.07).*

*Devono essere menzionati, inoltre, due decreti della Corte d'Appello di Roma che hanno rigettato i ricorsi avverso l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie per violazione dell'art. 122, comma 1, 4 e 5, del Tuf (mancata comunicazione di un patto parasociale) in un caso, e degli artt. 106, comma 1, e 109, del Tuf (mancata promozione di Opa obbligatoria conseguente ad acquisti di concerto) in un altro caso. In particolare, i giudici di Roma, nel confermare le sanzioni amministrative pecuniarie comminate, hanno ritenuto corretto l'accertamento presuntivo da parte della Consob – fondato "su indizi gravi, precisi e concordanti" – di un patto parasociale occulto tra un azionista (persona fisica) di Banca Antonveneta e la Banca Popolare Italiana, avente ad oggetto l'acquisto concertato di azioni ordinarie della stessa Banca Antonveneta e l'esercizio, anche congiunto, di un'influenza dominante sulla banca stessa attraverso l'esercizio del diritto di voto. Secondo la Corte d'Appello di Roma, fra l'altro, "la peculiarità del caso in esame è data dalla clandestinità del patto (solo per questo illecito) e, dunque, dalla necessità di attuarlo secondo modalità atte a dissimularne l'esistenza, trovando così piena e logica giustificazione la diversità di ruoli attribuiti ai vari partecipanti, in quanto il fine ultimo dell'accordo era quello di far nominare, quali componenti del CdA le persone prescelte da tutti i partecipanti al patto, mentre era necessario che, perché non si avesse sentore dell'accordo, ciascun consociato giocasse un ruolo particolare" (Corte d'Appello di Roma, decreti del 26.03.07 e del 09.05.07).*

Nel corso dell'anno sono giunte a decisione sei cause (davanti a quattro diversi Tribunali) relative a impugnative di bilanci intentate dalla Consob ai sensi dell'art. 157, comma 2, del Tuf. Tali decisioni – oltre a entrare, tranne che in un caso, nel merito delle questioni tecniche sollevate dalla Consob (condividendone i rilievi in cinque casi su sei, con la sola eccezione dell'impugnativa dei bilanci I Viaggi del Ventaglio al 31.12.2005) – si sono sempre soffermate su aspetti preliminari, relativi alla legittimazione e all'interesse ad agire della Consob, assumendo posizioni non sempre pienamente in linea tra loro.

*In particolare, in un caso (bilanci Cit al 31.12.2003), il Tribunale di Milano ha accolto l'impugnativa della Consob relativa ai bilanci di una società, nel frattempo ammessa alla procedura di amministrazione straordinaria, ritenendo che "sussista un interesse alla decisione nel merito nonostante l'intervenuta apertura della fase di amministrazione straordinaria cui è stata ammessa la società convenuta dopo l'instaurazione del presente procedimento. Difatti, nell'ambito delle impugnative di bilancio, un interesse ad agire permane, a prescindere dalle vicende che sono inerenti alla qualità soggettiva di chi agisce o alla stessa società convenuta, ogni volta che possa derivare un pregiudizio di natura non necessariamente patrimoniale dalla*

*permanenza di un documento contabile non redatto in conformità dei criteri di legge, in quanto correlato semplicemente a un interesse ad agire concreto della parte legittimata ad agire – e in questo caso chi agisce è lo stesso organo di vigilanza sulle attività delle società quotate – all'osservanza dei criteri di legge nella redazione di un documento che influisce sulla corretta informazione della situazione patrimoniale della società. A proposito dell'iniziativa della Consob particolare rilievo assume il caso in cui la società di revisione ha espresso un giudizio positivo sul bilancio, posto che l'avvio e, specialmente, l'esito dell'azione possono svolgere la funzione di correggere l'impatto informativo sul mercato di tale giudizio”.*

*In un altro caso (bilanci Partecipazioni Italiane al 31.12.2004), il Tribunale di Pavia ha esplicitamente precisato che “la durata del processo non può ripercuotersi negativamente in capo a colui che abbia proposto l'impugnazione tempestivamente e dunque il fatto che nelle more del processo siano stati approvati i bilanci degli anni successivi non può avere di per sé effetti impeditivi del giudizio: in tal caso dovrà il giudice, caso per caso, verificare in concreto la sussistenza dell'interesse ad agire” aggiungendo che “nel caso che ci occupa l'interesse ad agire di Consob deve ritenersi tuttora sussistente, in ragione delle finalità specifiche che il legislatore ha voluto perseguire assegnando a Consob stessa la legittimazione ad agire per l'impugnazione delle delibere di cui si tratta; tale interesse non può ritenersi venuto meno né con riguardo al fatto che è stato approvato il bilancio relativo all'anno 2005, né con riguardo all'avvenuto delisting delle azioni della convenuta”.*

*Tale posizione è stata condivisa, con sentenza depositata nei primi giorni del 2008, dal Tribunale di Rimini (bilanci Giacomelli Sport Group al 31.12.2002) che fa discendere dall'interesse “di rilievo pubblicistico, ad accertare la scarsa chiarezza o scorrettezza del bilancio e l'inesatta informazione fornita al mercato sulla consistenza patrimoniale e sull'efficienza economica della società...la sussistenza della particolare legittimazione ad impugnare il bilancio in capo alla Consob, che perdura anche in caso di dequotazione della società”.*

*A sua volta il Tribunale di Roma (bilanci Cirio Finanziaria al 31.12.2001) ha annullato il bilancio d'esercizio e dichiarato non conforme alla normativa di riferimento il bilancio consolidato di una società, pur essendo la società nel frattempo entrata in amministrazione straordinaria e le azioni, da essa stessa emesse, revocate dalla quotazione.*

*Diversamente si è espressa una sentenza del Tribunale di Milano depositata nel dicembre 2007 (bilancio d'esercizio Garboli al 31.12.2004), secondo la quale, nel caso in cui viene meno la quotazione delle azioni, viene meno la condizione sostanziale dell'azione, e, dunque, un presupposto che deve sussistere al momento della decisione del giudice. In tal caso “l'esigenza di tutela di chi abbia originariamente investito in azioni di una società poi revocata dalla quotazione, si realizza con l'attivazione di norme diverse dall'art. 157 Tuf, che consentono il ristoro del danno a fronte di decisioni assunte sulla base di informazioni non attendibili”. Il Tribunale ha considerato venuto meno l'interesse ad agire della Consob anche in relazione all'intervenuta approvazione di bilanci di anni successivi e di altre situazioni patrimoniali conformi ai rilievi formulati dalla Consob sul bilancio impugnato. Il Tribunale ritenendo che il bilancio impugnato dovesse essere spontaneamente modificato dagli amministratori, in forza di un principio di continuità tra situazioni contabili, a cui gli amministratori stessi sono tenuti a conformarsi, senza necessità di alcun intervento giudiziario sul bilancio.*

## 2. La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2007 si è registrato un incremento del numero delle sentenze che hanno definito parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni investitori, acquirenti di obbligazioni “Cirio”, “Parmalat” e “Argentina” (Appendice, Tav. A.5).

*Tra tali pronunce, degne di rilievo sono le sentenze con cui il Tribunale di Roma, nel dichiarare la propria incompetenza territoriale, ha respinto la domanda risarcitoria avanzata dall'attrice nei confronti della Consob, per aver considerato “artificiosa” la chiamata in causa dell'Istituto dal momento che il coinvolgimento del medesimo nel giudizio era stato determinato unicamente dalla possibilità di giovare dello spostamento di competenza territoriale, competenza che è stata invece radicata in capo al Tribunale del luogo in cui sono effettivamente intercorsi i rapporti tra l'attrice e la banca, ai quali la Consob è risultata “assolutamente estranea” (sentenze nn. 9669; 9675; 10900; 12059; 13862; 14540; 14892; 19626; 21446).*

*Del resto, lo stesso Tribunale di Roma ha ritenuto altresì che dalle “argomentazioni esposte nel contesto dell'atto di citazione” emergesse l'“assoluta genericità” della condotta addebitata alla Consob, non essendo stato mai precisato “quale specifica omissione o violazione dei doveri imposti dalla legge possa essere contestata nel caso specifico” e “sulla base di quali elementi potrebbe essere ravvisata la sussistenza di un nesso causale tra l'eventuale condotta omissiva addebitabile alla Consob e il danno in concreto subito dall'interessata”.*

Anche le altre decisioni, tutte favorevoli all'Istituto, hanno in massima parte dichiarato la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna al risarcimento dei danni di questi ultimi nei confronti degli aventi diritto. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono invece state respinte, attesa la dichiarata insussistenza, nel merito, di profili di responsabilità extracontrattuale dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni. Non è stata ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento (*ex multis*, sentenza Tribunale di Roma n. 13819).

Uniformemente alle pronunce già rese in materia dal medesimo Tribunale, è stato, infatti, ribadito che l'illecito di tipo omissivo deve trovare il proprio fondamento nella violazione di una norma specifica, mentre non è possibile individuare in capo alla Consob alcun obbligo di controllo sul flusso indifferenziato di informazioni destinate agli investitori, posta l'impossibilità per l'Istituto di avere immediata cognizione delle condotte anomale degli intermediari nell'ambito delle innumerevoli negoziazioni che ogni giorno avvengono con i singoli risparmiatori (sentenza del Tribunale di Roma n. 11643).

*In particolare, è stata esclusa la responsabilità della Consob che avrebbe consentito il collocamento dei titoli in assenza del prospetto informativo, atteso che i titoli obbligazionari acquistati dagli attori non avevano formato “oggetto di un'attività di sollecitazione all'investimento o di collocamento diretto (in prima battuta) al pubblico indistinto ma soltanto alle banche ed agli altri investitori (cosiddetto private placement) e, in questo caso, la legge non*

*prevede la necessità di ricorrere alla pubblicazione di un prospetto informativo da sottoporre al controllo preventivo della Consob; né era previsto il cosiddetto prospetto di quotazione, trattandosi di titoli non ammessi alla quotazione su un mercato regolamentato” (sentenza del Tribunale di Roma n. 14189).*

Con sentenza pronunciata nell'ottobre 2007, il Tribunale civile di Padova ha rigettato la domanda di risarcimento del danno proposta nei confronti della Consob per asserito omesso esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti di una Sim; il tribunale ha rilevato la mancata indicazione da parte dell'attore degli elementi di fatto e di diritto costitutivi di una tale responsabilità e la mancanza di collegamento causale tra i fatti dedotti a fondamento della pretesa risarcitoria, il comportamento dell'Autorità di controllo e le perdite subite da parte attrice.

## VIII – LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

### 1. La gestione finanziaria

Nell'esercizio 2007 le entrate complessive dell'Istituto (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 90,8 milioni di euro (Tav. 38), di cui 72,0 milioni (79,3%) per entrate contributive (riferibili prevalentemente alle categorie dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, dei promotori finanziari, degli emittenti e degli intermediari finanziari; Tav. 39).

Tav. 38

Schema riassuntivo delle entrate e delle spese  
(milioni di euro)

Voci	2000 <sup>1</sup>	2001 <sup>1</sup>	2002 <sup>1</sup>	2003 <sup>1</sup>	2004 <sup>1</sup>	2005 <sup>1</sup>	2006 <sup>1</sup>	2007 <sup>2</sup>
<b>Entrate</b>								
Avanzo di amministrazione <sup>3</sup>	50,7	74,0	12,3	11,6	11,7	15,3	12,8	24,0
Fondo a carico dello Stato	31,0	31,0	23,7	23,3	26,7	24,4	13,1	11,0
<b>Entrate proprie</b>								
Entrate da corrispettivi istruttori <sup>4</sup>	3,0	1,5	—	—	—	—	—	—
Entrate da corrispettivi per partecip. a esami <sup>4</sup>	3,0	1,5	—	—	—	—	—	—
Entrate da contributi di vigilanza	31,8	27,4	39,9	41,6	49,2	46,9	75,2	72
Entrate da contributi sulle negoziazioni <sup>4</sup>	5,2	3,6	—	—	—	—	—	—
Entrate diverse	4,2	11,6	3,8	4,9	3,5	3,7	7,5	7,8
<i>Totale entrate</i>	<i>128,9</i>	<i>150,6</i>	<i>79,7</i>	<i>81,4</i>	<i>91,1</i>	<i>91,3</i>	<i>108,6</i>	<i>114,8</i>
<b>Spese</b>								
<b>Spese correnti</b>								
Spese per i componenti la commissione	1,2	1,4	1,4	1,3	2,2	2,0	2,2	2,8
Spese per il personale	33,7	45,8	42,2	43,2	44,6	48,0	55,1	67,6
Spese per acquisizione di beni e servizi	14,2	16,4	18,7	18,9	19,4	19,4	20,8	26,5
Oneri per ripristino e ampl. immobilizzaz.	2,4	3,8	4,7	4,6	4,3	4,3	4,1	4,5
Spese non classificabili	0,1	4,9	1,1	0,4	5,2	4,6	0,1	0,8
<i>Totale spese correnti</i>	<i>51,6</i>	<i>72,3</i>	<i>68,1</i>	<i>68,4</i>	<i>75,7</i>	<i>78,3</i>	<i>82,3</i>	<i>102,2</i>
Spese in conto capitale	3,6	66,8	2,8	1,7	2,6	1,5	1,9	12,6
<i>Totale spese</i>	<i>55,2</i>	<i>139,1</i>	<i>70,9</i>	<i>70,1</i>	<i>78,3</i>	<i>79,8</i>	<i>84,2</i>	<i>114,8</i>

<sup>1</sup> Dati consuntivi. <sup>2</sup> Dati di preventivo definitivo. <sup>3</sup> L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui e dalle rettifiche di valore delle disponibilità investite (non indicate nella tavola). L'avanzo 2006 è riportato tra le entrate 2007. <sup>4</sup> A partire dall'esercizio 2002, per effetto dell'intervenuta riformulazione del comma 3 dell'art. 40 della Legge n. 724/1994, il regime contributivo contempla un'unica tipologia di contribuzione denominata "contributo di vigilanza".

Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati  
(milioni di euro)

	Sim e agenti di cambio	Banche	Società di revisione	Promotori di servizi finanziari	Organismi di mercato <sup>3</sup>	Emittenti	Oicr <sup>4</sup>	Soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	Negoziatori titoli quotati su Mta / Mercato Expandi	Altri	Totale entrate contributive
2000 <sup>1</sup>	0,5	2,9	2,3	10,3	1,2	8,4	3,0	9,2	5,2	0,0	43,0
2001 <sup>1</sup>	0,5	2,8	2,1	8,7	1,4	7,9	3,1	3,5	3,6	0,4	34,0
2002 <sup>1</sup>	1,2	7,5	2,0	6,4	2,8	8,9	5,3	4,9	—	0,9	39,9
2003 <sup>1</sup>	1,0	7,4	2,5	8,0	3,1	9,0	6,1	3,4	—	1,1	41,6
2004 <sup>1</sup>	0,9	7,7	3,7	9,5	3,9	8,8	6,2	7,1	—	1,4	49,2
2005 <sup>1</sup>	0,8	8,1	3,7	9,3	4,0	10,8	5,8	2,7	—	1,7	46,9
2006 <sup>1</sup>	1,2	12,5	6,0	13,6	5,2	14,7	9,2	10,0	—	2,8	75,2
2007 <sup>2</sup>	1,0	10,4	5,5	12,9	4,8	12,9	8,4	13,2	—	2,9	72,0

<sup>1</sup> Dati consuntivi. <sup>2</sup> Dati di preventivo definitivo. <sup>3</sup> In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Tlx Spa, Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa e Monte Titoli Spa. <sup>4</sup> Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

Sotto il profilo della spesa, si è registrato un aumento di quella corrente rispetto all'anno precedente, correlato essenzialmente alla spesa per il personale e alle spese per l'acquisizione di beni e servizi. La spesa in conto capitale (12,6 milioni di euro) registra anch'essa un incremento ascrivibile per intero ad acquisizioni di apparecchiature informatiche.

*Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2008. Le entrate previste sono pari a 89,5 milioni di euro e derivano per 10,7 milioni dal «Trasferimento da parte dello Stato» per tale anno, per 72 milioni dalle «Entrate contributive», per 6,8 milioni da «Altre Entrate» dell'Istituto. A esse si aggiungono 28,3 milioni di euro derivanti dall'«Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2007». Questo ultimo è ripartito nelle separate componenti di «Avanzo di amministrazione disponibile» per la copertura finanziaria di spese programmate per l'esercizio 2008 (26,8 milioni di euro) e «Avanzo di amministrazione generato dalle prenotazioni di impegno 2007 trasferite all'esercizio 2008 ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità» (1,6 milioni di euro) riconnesso al differimento della realizzazione di una nuova biblioteca presso la sede romana e a talune iniziative di manutenzione della sede di Roma.*

*La previsione effettiva della spesa complessiva per l'esercizio 2008 (considerata al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 2007 e ricomprese nelle spese in conto capitale) è pari a 116,2 milioni di euro, di cui 107,2 per «Spese correnti» e 9,0 per «Spese in conto capitale». La previsione di spesa corrente per il 2008 registra un incremento, rispetto all'omologo dato di previsione definitiva 2007, pari a 5,0 milioni di euro, ascrivibile quasi per intero al maggior importo del Fondo di riserva per spese impreviste e maggiori spese rispetto allo importo stanziato per il 2007; l'incremento si riconnette essenzialmente alla disponibilità*

manifestata dal Comune di Milano ad assegnare all'Istituto, in concessione d'uso, un'ulteriore porzione del complesso immobiliare di Palazzo Carmagnola. La previsione di spesa 2008 in conto capitale riflette, invece, il generale programma di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico dell'Istituto, oltre a oneri per manutenzione straordinaria della sede di Roma.

A dicembre 2007 la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2008 individuando, in base a quanto previsto dall'art. 40 della legge 724/1994, le categorie di soggetti vigilati tenuti al pagamento della contribuzione e la misura dei contributi medesimi.

I relativi provvedimenti contengono alcune modifiche rispetto al regime previgente, indotte dalle innovazioni che hanno interessato nel corso del 2007 la disciplina dei mercati finanziari. In particolare, è stato previsto: (i) l'introduzione di un contributo di vigilanza a carico dei gestori dei sistemi multilaterali di negoziazione; (ii) l'introduzione di un contributo di vigilanza a carico degli internalizzatori sistematici; (iii) l'introduzione di un contributo di vigilanza a carico dell'Organismo consulenti finanziari.

## 2. La gestione delle risorse umane

Nel corso del 2007 sono state assunte complessivamente 96 unità di personale, di cui 72 di ruolo e 24 con contratto a tempo determinato. Nello stesso anno sono cessati dal servizio 18 dipendenti di ruolo e 2 dipendenti a contratto. Rispetto al 2006, l'organico effettivo dell'Istituto è cresciuto di 76 unità (Tav. 40 e Tav. 41).

Tav. 40

### Il personale<sup>1</sup>

	Dipendenti di ruolo				Dipendenti a tempo determinato	Totale
	Carriera direttiva	Carriera operativa	Carriera dei servizi generali	Totale		
1990	91	63	16	170	67	237
1993	134	72	16	222	96	318
1996	128	152	16	296	108	404
1997	125	161	21	307	96	403
1998	122	156	17	295	88	383
1999	116	205	19	340	24	364
2000	110	246	20	376	13	389
2001	110	241	19	370	15	385
2002	126	250	15	391	17	408
2003	129	245	15	389	19	408
2004	131	236	15	382	20	402
2005	182	218	15	415	25	440
2006	195	214	14	423	36	459
2007	200	266	13	479	56	535

Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Dati al 31 dicembre.

Distribuzione del personale per carriera e per unità organizzativa<sup>1</sup>

Divisioni	Carriera direttiva		Carriera operativa	Carriera dei servizi generali	Totale
	Superiore	Inferiore			
Emittenti	13	59	37	--	109
Intermediari	2	19	40	--	61
Ispettorato	2	12	18	--	32
Mercati	5	19	31	--	55
Studi Giuridici	2	5	2	--	9
Studi Economici	2	14	12	--	28
Relazioni Esterne	3	3	9	--	15
Consulenza Legale	4	18	14	--	36
Amministrazione e Finanza	3	8	36	14	61
Risorse	6	10	20	--	36
Sistemi Informativi	4	7	12	--	23
Altri Uffici <sup>2</sup>	13	17	40	--	70
<i>Totale</i>	<i>59</i>	<i>191</i>	<i>271</i>	<i>14</i>	<i>535</i>

Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Dati al 31 dicembre 2007. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. <sup>2</sup> Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

*In particolare sono stati assunti a ruolo a seguito di concorsi pubblici: 53 coadiutori (con laurea in discipline giuridiche ed economiche) presso la sede di Roma e 20 coadiutori presso la sede di Milano.*

*Sono, invece, stati assunti a contratto a tempo determinato, a seguito di apposite selezioni espletate ai sensi della speciale normativa in materia di cui alla delibera n. 11412/1998, 8 funzionari e un coadiutore.*

Nel corso dell'anno si sono, inoltre, svolte le procedure per il reclutamento delle risorse assegnate dal decreto legge 14 marzo 2005, n. 35, convertito con legge 14 maggio 2005, n. 80, che ha previsto un incremento di 15 unità, idonee all'immediato svolgimento dei compiti d'Istituto, da assumere con contratto a tempo determinato mediante chiamata diretta, sulla base della elevata qualificazione e dei titoli professionali e di servizio posseduti; in particolare sono stati assunti e destinati alla sede di Roma 5 dirigenti e 9 funzionari.

Nel corso dell'anno, in attuazione del "Piano delle assunzioni" approvato dalla Commissione, sono state pubblicate tre nuove procedure concorsuali, per complessivi 20 posti, da destinare alle sedi di Roma e di Milano ed è stato previsto l'espletamento di procedure concorsuali per l'assunzione di 24 risorse con competenze informatiche e matematico-statistiche.

Nel 2007 sono stati sottoscritti accordi negoziali concernenti modifiche al "Trattamento giuridico ed economico del personale".



Sono state fortemente potenziate le attività di formazione del personale Consob in ragione del profondo cambiamento del quadro normativo di riferimento.

*Hanno preso avvio alcuni progetti, che saranno pienamente sviluppati nel 2008, per la realizzazione di corsi di formazione in house con il coinvolgimento diretto di esperti esterni.*

*In conformità agli indirizzi maturati in ambito Cesr, che prevedono l'adozione di un modello di vigilanza risk based, ampio spazio è stato riservato all'aggiornamento delle conoscenze matematiche e statistiche del personale addetto alla predisposizione e alla manutenzione dei sistemi di vigilanza.*

Nel 2007 si è registrato un notevole incremento del numero di richieste, da parte di dipendenti recentemente assunti, di autorizzazione al collocamento in congedo straordinario retribuito per la frequenza di dottorati di ricerca (ai sensi dell'art. 2 della legge 13 agosto 1984, n. 476). Nel 2007 sono state istruite e autorizzate 7 domande di congedo straordinario a valere su 11 richieste avanzate a partire dal 2003. Sono, inoltre, in corso di istruttoria 2 ulteriori richieste che dovrebbero essere autorizzate nel 2008.

*La partecipazione dei dipendenti della Consob ai dottorati di ricerca ha riguardato nel tempo il 2,1 per cento del personale dell'Istituto (coadiutori e funzionari di 2<sup>a</sup>); la percentuale di risorse in congedo straordinario aumenta al 3,5 per cento se consideriamo soltanto i dipendenti con qualifica di coadiutore e di funzionario di 2<sup>a</sup> (315 unità, pari al 59 per cento dell'intero organico). Per quanto riguarda le materie oggetto dei dottorati, il 64 per cento ha riguardato materie giuridiche e il restante 36 per cento materie economiche.*

*Sebbene l'aumento dei congedi straordinari per motivi di studio confermi l'elevata specializzazione e qualificazione professionale del personale della Consob, l'applicazione delle disposizioni in materia di dottorati di ricerca nelle Università rappresenta per l'Istituto un elemento di forte criticità dal momento che il fenomeno ha interessato soprattutto dipendenti assegnati, con funzioni istruttorie, a unità organizzative istituzionali prevalentemente dedicate ad attività di vigilanza. Inoltre, il collocamento in congedo straordinario retribuito per motivi di studio rende indisponibili posti nella pianta organica pur mantenendo a carico dell'Istituto gli oneri retributivi, assicurativi, previdenziali e fiscali (che ammontano a circa 900 mila euro).*

Il radicale cambiamento del quadro normativo e l'evoluzione dei mercati finanziari hanno reso necessario adottare, nel corso del 2007, un nuovo assetto organizzativo.

*Le linee guida alla base della riforma organizzativa sono state: i) il mantenimento dell'esistente tripartizione delle funzioni istituzionali di vigilanza, secondo le aree di competenza definite dal Tuf (intermediari, emittenti e mercati), e la creazione di nuove unità dedicate allo svolgimento degli ulteriori compiti attribuiti dalle recenti riforme normative; ii) lo sviluppo di maggiori capacità di analisi dell'evoluzione dei mercati per individuare tempestivamente la presenza di nuovi fenomeni e interpretarne i possibili impatti sulle strategie di vigilanza; iii) lo sviluppo di strumenti, sempre più sofisticati, di individuazione preventiva dei rischi di comportamenti in contrasto con le norme, secondo un modello che consenta di identificare le attività su cui focalizzare l'azione di vigilanza, ottimizzando l'uso delle risorse umane e degli strumenti disponibili (risk-based approach); iv) la crescita della partecipazione all'attività di regolamentazione internazionale con l'obiettivo di aumentare la capacità di incidere sul processo*

normativo, al fine di perseguire le esigenze di tutela del mercato italiano nonché favorire la convergenza degli standard comportamentali a livello europeo e internazionale.

L'applicazione di tali principi ha comportato diverse innovazioni sotto il profilo organizzativo. In particolare, è stata creata un'unità organizzativa specializzata nelle attività ispettive a supporto delle attività di enforcement nei diversi settori di competenza dell'Istituto. Sono state istituite nuove unità organizzative dedicate allo sviluppo di modelli di analisi dei rischi, basati su metodologie statistico-quantitative e sull'analisi degli scenari macroeconomici e di settore, con l'obiettivo di contribuire a elaborare i criteri di selezione e di indirizzo delle attività di vigilanza in una logica preventiva. È stata poi istituita una specifica funzione per le attività di analisi di impatto della regolamentazione che fornisce il proprio contributo nella fase preliminare di elaborazione di ipotesi di regolamentazione.

### 3. Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education

Nel corso del 2007 è stato notevole l'impegno dedicato dalla Consob alle relazioni con l'esterno e all'attività di *investor education*. Gli importanti mutamenti normativi intervenuti nel corso dell'anno hanno comportato la necessità di potenziare gli strumenti di comunicazione con il pubblico e con i risparmiatori.

Il sito internet istituzionale si conferma lo strumento centrale dell'attività di comunicazione della Consob. Il numero elevato di accessi al sito conferma l'importanza che questo strumento ha assunto nei confronti degli operatori, che lo consultano frequentemente per acquisire informazioni sulla regolamentazione, sui provvedimenti della Consob e sugli intermediari abilitati (Tav. 42).

Tav. 42

Accessi alle pagine del sito internet

Pagine	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Home Page (Novità)	829.385	953.900	1.563.957	2.040.414	2.674.672	2.130.146
Per i risparmiatori	102.159	144.333	156.023	158.124	303.315	343.988
Per gli operatori <sup>1</sup>	—	70.573	69.071	101.098	358.795	367.472
La Consob	121.688	118.407	157.075	229.123		846.986
Emittenti	1.014.943	2.214.855	2.567.876	2.811.214	3.936.630	2.791.044
Intermediari e mercati	262.218	189.417	234.561	289.627	889.495	1.690.854
Decisioni della Consob/Bollettino <sup>2</sup>	416.423	387.879	421.345	519.469	596.785	695.790
Regolamentazione	555.583	430.937	501.071	727.141	955.965	2.116.752
Pubblicazioni e comunicati	438.993	451.318	495.005	521.198	634.400	750.300
Altri siti	30.148	27.122	29.087	14.098	17.980	9.716
Motore di ricerca unico	242.315	223.459	245.013	275.192	276.195	313.236
Aiuto e mappa del sito	63.927	64.543	72.354	89.210	25.125	26.300
Versione in lingua inglese	200.237	132.605	136.357	141.498	428.925	296.892

<sup>1</sup> Sezione inserita nel corso dell'anno 2003. <sup>2</sup> Nel corso del 2007 il Bollettino è diventato elettronico e la sezione ha cambiato denominazione.

Nel corso dell'anno, la Consob ha partecipato come di consueto al Forum della Pubblica Amministrazione, un'occasione di incontro diretto con il pubblico, e alla manifestazione Com-Pa (Salone europeo della comunicazione pubblica dei servizi al cittadino e alle imprese) per far conoscere le funzioni svolte dall'Istituto e gli strumenti utilizzati e per acquisire indicazioni sulle aspettative e sui bisogni informativi dei risparmiatori.

Sono stati organizzati, inoltre, convegni e seminari mirati ad accrescere il livello di cultura finanziaria degli investitori e la capacità di scelta consapevole fra i molteplici investimenti disponibili.

Nel 2007 si sono tenuti alcuni incontri fra la Consob e le associazioni rilevanti a livello nazionale rappresentate all'interno del Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti. Durante gli incontri è stata prestata attività di supporto informativo volta a incoraggiare la partecipazione delle associazioni dei consumatori a procedure di consultazione, originate da organismi comunitari e dalla Consob e finalizzate all'adozione di provvedimenti normativi.

Intensa è stata l'attività di risposta alle richieste di documentazione e informazione riguardanti l'attività dell'Istituto (Tav. 43).

Tav. 43

Richieste di documentazione e informazioni relative all'attività dell'Istituto

	Richiedenti			Oggetto della richiesta				Totale
	Investitori e operatori istituzionali	Risparmiatori, studenti e altri soggetti	Totale	Delibere, comunicazioni, prospetti	Testi integrati di leggi e regolamenti	Dati e informazioni	Altro	
1997	673	441	1.114	451	367	286	10	1.114
1998	597	448	1.045	427	300	300	18	1.045
1999	540	475	1.015	310	290	300	115	1.015
2000	1.460	1.158	2.618	588	379	1.261	390	2.618
2001	782	1.407	2.189	365	112	1.259	453	2.189
2002	655	922	1.577	182	79	1.092	224	1.577
2003	365	1.114	1.479	149	6	1.007	317	1.479
2004	247	1.277	1.524	182	48	1.024	270	1.524
2005	298	1.542	1.840	192	53	1.397	198	1.840
2006	153	1.306	1.459	145	20	1.216	78	1.459
2007	185	1.463	1.648	50	470	995	133	1.648

*I dati evidenziano un forte incremento delle richieste aventi ad oggetto testi integrati di leggi e regolamenti. Numerose, inoltre, sono state le richieste pervenute attraverso lo "sportello telefonico" impegnato a soddisfare esigenze informative di varia natura provenienti dagli operatori e dai risparmiatori.*

Nel corso dell'anno sono state realizzate due importanti iniziative di *investor education*.

*La prima iniziativa riguarda il rapporto esistente fra gli intermediari e i clienti nella prestazione dei servizi di investimento alla luce del nuovo quadro normativo disegnato dalla direttiva comunitaria Mifid. Obiettivo dell'iniziativa è quello di presentare, con un linguaggio sintetico e immediato, la nuova disciplina, soffermandosi sulle tutele previste per i risparmiatori e, in particolare, sugli obblighi posti a carico delle imprese di investimento e degli intermediari bancari. L'iniziativa è stata presentata in concomitanza con l'entrata in vigore (novembre 2007) della nuova disciplina comunitaria, a testimonianza dell'impegno della Consob ad affiancare ai tradizionali compiti di vigilanza, efficaci strumenti di comunicazione con i risparmiatori.*

*La seconda iniziativa riguarda la funzione del risparmio e le regole fondamentali di investimento. Lo scopo dell'iniziativa è quello di sottolineare che la realizzazione di un investimento deve essere il risultato dell'analisi di preferenze ed esigenze finanziarie, passando attraverso l'assunzione di informazioni, l'instaurazione di un rapporto corretto con l'intermediario e l'adozione di opportune cautele. Si tratta di un percorso scandito da regole semplici e immediate che formano una sorta di decalogo da verificare prima di investire.*

#### **4. Lo sviluppo del sistema informativo**

Nel corso del 2007 è continuata l'attività di adeguamento della piattaforma *hardware* e *software* ai più recenti standard tecnologici.

*In particolare, è proseguita l'azione di potenziamento e aggiornamento della server farm e della rete telematica per assicurare servizi informativi più elevati: i) agli utenti interni alla Consob affinché, attraverso gli strumenti aziendali a loro disposizione, possano esercitare al meglio le attività istituzionali con riguardo a quelle relative alla vigilanza; ii) agli utenti che dall'esterno accedono alle applicazioni a loro dedicate; iii) agli investitori e ai risparmiatori che utilizzano i servizi di informazione messi a disposizione attraverso il sito web istituzionale.*

*Sono state, inoltre, revisionate e analizzate le attuali architetture ICT (Information Communication Technology) che proseguiranno nel 2008. L'attività di analisi e revisione è finalizzata a definire le linee guida di sviluppo tecnologico e organizzativo che consentiranno all'Istituto di migliorare, secondo criteri di flessibilità, l'attuale infrastruttura tecnologica verso un modello idoneo a sostenere gli sviluppi strategici della Consob.*

Nel 2007 è stato realizzato ed è diventato attivo il sistema di *Transaction Reporting* nazionale per l'attuazione dell'obbligo (ai sensi della direttiva Mifid) per gli intermediari di segnalare alla Consob le operazioni effettuate su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione Europea.

*Il sistema consente alle Autorità europee di scambiarsi i dati necessari a migliorare l'attività di sorveglianza sui mercati. In particolare, i dati vengono separati e scambiati, con adeguati meccanismi di sicurezza, attraverso l'Hub centrale del Cesr.*

*In ambito internazionale, inoltre, sono state definite politiche comuni per facilitare l'interscambio delle informazioni di vigilanza sulle transazioni su titoli mobiliari. L'attività svolta dai gruppi di lavoro organizzati dal Cesr ha determinato un insieme di progetti volti a migliorare l'attuale sistema di Transaction Reporting integrato con nuove funzionalità.*

Infine, particolare attenzione è stata riservata alla “*business continuity*” attraverso un più ampio *disaster recovery*, che consente di replicare i dati tra le Istituzioni, in sedi fisicamente lontane, coinvolte nei processi di vigilanza.



**D**

***APPENDICE E  
NOTE METODOLOGICHE***





**INDICE DELLE TAVOLE**

<i>Tav. A.1</i>	<i>Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società italiane quotate.....</i>	<i>279</i>
<i>Tav. A.2</i>	<i>Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice amministrativo.....</i>	<i>280</i>
<i>Tav. A.3</i>	<i>Impugnazioni di sanzioni amministrative presentate avanti al giudice ordinario.....</i>	<i>282</i>
<i>Tav. A.4</i>	<i>Impugnazioni presentate avanti alle Corti d'Appello avverso sanzioni per abusi di mercato.....</i>	<i>284</i>
<i>Tav. A.5</i>	<i>Azioni contro la Consob per risarcimento danni.....</i>	<i>285</i>



**Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società italiane quotate<sup>1</sup>**  
(valori monetari in milioni di euro)

	Volontarie		Preventive <sup>2</sup>		Incrementali <sup>3</sup>		Successive		Residuali		Su azioni proprie		Totale	
	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore
1992	5	611	--	--	--	--	2	11	--	--	--	--	7	622
1993	2	850	2	543	--	--	3	12	5	7	--	--	12	1.412
1994	2	72	1	1.947	--	--	11	832	6	23	--	--	20	2.874
1995	4	75	--	--	--	--	8	975	9	24	--	--	21	1.074
1996	6	264	2	213	1	53	9	161	10	14	--	--	28	705
1997	5	378	2	234	1	4	7	376	8	27	--	--	23	1.019
1998	2	96	2	1.658	1	126	6	102	3	23	--	--	14	2.005
1999	4	631	8	53.292	--	--	8	640	2	5	--	--	22	54.568
2000	7	4.299	8	4.878	--	--	6	2.734	7	218	--	--	28	12.129
2001	4	171	2	726	--	--	7	5.573	11	196	--	--	24	6.666
2002	10	3.724	4	809	--	--	4	26	5	44	1	709	24	5.312
2003	8	5.837	4	7.359	--	--	6	174	8	356	--	--	26	13.726
2004	4	142	--	--	--	--	10	293	3	79	1	2	18	516
2005	4	16.593	1	11	--	--	12	3.007	4	82	1	148	22	19.841
2006	2	878	--	--	--	--	10	6.046	5	480	--	--	17	7.404
2007	3	3.641	1	633	--	--	11	946	3	76	--	--	18	5.296

Fonte: archivio Consob su documenti di offerta e avvisi della Borsa Italiana Spa. <sup>1</sup> Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno antecedente l'annuncio dell'operazione. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Il numero di operazioni include le offerte concorrenti. <sup>3</sup> Tipologia prevista dalla legge 149/1992 e non dall'attuale disciplina del Tuf.

Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice amministrativo  
(2005-2007)

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2007	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
ANNO 2005				
Promotori	2	sospensione cautelare	respinto (2)	
Banche	1	diniego accesso atti	parzialmente accolto	parzialmente accolto appello Consob
Sgr	1	diniego accesso atti	respinto	
Società quotata	2	provvedimenti ex art. 114 Tuf (1)	respinta sospensiva	
		accertamento interposizione di persona <sup>1</sup> (1)	rinunciato	
Società non quotata	2	divieto sollecitazione	in corso (1)	
			rinunciato (1)	
Controllante società quotata	1	fissazione prezzo Opa residuale	accolto	
Esponenti società quotata	1	accertamento patto occulto <sup>2</sup>	rinunciato	
Esponenti società quotata esponenti società non quotata società non quotata	1	qualificazione offerta e risarcimento danni	respinto	
Azionisti società quotata	10	accertamento patto occulto <sup>3</sup> (7)	in corso (6)	
			rinunciato (1)	
		documento Opa (1)	in corso	
		sospensione Opa e Opac (1)	rinunciato	
		fissazione prezzo Opa residuale (1)	respinto	
Associazione consumatori	3	documento Opac (1)	respinto	
		rifiuto diffida Opac (1)	respinto	respinto appello ricorrente
		diniego sospensione Opac (1)	respinto	
Gestore estero di fondi	1	accertamento interposizione di persona <sup>4</sup>	respinto	
Società di revisione	1	diniego accesso atti	respinto	
	<i>Totale</i>	26		

--- Segue ---

--- Seguìto Tav. A.2 ---

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2007	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
<b>ANNO 2006</b>				
Promotori	1	sospensione sanzionatoria	respinta sospensiva	
Esponenti aziendali Sgr	1	diniego accesso atti	respinto	accolto appello ricorrente
Società quotata	1	accertamento patto parasociale non dichiarato	in corso	
Società non quotata	1	delibera di impugnazione del bilancio	in corso	
Azionista società non quotata e società non quotata	1	sanzione pecuniaria	respinto	
Azionista società quotata	1	nulla osta Opa	respinta sospensiva	respinto appello ricorrente
Azionista società non quotata	1	nulla osta Opa	respinta sospensiva	
Revisore	3	intimazione di non avvalersi di socio	in corso (3)	
Società di revisione	1	intimazione di non avvalersi di socio	in corso	
<i>Totale</i>	<i>11</i>			
<b>ANNO 2007</b>				
Promotori	1	sospensione cautelare	respinta sospensiva	
Esponenti aziendali Sim	1	liquidazione coatta amministrativa	respinto	in corso
Società quotata, società non quotata e altro	4	regolamento Consob	respinto (4)	
Società quotata	1	delibera di impugnazione di bilancio	in corso	
Altro	1	divieto sollecitazione	respinto	
Revisore	1	intimazione di non avvalersi di socio	in corso	
<i>Totale</i>	<i>9</i>			

<sup>1</sup> La medesima delibera è stata impugnata, con autonomo ricorso, anche da un gestore estero di fondi di investimento. <sup>2</sup> Avverso la medesima delibera sono stati presentati anche sei ricorsi da parte di azionisti di una società quotata. <sup>3</sup> Avverso il medesimo provvedimento hanno presentato ricorso, con un unico atto, 17 esponenti di una società quotata. <sup>4</sup> La medesima delibera è stata impugnata anche da una società quotata.

**Impugnazioni di sanzioni amministrative presentate avanti al giudice ordinario**  
(2005-2007)

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2007	
				Primo grado	Ricorso in Appello o in Cassazione <sup>1</sup>
<b>ANNO 2005</b>					
Promotori	7	Tribunale	radiazione (2)	accolto (1) respinto (1)	
			sospensione sanzionatoria (4)	respinto (3) ridotta sanzione (1)	in corso App. (1)
			sospensione cautelare <sup>2</sup> (1)	respinto	
Banche	6	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto (5) ridotta sanzione (1)	in corso Cass. (4) in corso Cass.
Esponenti aziendali banche	121 <sup>3</sup>	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto (96) accolto (21) ridotta sanzione(4)	in corso Cass. (27) in corso Cass. (20) in corso Cass. (1)
Esponente società quotata	1	Corte d'Appello	pecuniaria	parzialmente accolto	
Società non quotata	2	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto (1) accolto (1)	in corso in corso
Esponente società non quotata e società non quotata	1	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto	in corso
<i>Totale</i>		<i>138</i>			
<b>ANNO 2006</b>					
Promotori	6	Corte d'Appello (1) Tribunale (5)	radiazione	respinto	
			radiazione (1)	respinto	
			sospensione sanzionatoria (3)	accolto (2) in corso (1)	
			revoca riammissione all'albo (1)	respinto	
Banche	1	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto	
Esponenti aziendali banche	16 <sup>4</sup>	Corte d'Appello	pecuniaria	accolto (1) respinto (15)	in corso Cass.
Società non quotata	1	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto	
Esponente società quotata	1	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto	
Esponente società non quotata	1	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto	
Esponente società non quotata e società non quotata	4	Corte d'Appello	pecuniaria	respinto (4)	
<i>Totale</i>		<i>30</i>			

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.3 ---

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2007	
				Primo grado	Ricorso in Appello o in Cassazione <sup>1</sup>
ANNO 2007 <sup>5</sup>					
Promotori	9	Corte d' Appello (8)	radiazione (2)	respinto (1) in corso (1)	
			sospensione sanzionatoria (5)	respinto (3) in corso (2)	
			sospensione cautelare (1)	in corso	
		Tribunale (1)	sospensione sanzionatoria	in corso	
Banche	2	Corte d' Appello	pecuniaria	accolto (1) in corso (1)	
Esponenti aziendali banche	2 <sup>6</sup>	Corte d' Appello	pecuniaria	in corso (2)	
Esponenti aziendali Sim	12 <sup>7</sup>	Corte d' Appello	pecuniaria	respinto (1) in corso (11)	
Sgr	1	Corte d' Appello	pecuniaria	in corso	
Azionista società quotata ed esponente società quotata	8	Corte d' Appello	pecuniaria	respinto (3) in corso (5)	
Società quotata ed esponenti società quotata	13	Corte d' Appello	pecuniaria	in corso (13)	
Esponenti società quotata	1	Corte d' Appello	pecuniaria	respinto	in corso
Società non quotata ed esponenti società non quotata	1	Corte d' Appello	pecuniaria	respinto	
Esponente società non quotata	2	Corte d' Appello	pecuniaria	respinto (1) in corso (1)	in corso
Altro <sup>8</sup>	7	Corte d' Appello	pecuniaria	in corso (7)	
<i>Totale</i>		58			

<sup>1</sup> A seguito delle modifiche introdotte ad opera del d.lgs. 2 febbraio 2006, n. 40, le sentenze dei tribunali che decidono le opposizioni a sanzioni amministrative sono impugnabili in Appello (e non più solo ricorribili per Cassazione). <sup>2</sup> Il medesimo ricorso è stato presentato anche al Tar del Lazio. <sup>3</sup> Gli oppositori sono in totale 574; tra essi figurano anche 18 banche, che hanno proposto opposizione congiuntamente a propri esponenti aziendali e dipendenti; 2 banche e 33 persone fisiche, autrici di 13 opposizioni, hanno impugnato il medesimo decreto sanzionatorio avanti a due diverse Corti d' Appello. <sup>4</sup> Gli oppositori sono in totale 66; tra essi figura anche una banca, che ha proposto opposizione congiuntamente a propri esponenti aziendali e dipendenti. <sup>5</sup> Sanzioni applicate ai sensi dell'art. 195 del Tuf <sup>6</sup> Gli oppositori sono in totale 53; entrambi i ricorsi sono stati presentati anche dalle banche di appartenenza delle persone fisiche sanzionate. <sup>7</sup> Gli oppositori sono in totale 37; in quattro casi, il ricorso è stato presentato dalle Sim unitamente ai loro esponenti e dipendenti. <sup>8</sup> Trattasi di responsabile dell'illecito previsto dall'art. 187-*quinquiesdecies* del Tuf ("Tutela dell'attività di vigilanza della Consob"); tale illecito è sanzionato con la procedura prevista dall'art. 195 del Tuf. Quattro dei sette ricorsi considerati concernono delibere sanzionatorie con le quali l'illecito previsto dall'art. 187-*quinquiesdecies* è stato sanzionato unitamente a illeciti di manipolazione (ai quali si applica la speciale procedura sanzionatoria prevista dall'art. 187-*septies* del Tuf); tre di essi riguardano esclusivamente la sanzione applicata per il ritardo all'esercizio alle funzioni di vigilanza della Consob.

Impugnazioni presentate avanti alle Corti d'Appello avverso sanzioni per abusi di mercato<sup>1</sup>  
(2007)

Tipologia illecito	Ricorsi	Tipologia ricorrente	Tipologia sanzione <sup>2</sup>	Esito al 31 dicembre 2007	
				Primo grado	Ricorso in Cassazione
Manipolazione ex art. 187-ter, comma 1	8	persona fisica (4)	pecuniaria più incapacità pecuniaria (3)	ridotta sanzione (1)	respinto (2)
			pecuniaria più perdita temporanea requisiti di onorabilità più incapacità temporanea (1)	in corso	
		persona giuridica responsabile ex art. 187-quinquies (4)	pecuniaria	ridotta sanzione (2)	in corso (2)
Manipolazione ex art. 187-ter, comma 3, lett. c)	1	persona fisica	pecuniaria più perdita temporanea requisiti di onorabilità più incapacità temporanea	in corso	
Insider trading ex art. 187-bis, comma 4	7	persona fisica	pecuniaria più perdita temporanea requisiti di onorabilità più incapacità temporanea più confisca del prodotto dell'illecito	in corso (7)	
<i>Totale 16</i>					

<sup>1</sup> Sanzioni applicate ai sensi dell'art. 187-septies del Tuf. <sup>2</sup> Per "incapacità temporanea" si intende la sanzione accessoria prevista dall'art. 187-quater del Tuf e per "perdita temporanea requisiti onorabilità" la sanzione accessoria prevista dalla medesima norma.



Azioni contro la Consob per risarcimento danni<sup>1</sup>

1996-2000 <sup>2</sup>	2001	2002	2003 <sup>3</sup>	2004	2005	2006	2007	Motivi	Esito al 31 dicembre 2007
<b>Cliente di intermediario</b>									
16	--	--	29	59	125	194	224	Omissione attività di controllo	In corso; 89 sentenze favorevoli 1° grado; 1 sentenza sfavorevole in appello; 3 sentenze favorevoli in appello
2	4	--	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	In corso <sup>4</sup> ; 1 sentenza favorevole; 1 sentenza di 1° grado sfavorevole pendente in appello
2	--	--	--	--	--	--	--	Diffamazione	Estinto esito favorevole
<b>Fallimento Sim</b>									
1	--	--	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo	Sentenza favorevole di 2° grado passata in giudicato
<b>Sim</b>									
1	--	--	--	1	--	--	--	Omissione attività di controllo - chiamata in causa ex art. 106, c.p.c.	Sentenza favorevole di 3° grado passata in corso
1	--	--	--	--	1	--	--	Diniego estensione autorizzazione/iscrizione Albo Sim	1 ricorso in Cassazione avverso una sentenza favorevole di appello; 1 sentenza favorevole - proposto appello
1	--	--	--	2	--	--	--	Comportamento illegittimo nell'attività di vigilanza	1 sentenza favorevole di 1° grado passata in giudicato; 1 in corso
<b>Azionista di società quotata</b>									
1	--	--	--	--	--	--	--	Illegittimità dell'esonero Consob dall'obbligo di promuovere Opa	Sentenza favorevole di 2° grado passata in giudicato
1	2	1	--	1	--	1	--	Omissione attività di controllo	In corso <sup>5</sup> ; 1 sentenza 1° grado favorevole pendente in appello; in corso
<b>Cliente di agente di cambio</b>									
1	--	--	--	--	--	--	--	Fatto illecito dipendente - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	Respinta domanda di risarcimento in Cassazione
4	--	--	--	1	1	--	--	Omissione attività di controllo	In corso
<b>Fallimento agente di cambio</b>									
--	--	--	1	--	1	--	--	Omissione attività di controllo	In corso
<b>Cliente di agente di cambio e Sim</b>									
1	--	--	--	--	1	--	--	Omissione attività di controllo	Estinta sentenza favorevole di 1° grado
<b>Cliente di società fiduciaria</b>									
1	1	--	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo	In corso; 1 sentenza favorevole in 2° grado - proposto ricorso per Cassazione
<b>Cliente di promotore</b>									
8	--	5	--	--	--	--	1 <sup>6</sup>	Omissione attività di controllo	In corso; respinta una domanda di risarcimento con sentenza passata in giudicato; 3 giudizi estinti per rinuncia agli atti

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.5 ---

1996-2000 <sup>2</sup>	2001	2002	2003 <sup>3</sup>	2004	2005	2006	2007	Motivi	Esito al 31 dicembre 2007
<b>Promotore</b>									
--	1	1	--	--	--	--	--	Illegittima cancellazione	1 sentenza favorevole
<b>Consulente di società quotata</b>									
--	--	--	--	1	--	--	--	Omissione attività controllo – chiamata in causa ex art. 106 c.p.c.	Sospeso
<b>Altro</b>									
--	--	--	--	1	--	--	--	Comportamento illegittimo nell'attività di accertamento ex art. 185 Tuf	In corso
<b>Totale</b>									
41	8	7	30	66	129	195	225		

<sup>1</sup> Alle azioni riportate si aggiunge un ricorso ex art. 700 c.p.c. promosso da un intermediario al fine di ottenere l'inibitoria dell'attività sanzionatoria avviata dalla Consob. Inoltre, nel corso del 1999, è stato proposto appello avverso 3 sentenze che hanno respinto 3 domande di risarcimento proposte nel 1994 e nel 1995 da clienti di intermediari. <sup>2</sup> Con riguardo a 3 contenziosi, rispettivamente instaurati nel 1999 e 2000, promossi innanzi al giudice amministrativo le Sezioni Unite della Cassazione hanno dichiarato la giurisdizione del giudice ordinario avverso al quale gli stessi sono stati riassunti. <sup>3</sup> Nel corso del 2003 la Cassazione ha respinto il ricorso presentato avverso la favorevole sentenza emessa nel 2000 dalla Corte d'Appello di Milano, che aveva rigettato un'azione di risarcimento danni formulata nel 1994 dal cliente di una Sim. <sup>4</sup> In un caso la Consob si è a sua volta costituita parte civile nei confronti degli imputati. <sup>5</sup> Due delle domande presentate nei confronti della Consob nel corso del 2002 non contengono richieste di risarcimento, bensì formulano al giudice civile una richiesta di condanna dell'Istituto, a un facere, consistente nell'adozione di provvedimenti amministrativi. Sempre nel corso del 2002 è stato proposto appello avverso 2 sentenze che hanno respinto altrettante domande di risarcimento proposte, rispettivamente nel 1996 da un intermediario e nel 1997 dai clienti di un intermediario. <sup>6</sup> La Consob è stata citata quale responsabile civile in un procedimento penale ed esclusa a seguito di richiesta ex art. 86 c.p.p.

## NOTE METODOLOGICHE

### *Avvertenze*

Nelle tavole del testo e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

- rilevazione quantitativa nulla;
- fenomeno non esistente;
- .... fenomeno esistente ma dati non noti;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla Consob nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

### *Figg. 1, 3, 4, 5, 7, 8*

I grandi gruppi quotati sono rappresentati da un campione “chiuso” di 30 gruppi per i quali è disponibile una serie completa di bilanci dal 1998 al 2007 e censiti nell'annuario R&S di Mediobanca. Si tratta di un campione che copre quasi tutto il panorama del listino di borsa per ciò che riguarda i settori dei servizi e dell'industria. I gruppi considerati sono i seguenti (tra parentesi sono indicate le principali quotate consolidate nel bilancio 2007): Enel (dal 2005 viene considerata a parte Terna che non è più consolidata in Enel), Eni (Snam Rete Gas, Saipem), Atlantia (ex Autostrade), Telecom, Ifi (Ifil, Juventus; dal 2004 viene considerata a parte Fiat che non è più consolidata in Ifi), Edizione Holding (Autogrill, Benetton), Aurelia (Autostrada TO-MI, Sias), Italmobiliare (Italcementi), Luxottica, Alitalia, Aem, Fininvest (Mondadori, Mediaset), Edison, Erg, Acea, Pirelli & C., Cofide (Cir, L'Espresso, Sogefi), Buzzi Unicem, Tenaris (fino al 2000 i dati sono riferiti a Dalmine, revocata dalla quotazione nel 2003), Impregilo, Intek (fino al 2006 i dati sono riferiti a Gim, incorporata in Intek nel 2007, che acquisisce il controllo di KME Group, ex Smi), Rcs MediaGroup, Finmeccanica, Caltagirone (Cementir, Vianini Industrie, Vianini Lavori e, a partire dal 2004, Caltagirone Editore), Indesit Company (ex Merloni), Bulgari, Davide Campari, Snia (dal 2004 viene considerata a parte Sorin, nata da uno scorporo da Snia). Per rendere omogenea la serie storica dei bilanci del gruppo Telecom è stato considerato anche il gruppo Seat Pagine Gialle (prima consolidato in Telecom). In alcuni casi è stato preso in considerazione il bilancio consolidato della *holding* capogruppo anche se non quotata (in particolare, per Fininvest, Edizione Holding e Aurelia).

### *Tavv. 1, 2, 3, 4, Fig. 20*

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta,

nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *green shoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;

- l'ammontare complessivo dell'offerta tiene altresì conto delle azioni cedute in virtù di accordi precedenti alla quotazione;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *green shoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, e in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote *post* offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista;
- la determinazione della quota dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo a un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;
- le azioni senza diritto di voto vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione.

#### **Tav. 4**

Sono comprese le partecipazioni degli *sponsor* e dei soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o dei soggetti controllanti o controllati dagli stessi, nelle società ammesse a quotazione e/o nelle società che le controllano.

Sono compresi i rapporti creditizi esistenti alla data dell'offerta fra gli *sponsor* e i soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o i soggetti controllanti o controllati dagli stessi, e le società ammesse a quotazione o le loro controllate.

Nell'ambito dei rapporti creditizi non si considerano le operazioni relative a crediti commerciali, nonché quelle in cui non è stato possibile determinare la quota dei finanziamenti erogati; solo in alcuni casi, particolarmente rilevanti, si è tenuto conto del dato relativo ad affidamenti non utilizzati.

Non si considerano le opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni detenute dai predetti soggetti ai fini della rilevazione dei rapporti partecipativi.

#### **Figg. 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, Tavv. 11, 12**

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari italiani: Intesa SanPaolo, Unicredit, MPS, BNL, Mediobanca, UBI, Banco Popolare e Banca Antonveneta. Si tratta di un campione che rappresenta sostanzialmente i 2/3 dell'intero sistema bancario italiano in termini di totale attivo. Per gli anni precedenti al 2007 sono comprese le principali banche italiane successivamente confluite nei gruppi bancari considerati (per gli anni 2003-2004 è escluso quindi il gruppo tedesco HVB, consolidato nel gruppo Unicredit a partire dal 1° novembre 2005).

**Fig. 48**

Il margine di interesse include il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse, i dividendi su partecipazioni e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. I ricavi da intermediazione mobiliare comprendono i profitti da operazioni finanziarie (ovvero, a partire dai bilanci 2005 redatti secondo i principi Ias/Ifrs, il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie) e le commissioni nette per servizi di investimento e gestioni collettive (inclusa la negoziazione di valute, la consulenza, la custodia e l'amministrazione titoli, i servizi di banca depositaria e il collocamento di prodotti e servizi assicurativi). Le commissioni nette da servizi bancari comprendono le commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, per servizi di incasso e pagamento, e le commissioni nette su conti correnti, carte di credito e Bancomat. La voce "altre commissioni nette" comprende le commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie.

I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e altri prodotti finanziari e assicurativi (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in conto terzi comprendono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi comprendono essenzialmente le commissioni nette da consulenza e da custodia e amministrazione titoli.

**Figg. 62, 67, 68, 69, 70, 71**

La *Multifinanziaria Retail Market 2007* è un'indagine campionaria realizzata dalla società GFK Eurisko Srl somministrando a fine 2007 un questionario a un campione di 2.525 nuclei familiari con decisore finanziario di età compresa fra 18 e 74 anni (sono esclusi dall'indagine i dipendenti di banche e assicurazioni e i consulenti finanziari); il decisore finanziario è la persona che guadagna di più nella famiglia (se nessuno lavora è l'uomo più anziano; se non ci sono uomini è la donna più anziana). Le statistiche riportate nelle figure sono stime riferite all'intera popolazione inferite dai dati campionari applicando pesi determinati dalla stessa GFK Eurisko Srl.

**Fig. 75**

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

1) *Giudizio con rilievi*. Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili; errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.

2) *Giudizio negativo*. Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro

applicazione o inadeguatezza dell'informazione, sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.

3) *Impossibilità a esprimere un giudizio per gravi limitazioni.* Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.

4) *Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze.* In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

***Tavv. 40, 41***

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1<sup>a</sup>, Funzionario di 2<sup>a</sup>. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.

**INDICE GENERALE**

**Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario 1**

1.	<i>Le turbolenze finanziarie e i mercati mobiliari</i> .....	4
2.	<i>La tutela delle minoranze azionarie e la regolamentazione dei conflitti di interessi</i> .....	9
3.	<i>Gli intermediari e il risparmio gestito nel nuovo quadro definito dalla MiFID</i> .....	12
4.	<i>La strategia regolamentare e di vigilanza della Consob</i> .....	14
5.	<i>Conclusioni</i> .....	20
	<i>NOTE DEL DISCORSO</i> .....	24

**Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze 27**

**A. LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO 29**

I.	<b>IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE</b> .....	31
1.	<i>L'evoluzione del quadro normativo</i> .....	33
1.1.	<i>Lo scenario europeo</i> .....	33
1.2.	<i>Le misure di attuazione della MiFID</i> .....	38
1.3.	<i>L'attuazione della legge sul risparmio</i> .....	43
2.	<i>L'evoluzione del quadro economico e finanziario</i> .....	46
2.1.	<i>Lo scenario macro-economico e l'impatto della crisi dei subprime</i> .....	46
2.2.	<i>Le prospettive per i mercati finanziari</i> .....	48
2.3.	<i>L'integrazione fra la Borsa Italiana e il London Stock Exchange</i> .....	50
2.4.	<i>Le tendenze nell'allocazione e gestione del risparmio in Italia</i> .....	54

II.	L'ESERCIZIO DELL'ATTIVITÀ DI VIGILANZA DELLA CONSOB .....	57
1.	<i>La vigilanza sull'integrità informativa del mercato e sulla trasparenza ed efficienza del mercato del controllo societario</i> .....	57
2.	<i>Le attività di vigilanza sulla crisi del mercato dei subprime e sul fenomeno degli strumenti derivati</i> .....	64
2.1.	<i>La vigilanza sul coinvolgimento dei soggetti vigilati nella crisi del mercato dei subprime</i> .....	64
2.2.	<i>La vigilanza sul collocamento di strumenti finanziari derivati da parte degli intermediari italiani</i> .....	69
3.	<i>Le nuove aree di vigilanza della Consob</i> .....	74
3.1.	<i>La vigilanza di trasparenza sui prodotti finanziario-assicurativi</i> .....	74
3.2.	<i>La vigilanza sul governo societario nel modello dualistico di amministrazione e controllo</i> .....	76
3.3.	<i>I controlli di qualità sulle società di revisione</i> .....	80
4.	<i>L'attività sanzionatoria</i> .....	82
5.	<i>I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e il contenzioso</i> .....	87
5.1.	<i>Le segnalazioni di ipotesi penalmente rilevanti e la collaborazione informativa</i> .....	87
5.2.	<i>Il contenzioso</i> .....	88
III.	LE LINEE DI INDIRIZZO DELL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB .....	91
1.	<i>Gli indirizzi nell'attività regolamentare</i> .....	91
1.1.	<i>La regolamentazione attuativa delle direttive Opa, Transparency e prospetto</i> .....	91
1.2.	<i>Gli orientamenti interpretativi</i> .....	97
2.	<i>Gli indirizzi nell'azione di vigilanza</i> .....	98
2.1.	<i>I controlli sugli intermediari</i> .....	98
2.2.	<i>I controlli sui mercati</i> .....	99
2.3.	<i>I controlli su prodotti e gli strumenti finanziari</i> .....	101
2.4.	<i>I controlli sull'informativa societaria e la revisione contabile</i> .....	102
3.	<i>I rapporti con i consumatori</i> .....	105
3.1.	<i>L'attività di investor education</i> .....	105
3.2.	<i>Le procedure di arbitrato e di conciliazione</i> .....	106
4.	<i>Le risorse umane e l'assetto organizzativo</i> .....	108
	NOTE .....	111



**B. L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO 117**

<b>I.</b>	<b>LE SOCIETÀ</b>	
1.	<i>La struttura finanziaria e la redditività</i>	119
2.	<i>I flussi finanziari</i>	123
3.	<i>La qualità del credito</i>	124
4.	<i>La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa</i>	129
5.	<i>Le operazioni di acquisizione e fusione</i>	133
<b>II.</b>	<b>I MERCATI</b>	
1.	<i>La congiuntura economica e i mercati azionari</i>	136
2.	<i>Il mercato degli strumenti finanziari derivati</i>	142
3.	<i>Il mercato dei covered warrants e dei certificates</i>	146
4.	<i>Il mercato obbligazionario</i>	148
5.	<i>Il mercato delle asset backed securities e dei covered bonds</i>	152
<b>III.</b>	<b>GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE</b>	
1.	<i>La struttura del settore dell'intermediazione mobiliare</i>	156
2.	<i>I principali gruppi bancari</i>	157
3.	<i>Gli investitori istituzionali</i>	164
4.	<i>Le famiglie</i>	173

**C. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB 179**

<b>I.</b>	<b>LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ</b>	
1.	<i>L'informativa societaria</i>	181
2.	<i>L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e finanza straordinaria</i>	186
3.	<i>L'informativa in sede assembleare</i>	196
4.	<i>L'informativa contabile</i>	196
5.	<i>Le società di revisione</i>	198

II.	LA VIGILANZA SUI MERCATI	
1.	<i>Gli abusi di mercato</i> .....	202
2.	<i>La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i> .....	210
3.	<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i> .....	212
III.	LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI	
1.	<i>Banche, Sim e agenti di cambio</i> .....	213
2.	<i>Le società di gestione del risparmio</i> .....	218
3.	<i>I promotori finanziari</i> .....	221
IV.	I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI	
1.	<i>L'attività sanzionatoria</i> .....	222
2.	<i>I provvedimenti in materia di abusi di mercato</i> .....	223
3.	<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i> .....	226
4.	<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i> .....	230
V.	L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La disciplina degli emittenti</i> .....	234
2.	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i> .....	236
3.	<i>La disciplina delle società di revisione e dell'informativa contabile</i> .....	238
4.	<i>La disciplina dei mercati</i> .....	240
5.	<i>La disciplina degli intermediari</i> .....	244
VI.	LE RELAZIONI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La cooperazione internazionale</i> .....	248
2.	<i>L'attività nell'ambito dell'Unione Europea</i> .....	249
3.	<i>L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)</i> .....	251
4.	<i>L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)</i> .....	254
VII.	I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	
1.	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i> .....	257
2.	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i> .....	263

VIII. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

1.	<i>La gestione finanziaria</i> .....	265
2.	<i>La gestione delle risorse umane</i> .....	267
3.	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i> .....	270
4.	<i>Lo sviluppo del sistema informativo</i> .....	272

---

<b>D.</b>	<b>APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE</b>	<b>275</b>
-----------	---------------------------------------	------------

---

	<i>Indice delle tavole</i> .....	277
	<i>Tavole statistiche</i> .....	279
	<i>Note metodologiche</i> .....	287