



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

***RELAZIONE
PER L'ANNO 2008***

ROMA, 31 MARZO 2009

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Paolo DI BENEDETTO

Vittorio CONTI

Michele PEZZINGA

Luca ENRIQUES

Direttore Generale

Antonio ROSATI

RELAZIONE PER L'ANNO 2008

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

<i>Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze</i>	<i>25</i>
--	-----------

A.	LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO	27
-----------	--	-----------

I.	La crisi finanziaria	31
II.	L'attività di vigilanza	51
III.	L'attività regolamentare	72
IV.	L'attività di enforcement e i rapporti con l'Autorità Giudiziaria	85
V.	Le aree di rischio e le linee strategiche per il 2009	100

B.	L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO	121
-----------	---	------------

I.	Le società	123
II.	I mercati	141
III.	Gli intermediari e le famiglie	162

C.	L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	189
-----------	--------------------------------	------------

I.	La vigilanza sulle società	191
II.	La vigilanza sui mercati	214
III.	La vigilanza sugli intermediari	226
IV.	I provvedimenti sanzionatori e cautelari	241
V.	L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali	251
VI.	Le relazioni internazionali	267
VII.	I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob	279
VIII.	La gestione interna e le relazioni con l'esterno	288

D.	NOTE METODOLOGICHE	299
-----------	---------------------------	------------

INDICE GENERALE	305
-----------------------	-----

Indice dei riquadri

1. *Gli stili di gestione dei fondi speculativi di diritto italiano 180*
2. *La vigilanza su base campionaria 194*
3. *Il nuovo approccio di trasparenza e vigilanza sui fondi e sui prodotti finanziario-assicurativi 231*
4. *I fondi speculativi..... 237*
5. *I Sistemi Integrati..... 297*

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

*Il testo che segue è stato letto il 13 luglio 2009
dal Presidente della Consob presso la Borsa
Italiana.*

Signor Presidente della Repubblica, Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,

a nome della Consob esprimo innanzitutto il più sentito ringraziamento al Presidente della Repubblica che con la sua presenza onora e dà particolare prestigio a questo incontro, che annualmente si ripete in Milano.

La Commissione esprime il più vivo ringraziamento anche ai Signori rappresentanti del Parlamento, del Governo, alle Autorità civili, militari, religiose e ai presenti tutti che con la loro partecipazione attestano vicinanza e attenzione alla vita del mercato, i cui problemi appaiono ben più difficili di quanto già non lo fossero nei precedenti incontri.

Un saluto e un ringraziamento particolare mi sia consentito di esprimere al Ministro dell'Economia, con il quale l'attiva e proficua collaborazione è divenuta ancor più intensa in questo periodo, per la ricerca di idonei sistemi di contrasto alla crisi globale che, come un ciclone, ha investito paesi, continenti, il mondo intero.

Questa occasione di incontro – che si aggiunge al dialogo istituzionale con Parlamento e Governo e alla costante collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, la Banca d'Italia e le altre Autorità consorelle, nonché con la Guardia di Finanza – consente alla Consob di rendere conto del proprio operato, esponendo l'attività svolta, le difficoltà incontrate, i risultati ottenuti e le linee-guida che intende seguire.

La Commissione rinnova il suo sentito ringraziamento alla città di Milano, che ospita gli uffici della Consob nel prestigioso Palazzo Carmagnola, e al suo Sindaco, che ha avviato le procedure per la concessione di ulteriori spazi da destinare all'ampliamento della sede.

Un vivo ringraziamento infine va alla Borsa Italiana per la sua consueta, signorile ospitalità.

1. La crisi finanziaria e gli assetti istituzionali della vigilanza

Un anno fa di questi tempi due erano le espressioni ricorrenti: turbolenza finanziaria e incertezza delle prospettive. Nessuno parlava di “crisi economica”. Si coltivava la speranza che ai segnali negativi di effetti sistemici, già presenti nell'estate del 2008, potesse non corrispondere un'evoluzione così grave da sospingere i sistemi e le economie globali in una crisi senza precedenti. In entrambi i casi, ci si affidava a una sorta di pregiudizio di stabilità del sistema bancario.

Nel 2008 la crisi finanziaria, partita negli Stati Uniti dal settore dei mutui a basso merito di credito (*subprime*), contagiava i più importanti operatori finanziari internazionali e tutti i mercati mondiali.

La decisione delle Autorità americane di lasciar fallire *Lehman Brothers*, resa nota al mercato il 15 settembre e da molti considerata improvida, imprimeva nuova intensità e velocità alla emersione della crisi, scuoteva la fiducia di operatori e investitori alimentando un clima di fortissima tensione, di incertezza e, in alcuni momenti, di panico sui mercati.

Si diffondevano velocemente preoccupazioni sulla solidità delle banche d'affari. Il non adeguato livello di trasparenza sulle situazioni patrimoniali rendeva ogni previsione incerta. Il brusco aumento del rischio di controparte determinava una drastica riduzione di liquidità sul mercato interbancario e un aumento dei tassi a breve termine, nonostante ingenti e tempestive iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali. Ulteriori crisi di istituzioni finanziarie, non solo bancarie, si manifestavano in Europa e negli Stati Uniti.

È in questa fase che ha preso corpo a livello mondiale la consapevolezza della natura sistemica della crisi, riflessa da cadute dei mercati azionari, in particolare dei titoli del settore finanziario, di entità straordinaria.

La carenza di mezzi propri del sistema bancario e le difficoltà di ricorrere al mercato dei capitali per reperire risorse hanno progressivamente sottoposto a forti tensioni gli equilibri anche delle società non finanziarie. Si è così aggravata la spirale recessiva dell'economia internazionale.

Le prospettive restano oggi caratterizzate da profonda incertezza. I soggetti più deboli, sia nel mondo delle imprese che tra gli investitori, sono esposti a rischi maggiori.

Solo le imprese di più grandi dimensioni riescono a reperire sul mercato capitale proprio e a collocare prestiti obbligazionari senza gravi difficoltà né a costi da considerare eccessivi.

Gran parte delle imprese medio-piccole, trama fondamentale del tessuto imprenditoriale italiano, trova difficoltà e potrebbe correre rischi di asfissia finanziaria. Si sta interrompendo un processo di ristrutturazione industriale del settore che negli anni

scorsi aveva cominciato a produrre risultati incoraggianti in termini di produttività e competitività internazionale.

La borsa italiana ha subito più di altri mercati gli effetti della crisi, anche per il più elevato peso dei titoli del settore bancario nel nostro listino.

Nel 2008 la flessione degli indici azionari italiani è stata pari a quasi il 50 per cento, superiore a quella delle altre principali piazze finanziarie internazionali⁽¹⁾. Nel primo semestre del 2009 gli indici del mercato italiano si sono riportati su livelli prossimi a quelli di fine 2008, recuperando negli ultimi quattro mesi gran parte dell'ulteriore significativa caduta registrata in gennaio e febbraio⁽²⁾.

L'andamento del mercato ha accentuato gli elementi di debolezza strutturale del mercato azionario italiano, sia in termini di dimensioni assolute che di numero di società quotate. Il rapporto tra capitalizzazione e prodotto interno lordo è tornato sui livelli della metà degli anni '90; le nuove quotazioni sono state 9 negli ultimi 18 mesi, a fronte di 23 cancellazioni dal listino. Sono ancora in fase embrionale i due sistemi multilaterali di negoziazione istituiti da Borsa Italiana per favorire la quotazione di piccole e medie imprese⁽³⁾.

Il processo di integrazione di Borsa Italiana con il *London Stock Exchange* si confronta con una competizione più accentuata da parte di piattaforme alternative di negoziazione e di sistemi interni degli intermediari, che spesso beneficiano di asimmetrie regolamentari.

La risposta strategica alle sfide competitive dovrebbe salvaguardare il ruolo e le prospettive di sviluppo della piazza finanziaria italiana, di cui la Consob, anche in questa sede, ha più volte segnalato rischi di impoverimento.

La progressiva riduzione del peso degli intermediari italiani nell'azionariato del gruppo indebolisce notevolmente la possibilità che vengano valorizzate al meglio le competenze e le infrastrutture del mercato italiano.

* * *

Il quadro regolamentare nei principali mercati finanziari si è rivelato non preparato a prevenire e fronteggiare le tensioni indotte dalla crisi e a gestire il fallimento di imprese finanziarie di dimensione transnazionale.

La concorrenza tra ordinamenti ha privilegiato le piazze finanziarie caratterizzate da pratiche di vigilanza dal "tocco leggero" e da politiche di regolamentazione basate su principi non sempre accompagnati da disposizioni attuative precise e omogenee.

Oggi anche in questi sistemi sta emergendo una nuova consapevolezza della centralità del principio di tutela dei risparmiatori. Vanno in questa direzione il piano annunciato recentemente dal Presidente degli Stati Uniti, che prefigura importanti riforme istituzionali in materia di protezione degli investitori e di rafforzamento della trasparenza dei mercati, e le raccomandazioni del Rapporto Turner nel Regno Unito.

La crisi ha così messo in discussione l'intera architettura della vigilanza, il ruolo degli organismi internazionali e gli standard regolamentari.

Le nuove regole globali di cui si discute dovrebbero infatti applicarsi a tutti gli operatori attivi sui mercati finanziari, consentendo di superare i problemi creati dallo sviluppo di "sistemi bancari-ombra" e da una crescita incontrollata delle transazioni fuori mercato.

Si è anche riconosciuta l'esigenza di coinvolgere maggiormente i paesi emergenti. L'*International Organization of Securities Commissions* (Iosco) ha cooptato nel proprio Comitato Tecnico le Autorità di Brasile, India e Cina. La Consob, insieme alle Autorità di Francia, Spagna e Portogallo, ha dato vita a un partenariato mediterraneo volto a favorire la condivisione degli standard europei di regolamentazione e vigilanza con alcuni Paesi del Nord-Africa (Marocco, Tunisia, Algeria ed Egitto).

Le raccomandazioni adottate dal G20 la scorsa primavera hanno indicato alcune linee-guida per gli organismi internazionali che elaborano standard regolamentari. Anche la trasformazione del *Financial Stability Forum* in *Financial Stability Board* concorrerà ad assicurare sul piano tecnico un migliore coordinamento a livello globale.

I Paesi del G8, sotto la presidenza italiana, hanno concordato una strategia comune affinché gli sforzi di coordinamento rispondano a uno "standard legale globale" (*global legal standard*). Si vuole creare un quadro di riferimento unitario e condiviso in materie di rilevanza sistemica come il governo societario, l'integrità dei mercati, la regolamentazione e la vigilanza finanziaria.

L'area dei principi contabili internazionali rappresenta un importante *test* della capacità di iniziative di riforma globali.

La crisi ha infatti posto con forza l'esigenza di ripensare le condizioni di applicazione del principio contabile del "valore equo" (*fair value*) nella valutazione degli strumenti finanziari.

La validità del principio in sé, la cui applicazione ha fatto emergere i rischi legati alle forti esposizioni in strumenti finanziari, non deve essere posta in discussione.

L'utilizzo delle risultanze di bilancio per il calcolo del patrimonio di vigilanza ha tuttavia amplificato gli effetti negativi della difficile situazione dei mercati, costringendo

molte istituzioni finanziarie a liquidare i propri investimenti per rispettare i requisiti patrimoniali.

La natura pro-ciclica di tale effetto ha quindi indotto governi e Autorità negli Stati Uniti e in Europa a promuovere la revisione delle modalità applicative del principio contabile del “valore equo” per ridurre l’effetto sulla volatilità.

La materia dovrebbe essere globalmente riconsiderata, anche assicurando coerenza tra gli standard americani e quelli internazionali.

La crisi sta costringendo la stessa Unione Europea a fare i conti con l’incompiutezza del modello di integrazione fin qui realizzato, nonostante i più recenti sforzi di armonizzazione.

Alla crescente integrazione dei mercati finanziari europei non è infatti corrisposta la definizione di un sistema istituzionale in grado di superare le frammentazioni nazionali di regole, di standard di vigilanza e di regimi sanzionatori.

La collaborazione tra Autorità di diversi paesi non sempre consente un’efficace gestione sovranazionale delle crisi e risente dei rapporti di forza che derivano dalla diversa dimensione dei mercati e delle economie.

Le istituzioni europee stanno cercando di tradurre gli indirizzi formulati dal gruppo de Larosière in un nuovo quadro di regole e assetti istituzionali della vigilanza. Il Consiglio europeo lo scorso 19 giugno ha raccomandato l’istituzione di un sistema europeo delle Autorità di vigilanza finanziaria, che coordini la sorveglianza dei gruppi transnazionali e definisca un unico “libro delle regole” europee applicabile a tutti gli operatori.

La Consob auspica che il rafforzamento delle istituzioni europee sia efficace e non condizionato da compromessi e logiche parziali. È il momento di dimostrare una nuova attitudine degli Stati membri a dare la dovuta priorità alla salvaguardia dei superiori interessi collettivi europei, in un processo di trasferimento progressivo ma equivalente della sovranità in materia di regole, vigilanza e sanzioni; per realizzare ciò occorre una forte, convergente volontà politica.

In Italia il Legislatore ha orientato la ripartizione delle competenze di vigilanza secondo un modello per finalità, prevedendo alcune rilevanti eccezioni per il settore assicurativo e previdenziale, alle quali – rinnovando contributi di pensiero già espressi – sarebbe opportuno porre termine.

Nel Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria⁽⁴⁾, più volte riunitosi in questo difficile periodo, si valorizzano gli obiettivi complementari di stabilità e trasparenza ai quali l’ordinamento riconosce pari valore per la tutela del risparmio.

Senza trasparenza e correttezza non c’è fiducia e senza fiducia non c’è stabilità.

La collaborazione istituzionale ha trovato strumenti operativi stabili ed efficaci negli accordi stipulati con Banca d'Italia e Isvap e nella Convenzione con la Guardia di Finanza per lo svolgimento di accertamenti ispettivi, il cui contenuto potrebbe essere oggetto di ampliamento.

Un'importante funzione di coordinamento è svolta anche dal Comitato di sicurezza finanziaria. Nei periodi di forti turbolenze dei mercati e di crisi di liquidità il denaro proveniente da attività criminose può trovare canali di accesso al mercato più permeabili.

* * *

L'andamento dei mercati finanziari, in particolare nel periodo successivo al fallimento della *Lehman Brothers*, ha chiamato la Consob a un impegno eccezionale sia in ambito domestico che internazionale.

In linea con interventi di analoga natura adottati nei principali paesi europei, l'Autorità ha adottato dal settembre 2008 ad oggi sei provvedimenti successivi di restrizione alle operazioni di vendita allo scoperto, la cui portata è stata graduata in funzione dell'evoluzione del mercato.

La Consob è consapevole della necessità di definire una strategia regolamentare stabile e coordinata a livello internazionale sulle vendite allo scoperto e, più in generale, sul fenomeno delle posizioni corte su titoli, con l'obiettivo di salvaguardare l'integrità dei mercati senza compromettere la liquidità e l'efficienza dei meccanismi di formazione dei prezzi.

A fine maggio la Commissione ha avviato una consultazione – ormai prossima alla conclusione – per raccogliere i contributi di riflessione ed esperienza sul mercato nazionale, anche a sostegno del suo impegno nelle iniziative di convergenza internazionali ed europee attualmente in corso.

La Iosco ha infatti approvato il 19 giugno i principi generali che devono presiedere alla regolamentazione della materia e sta continuando i lavori per promuovere un'attuazione armonizzata. Il *Committee of European Securities Regulators* (Cesr) ha approvato il 7 luglio un documento di consultazione che propone standard europei di trasparenza delle posizioni corte su titoli.

Entro il 31 luglio, alla scadenza del provvedimento attualmente in vigore in Italia, la Consob si pronuncerà sulla base degli elementi di conoscenza e di riflessione che potranno emergere anche dall'evoluzione della disciplina negli altri principali paesi.

Altri interventi sono stati realizzati per garantire, durante la crisi, adeguati livelli di trasparenza sul mercato e nei rapporti tra intermediari e risparmiatori.

In settembre, appresa la notizia del fallimento di *Lehman Brothers*, è stata immediatamente avviata una ricognizione del rischio potenziale per il sistema italiano, con particolare riferimento all'esposizione degli emittenti quotati e del settore del risparmio gestito e amministrato. È stato anche avviato un accertamento ispettivo presso la succursale italiana di *Lehman Brothers*, che svolgeva un'attività meramente promozionale di prodotti e servizi di investimento della casa madre di Londra.

In sede Cesr l'impegno di coordinamento e approfondimento ha consentito di ricostruire l'impatto della vicenda sugli investitori europei e di formulare raccomandazioni per una migliore articolazione dei doveri di correttezza degli intermediari. Entro la fine del corrente anno il Cesr pubblicherà un rapporto in materia di "adeguatezza" degli investimenti proposti dagli intermediari ai clienti, anche alla luce dei problemi emersi con la vicenda *Lehman*.

La Consob ha svolto indagini, anche ispettive, con la collaborazione della Guardia di Finanza, al fine di accertare eventuali manovre manipolative sui titoli bancari e l'effettivo rispetto del provvedimento di divieto di vendite allo scoperto.

È stata più volte attivata la cooperazione internazionale (per un totale di circa 60 richieste) per acquisire informazioni relative a intermediari di diritto estero che avevano effettuato vendite, per importi significativi, di titoli bancari e assicurativi italiani.

A inizio ottobre, in esito agli accertamenti, è stato adottato un provvedimento d'urgenza ordinando a un intermediario italiano di non consentire a due soggetti esteri l'accesso alle negoziazioni di titoli bancari e assicurativi.

Sempre in ottobre, al fine di monitorare la situazione delle compagini azionarie delle principali società italiane e l'origine dei pesanti flussi di vendita, è stato chiesto agli azionisti delle società appartenenti all'indice S&P/Mib con quote superiori al 2 per cento di comunicare le rispettive quote di possesso, nonché le successive variazioni superiori allo 0,50 per cento. Gli esiti degli accertamenti non hanno segnalato evoluzioni significative.

Nel dicembre 2008, nell'ambito della vigilanza relativa alla "vicenda Madoff" è stato rilevato un impatto complessivo marginale sugli investitori operanti attraverso intermediari italiani. Nel caso di una Sgr, che al contrario presentava un'esposizione dei patrimoni elevata, la Consob ha disposto la sospensione degli organi amministrativi e la nomina di un commissario incaricato della gestione, a seguito delle irregolarità accertate durante una verifica ispettiva. Successivamente, il Ministero dell'Economia ha posto la società in amministrazione straordinaria.

Agli inizi del 2009, in vista dell'approvazione dei bilanci 2008, gli emittenti sono stati richiamati a una particolare cura nel fornire informazioni nelle relazioni finanziarie su continuità aziendale, rischi finanziari, verifiche per riduzione di valore delle attività e

incertezze nell'utilizzo delle stime, in applicazione dei principi contabili internazionali⁽⁵⁾. Analogo richiamo di attenzione è stato rivolto alle società di revisione.

Durante la crisi si sono intensificati i lavori nelle sedi internazionali per affrontare tutte le aree problematiche.

Gli approfondimenti hanno riguardato anche i mercati delle merci, interessati da gravi turbolenze. La Iosco, su espressa sollecitazione di alcune Autorità tra cui la Consob, ha prodotto una serie di principi per la migliore individuazione di fattispecie di manipolazione su tali mercati.

Iniziative specifiche sono state attivate dalla Iosco in materia di soggetti, mercati e prodotti non regolamentati. In quest'ambito, l'Organizzazione ha già emanato il 22 giugno scorso, su proposta di una *task force* co-presieduta dalla Consob e dalla *Financial Services Authority* (Fsa) inglese, principi in materia di regolamentazione dei cosiddetti "fondi speculativi" (*hedge funds*), con raccomandazioni volte a potenziare il patrimonio informativo a disposizione di Autorità e investitori. Il pronunciamento è in linea con la programmata approvazione di una direttiva europea in materia di fondi non armonizzati e rappresenta un importante passo verso la condivisione di nuovi standard in un segmento dell'industria per sua natura globale e, sino ad oggi, poco o nulla regolamentato.

Anche il settore delle agenzie di *rating*, sull'operato delle quali si sono addensate rilevanti critiche, è stato oggetto di nuove iniziative di regolamentazione sia in sede Iosco⁽⁶⁾ sia in sede europea. Il Regolamento europeo prossimo alla pubblicazione introduce una disciplina di autorizzazione e vigilanza per tali soggetti, prefigurando un ruolo importante per il Cesr.

Anche il mondo delle gestioni collettive armonizzate è oggetto di una profonda riforma in sede europea, rivelatasi necessaria per la piena operatività del principio del passaporto del gestore.

L'8 luglio il Cesr, recependo le indicazioni del gruppo di esperti sul risparmio gestito presieduto dalla Consob, ha sottoposto a consultazione proposte normative in materia di organizzazione, misurazione del rischio, conflitti di interesse, regole di comportamento e informazione per gli investitori.

È da segnalare che alcuni indirizzi oggi all'esame nelle sedi internazionali appartengono da tempo all'ordinamento italiano e alla cultura di regolamentazione e vigilanza della Consob, in particolare in materia di condotta degli intermediari e di trasparenza dei mercati. Gli sforzi della Consob per diffondere tali principi al di fuori dei confini nazionali hanno purtroppo trovato in passato ostilità diffuse soprattutto da parte di

alcuni importanti paesi, nei quali l'industria dei servizi finanziari svolge un ruolo preponderante.

2. La crisi e la tutela dei risparmiatori

Gli effetti della crisi mondiale sull'economia italiana sono severi e colpiscono l'occupazione, l'imprenditorialità, i redditi e i risparmi degli italiani. Ai segnali di affievolimento delle tensioni sui mercati finanziari, peraltro ancora incerti e instabili, si contrappongono i dati negativi sull'economia reale. Le previsioni attuali delineano un percorso lungo e irto di ostacoli per recuperare i livelli anteriori alla crisi. Ancora più problematica si presenta la prospettiva di ritornare a un processo di crescita duratura.

In questa situazione, la politica economica ha svolto e continua a svolgere una funzione fondamentale per contenere le conseguenze sociali della crisi e per introdurre i necessari stimoli per la ripresa. Gli interventi del Governo a garanzia dei depositanti e a sostegno della raccolta bancaria hanno svolto un ruolo importante nell'evitare il pericolo di una esasperazione degli effetti della crisi nel momento più acuto, prevenendo ingiustificate ondate di panico che hanno indotto governi di altri paesi ad assumere determinazioni in altri periodi nemmeno immaginabili.

È impegno di tutti lavorare per ricreare condizioni di fiducia stabili.

Nella realtà italiana il buon funzionamento del sistema finanziario presuppone il superamento delle debolezze strutturali del processo di intermediazione del risparmio; debolezze, accentuate dalla crisi, che generano inefficienze nell'allocazione delle risorse finanziarie e, soprattutto, rischi e timori per i risparmiatori.

Si è accentuato lo squilibrio tra risparmio amministrato e risparmio gestito a vantaggio del primo, soprattutto a seguito di politiche di offerta mirate a fronteggiare la crisi di liquidità attraverso il collocamento di prodotti obbligazionari di propria emissione.

L'attenzione della Consob è da tempo rivolta alla distribuzione alla clientela di prodotti complessi ovvero caratterizzati da limitata liquidità. Obiettivo è rafforzare le difese dei piccoli investitori, evitando condotte opportunistiche degli intermediari indotte da prezzi di collocamento che tendono a incorporare consistenti commissioni a vantaggio dell'intera catena distributiva.

Sul collocamento dei prodotti finanziari illiquidi, tra i quali le obbligazioni bancarie che rappresentano oltre un terzo del portafoglio delle famiglie italiane, la Consob intende dedicare particolare cura nella verifica del corretto adempimento delle disposizioni emanate in relazione alla direttiva MiFID.

L'interesse del cliente deve rappresentare il principio fondamentale nella prestazione dei servizi d'investimento. Dando concretezza a tale principio si può avviare il processo di ricostruzione della fiducia dei risparmiatori, motore di ogni possibile ripresa.

La Consob, nell'ambito del piano di vigilanza informativa sui principali gruppi bancari italiani, ha riscontrato una generalizzata lentezza nel passaggio a un'ottica imprenditoriale che ponga realmente al centro delle strategie aziendali il servizio al cliente. Non è sufficiente attenersi alla forma delle norme; deve rinnovarsi il modello di relazione con i risparmiatori, per contrastare la crescente e spesso motivata diffidenza verso un intero settore.

Lo scorso giugno sono stati così avviati accertamenti ispettivi nei confronti di cinque grandi gruppi, finalizzati alla verifica delle concrete modalità di attuazione dei principi di correttezza comportamentale.

Gli intermediari devono dimostrare rinnovate capacità di calibrare le politiche commerciali sulle esigenze della clientela, di definire meccanismi neutrali di incentivazione del personale a contatto con il pubblico e di valorizzare la consulenza come servizio strategico e di alto contenuto professionale.

Anche una separata tariffazione della consulenza, collegata al servizio reso piuttosto che al prodotto venduto, potrebbe meglio porsi in linea con gli interessi della clientela.

Altro problema da affrontare è quello del deflusso di risorse dal risparmio gestito. Un'industria del risparmio gestito debole allontana gli investitori da orizzonti di lungo termine, rende difficile la ricerca di rendimenti più elevati attraverso portafogli diversificati e trasparenti e crea ostacoli all'utilizzo del risparmio per finalità previdenziali, di cui si profila il rischio di una endemica carenza.

Se le regole di trasparenza e di condotta nell'emissione e distribuzione di prodotti fungibili tendono ormai a convergere, permangono ingiustificate differenze nel regime fiscale a sfavore dei fondi comuni aperti italiani. Tale penalizzazione potrebbe essere attenuata riconoscendo incentivi fiscali all'offerta di piani pluriennali di investimento in fondi comuni per finalità previdenziali, con vincoli di detenzione temporale e adeguata diversificazione.

Sono prossimi alla conclusione i lavori sulla fattibilità del progetto di dematerializzazione delle quote dei fondi, per migliorare l'efficienza della struttura distributiva e favorire condizioni di piena e pronta trasferibilità.

* * *

Le situazioni di straordinaria tensione sui mercati secondari azionari e obbligazionari determinate dalla crisi si sono innestate in una fase di profondo mutamento dell'architettura e del funzionamento dei mercati secondari.

La frammentazione degli scambi su diverse piattaforme e modalità di negoziazione e la conseguente frammentazione delle informazioni disponibili sui mercati possono riflettersi in una minore efficienza dei meccanismi di formazione del prezzo.

In Europa, la piena operatività della nuova normativa in materia di mercati di strumenti finanziari⁽⁷⁾ ha aperto la competizione a piattaforme di negoziazione non sottoposte a vincoli e tutele corrispondenti a quelli dei mercati regolamentati. È venuta meno la centralità delle "borse" a vantaggio di sistemi multilaterali di negoziazione e, in misura minore, degli internalizzatori sistematici, senza che si siano finora manifestate significative riduzioni dei costi per gli investitori finali.

È compito degli intermediari assicurare le condizioni migliori di esecuzione degli ordini dei clienti.

Questo principio trova difficilmente applicazione per le obbligazioni, soprattutto bancarie, presenti in maniera significativa nei portafogli delle famiglie italiane.

Tali titoli infatti non sono generalmente trattati su sedi di negoziazione regolamentate⁽⁸⁾ e quindi non godono di adeguate condizioni di liquidità e di trasparenza dei prezzi.

Ne risultano per i piccoli risparmiatori condizioni di negoziazione molto svantaggiose, in termini di mancanza di informazione sui prezzi di mercato, loro comparabilità e estesa differenza fra i prezzi concretamente offerti in acquisto e in vendita dall'intermediario.

È impegno della Consob intervenire, con strumenti di vigilanza e sanzionatori, affinché gli intermediari diano attuazione al principio della migliore esecuzione degli ordini dei clienti, predisponendo tutti i mezzi necessari, anche di natura organizzativa.

È compito e interesse degli operatori promuovere lo sviluppo di mercati secondari efficienti per tutte le categorie di titoli, anche per sostenere mercati primari stabili per la raccolta di mezzi finanziari a medio-lungo termine da parte delle imprese.

3. Il ruolo del governo societario nella crisi e la tutela degli azionisti di minoranza

La crisi ha trovato una concausa nell'inefficacia dei meccanismi di governo societario.

Negli anni precedenti, le straordinarie opportunità di crescita e di profitto avevano orientato le strategie aziendali delle grandi società finanziarie internazionali a privilegiare i risultati di breve periodo, assumendo rischi non proporzionati.

Debole si è rivelato il ruolo degli azionisti, poco propensi a esercitare diritti e ad assumere responsabilità nei confronti degli organi di gestione, amministrazione e controllo. Limitando spesso le proprie richieste ai risultati di breve periodo, gli azionisti hanno contribuito alle convergenti e non lungimiranti pressioni di analisti finanziari e, più in generale, del mercato.

Il miglioramento dei sistemi di governo societario rappresenta un obiettivo strategico.

I principali organismi internazionali e le migliori prassi di mercato convergono sulla necessità di rafforzare il ruolo dell'assemblea dei soci e di comitati indipendenti nella definizione delle politiche di remunerazione e di incentivazione del *management*.

In Europa tali principi erano stati oggetto di una raccomandazione della Commissione Europea sin dal 2004. La loro limitata applicazione ha reso necessaria l'emanazione di nuove linee-guida che richiedono agli Stati membri iniziative di attuazione entro l'anno in corso.

Alcuni ordinamenti stanno già rispondendo a queste indicazioni con specifiche misure normative; in altri, sono le società stesse che, anche a seguito delle richieste degli investitori istituzionali, stanno adottando politiche di maggiore trasparenza e di coinvolgimento sistematico dell'assemblea dei soci. Queste pratiche possono contribuire ad arricchire la dialettica societaria e la responsabilizzazione degli organi di amministrazione.

Anche in Italia si pone l'esigenza di una maggiore convergenza delle regole e delle prassi con gli standard comunitari. Per rispettare i tempi indicati dalla Raccomandazione europea è necessario definire rapidamente misure adeguate per garantire che le politiche retributive siano sottoposte al voto dei soci, assicurando sempre trasparenza alle loro caratteristiche e motivazioni.

La dialettica assembleare dipende dall'attiva partecipazione degli azionisti di minoranza, che in Italia continua a essere limitata ed episodica.

Il recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti è un'occasione per migliorare i tempi e la qualità dell'informazione pre-assembleare e le modalità di partecipazione diretta e per delega. Si potrebbe così superare la percezione di scarsa apertura all'attivismo assembleare delle società italiane, spesso lamentata dagli investitori esteri.

Nella stessa direzione va la valorizzazione del "voto di lista" che sta contribuendo ad articolare più compiutamente gli interessi rappresentati negli organi di amministrazione e controllo.

Non si possono però negare resistenze ad accettare il ruolo delle minoranze nell'elezione degli organi sociali. La Consob ha richiesto, con apposita raccomandazione, un'ampia informazione sulla presenza di eventuali legami tra le liste, con l'obiettivo di identificare e tutelare il ruolo delle "minoranze autentiche".

Ulteriori interventi saranno valutati alla luce di possibili auspicati progressi dell'autoregolamentazione, che, in materia di governo societario, sembra negli ultimi anni aver perso vigore.

La revisione generale del Codice di governo societario, annunciata da Borsa Italiana, è un'occasione importante per mostrare capacità di risposta ai problemi emersi con la crisi e per definire più rigorosi principi su temi centrali, quali la trasparenza dei requisiti di indipendenza degli amministratori.

L'efficacia dell'autoregolamentazione richiede però che sia predisposto un sistema di verifica sulla sua concreta attuazione dotato di adeguate forme di sanzione almeno reputazionale.

La difficile situazione che attraversano le società quotate rende più acuta anche l'esigenza di rafforzare la disciplina sui conflitti di interesse, a tutela degli azionisti di minoranza.

La Consob ha avviato da tempo il confronto con il mercato su un'ipotesi di disciplina delle operazioni con parti correlate, la cui approvazione resta una priorità.

Il dialogo con tutte le componenti del mercato ha consentito di calibrare meglio alcune disposizioni, mantenendo fermi i principi di trasparenza di tali operazioni nei confronti del mercato e il ruolo degli amministratori indipendenti nel processo decisionale.

Le scelte regolamentari, che saranno in tempi brevi sottoposte a una nuova ultima fase di consultazione, intendono salvaguardare la flessibilità e l'autonomia delle società nell'articolare procedure e modelli organizzativi e nell'assicurare un miglior coordinamento con altre discipline di settore e con la normativa sui gruppi di imprese.

In tal modo, si è voluto corrispondere alla richiesta di offrire una pluralità di strumenti e di rispettare specifiche esigenze di efficienza operativa delle società, che necessariamente comportano disposizioni più articolate.

La crisi finanziaria e gli interventi realizzati dai governi per fronteggiarne gli effetti hanno influito sul mercato del controllo societario, modificando e riformando in molti casi i modelli preesistenti.

In Italia, modifiche alla disciplina sulle Opa e sulle partecipazioni rilevanti, apportate in una fase di drammatica instabilità dei mercati, hanno attenuato l'elevata apertura alla

contendibilità del controllo, che ha caratterizzato – più che in altri paesi europei – il quadro normativo. Una volta superata l'attuale fase di emergenza, per quelle modifiche potrebbero essere previsti limiti temporali. I principi cardine del Testo unico della finanza restano, nel lungo termine, un saldo punto di riferimento.

4. La strategia regolamentare e di vigilanza della Consob

La gravità della crisi in atto sollecita tutti a mettere in discussione modelli consolidati di comportamento e ad adottare strategie innovative. L'intero sistema della vigilanza sui mercati finanziari è chiamato a un processo di riforma senza precedenti per ripristinare la fiducia dei risparmiatori e per incoraggiare le forze positive del mercato verso un percorso di crescita.

La Consob ha avviato un processo di pianificazione strategica per la definizione di politiche di regolamentazione e di vigilanza più idonee a fronteggiare i fattori di rischio e ad assicurare livelli omogenei di tutela degli investitori. Tale processo sarà aperto al confronto con il mercato.

È stata approvata, e sarà a breve posta in consultazione, una comunicazione che estende all'offerta al pubblico di obbligazioni bancarie e societarie i principi di trasparenza già introdotti per i prodotti finanziario-assicurativi e del risparmio gestito.

L'inserimento nei documenti informativi di indicatori relativi agli scenari probabilistici di rendimento, al grado di rischio, ai costi e all'orizzonte d'investimento consigliato consentirebbe ai risparmiatori di valutare e comparare gli investimenti sulla base di criteri omogenei.

Si tratta di un approccio innovativo nel panorama internazionale che risponde alle esigenze di un mercato, come quello italiano, dove l'elevata capacità di risparmio tende a privilegiare forme di investimento diretto.

L'impegno per migliorare l'informazione destinata agli investitori trova tuttavia dei limiti. Il principio del passaporto europeo consente che vengano commercializzati in Italia prodotti soggetti a regimi di trasparenza meno incisivi. È necessario che l'Europa consideri prospettive di ulteriore armonizzazione che accolgano approcci alla trasparenza più focalizzati sull'esposizione, non meramente descrittiva, dei rischi per gli investitori.

La Consob sta collaborando con il Ministero dell'Economia per lo sviluppo di analoghe metodologie di rappresentazione dei rischi per gli strumenti di finanza derivata sottoscritti dagli enti locali.

In quest'area è infatti emerso, anche grazie a indagini svolte sin dal 2004, che molti enti locali e imprese non finanziarie, classificati quali "operatori qualificati", assumevano rischi non proporzionati alle loro reali esigenze, senza le tutele previste per gli investitori al

dettaglio. In occasione dell'audizione del 18 marzo 2009 presso la VI Commissione del Senato, la Consob ha sottolineato l'utilità di un potenziamento dell'assetto dei controlli pubblici sul fenomeno.

In materia di emittenti, l'obiettivo strategico della Consob è lo sviluppo di sistemi di analisi, anche dei meccanismi di governo societario, che rafforzino la capacità di individuare, soprattutto nei periodi di crisi, non corrette rappresentazioni contabili delle reali situazioni economico-finanziarie.

L'attività di vigilanza svolta prefigura un aumento del numero degli emittenti soggetti a più stringenti obblighi informativi. La Consob ha deciso di richiedere un'integrazione dell'informazione periodica trimestrale alle società per le quali i revisori hanno segnalato rilevanti dubbi sulla continuità aziendale. La stessa integrazione verrà richiesta alle società sottoposte a obblighi di informazione mensile, in conseguenza di conclamati stati di crisi gestionale.

L'aumento del numero di società con rilevanti tensioni finanziarie o acclarato stato di crisi si riflette nelle richieste di esenzione dagli obblighi di Opa conseguenti a operazioni di salvataggio. Le esenzioni sono state concesse (4 nei primi sei mesi del 2009) in presenza di progetti di risanamento aziendale.

Nuovi strumenti di tutela diretta dei risparmiatori sono in via di realizzazione. È prossima l'operatività della Camera di conciliazione e di arbitrato, di cui la Consob ha approvato la disciplina attuativa e ha in corso la nomina dei componenti. I risparmiatori avranno uno strumento di risoluzione stragiudiziale delle controversie con gli intermediari, attraverso procedure rapide, economiche e di agevole fruibilità.

È in programma la sistematizzazione e la semplificazione dei regolamenti Consob, a partire da quello relativo agli emittenti, che sono stati oggetto di diverse rivisitazioni dovute ai doveri di attuazione della disciplina comunitaria e nazionale. Obiettivo primario, pur se non unico, sarà la riduzione degli oneri di adempimento, anche differenziando le regole in funzione di parametri dimensionali e di rischio.

Si tratta di un impegno difficile che dovrà trovare un equilibrio tra i diversi interessi coinvolti e i vincoli della legislazione comunitaria.

L'attuazione della direttiva europea in materia di obblighi di trasparenza degli emittenti ha posto il problema di individuare i canali più efficaci di diffusione delle informazioni al pubblico. Le modifiche regolamentari adottate dalla Consob il 1° aprile 2009 hanno previsto una progressiva sostituzione dell'utilizzo della stampa come canale di diffusione delle informazioni a favore di sistemi telematici soggetti a autorizzazione e

vigilanza. Tale decisione è stata oggetto di un ricorso presso il TAR da parte della Federazione Italiana Editori Giornali e di alcune società editoriali. Nel contempo, le Commissioni competenti di Camera e Senato hanno invitato all'unanimità il Governo, fermo restando l'utilizzo dei sistemi telematici, a reintrodurre gli obblighi di pubblicazione sulla stampa quotidiana. Il Governo ha recepito tali indicazioni con il decreto legislativo approvato il 26 giugno. La Consob dovrà quindi adeguare le norme regolamentari, modificando le deliberazioni assunte nell'aprile scorso.

Complementare alla definizione di un quadro di regole efficaci e condivise è il massimo rigore nell'attività di repressione dei comportamenti scorretti.

La sanzione dei reati finanziari ha efficacia dissuasiva e di salvaguardia dell'integrità e della fiducia dei mercati se avviene in tempi ragionevolmente brevi, che oltre ad assicurare certezza della pena evitino reiterazioni ed emulazioni. La recente esemplare condanna del finanziere Madoff negli Stati Uniti è avvenuta dopo un processo durato solo pochi mesi.

La Consob applica i propri poteri sanzionatori con determinazione, nei limiti di un quadro normativo che sempre più necessita di essere migliorato al fine di favorire selettività e proporzionalità. Nella razionalizzazione del sistema sanzionatorio occorrerà tenere conto dell'esigenza di una tendenziale e progressiva armonizzazione a livello comunitario, così come raccomandato anche dal Rapporto de Larosière.

Negli ultimi 18 mesi la Commissione ha assunto 226 decisioni in esito a procedimenti sanzionatori; di queste 196 hanno previsto l'applicazione di sanzioni. Le sanzioni pecuniarie applicate ammontano a 17,4 milioni di euro.

La fondatezza dell'impianto accusatorio ha ricevuto pressoché totale conferma da parte delle Corti d'Appello, che solo in circoscritti casi hanno proceduto a una rideterminazione del *quantum*.

Frequenti e intensi continuano a essere i rapporti di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, in particolare nella vigilanza sugli abusi di mercato, non solo per la repressione delle fattispecie penali, ma anche per l'accertamento delle violazioni di natura amministrativa.

Indagini relative a vicende di vasta risonanza, tra le quali "Bnl/Unipol", "Alitalia" e società calcistiche quotate, hanno impegnato e stanno tuttora impegnando gli uffici della Commissione in un'intensa attività di indagine e di scambio di informazioni con le Procure competenti.

L'esperienza della quotazione delle società di calcio conferma le preoccupazioni più volte espresse dalla Consob in merito alla possibilità di assicurare il buon funzionamento

del mercato in un settore strutturalmente interessato dalla diffusione di voci e indiscrezioni, spesso amplificate da una sensibilità esasperata.

Per quanto riguarda l'Alitalia, si prende atto dei recenti interventi pubblici di ristoro volti a rispondere alle fondate attese degli obbligazionisti e ai disagi degli azionisti. Si era più volte segnalato nelle sedi istituzionali competenti la necessità di iniziative a tutela degli investitori. L'evoluzione della vicenda Alitalia è stata caratterizzata da una straordinaria complessità e da misure eccezionali, tra le quali la sospensione dagli obblighi di informazione al mercato disposta con decreto-legge⁽⁹⁾, che aveva determinato il venir meno dei presupposti per un regolare svolgimento degli scambi sul mercato.

Negli ultimi 18 mesi, la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 81 segnalazioni per ipotesi di violazioni sanzionate penalmente; 8 hanno riguardato ipotesi di abusi di mercato; in 9 nuovi procedimenti penali, la Consob si è costituita parte civile per ipotesi di manipolazione del mercato e di ostacolo alla vigilanza.

Nello stesso periodo sono stati definiti in primo grado 11 procedimenti penali con il riconoscimento, nella maggior parte dei casi, della responsabilità degli imputati e con la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob. Da ultimo, di particolare rilievo è la sentenza di condanna di uno degli imputati dei reati di aggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità di vigilanza nella vicenda "Parmalat", emessa dal Tribunale di Milano il 18 dicembre 2008.

Le decisioni che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi in numero crescente nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza sono state, in massima parte, favorevoli all'Istituto.

In particolare, 143 sentenze hanno definito giudizi promossi da investitori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina". Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono state sempre respinte.

In 4 sentenze la Consob è stata condannata, in riferimento a fatti accaduti negli anni '90, al risarcimento dei danni nei confronti di investitori; è stato promosso appello contro le decisioni avverse.

* * *

La Consob è impegnata a rafforzare la vigilanza anche attraverso un piano di completamento e riorganizzazione dell'organico – aumentato recentemente a 715 unità – che assegni le risorse alle funzioni più strategiche. È intendimento di realizzare le assunzioni in tempi brevi, compatibilmente con una più adeguata e funzionale sistemazione logistica delle sedi dell'Istituto, attualmente in fase di definizione, e con la selezione di personale dotato della necessaria qualificazione.

La Consob peraltro deve anche fronteggiare un consistente esodo volontario di risorse, la cui esperienza, pur nell'attuale momento, è apprezzata e ricercata sul mercato del lavoro, come è dimostrato da alcuni casi riguardanti dirigenti di elevata specializzazione. Tale fenomeno rappresenta un fattore critico, soprattutto in un momento di crescita delle competenze e della complessità gestionale, considerata l'oggettiva difficoltà di reperire in tempi brevi idonee sostituzioni.

L'Istituto sta sviluppando un ambizioso piano formativo e sta considerando di procedere a una sostanziale riforma dei sistemi di valutazione e incentivazione del personale, per migliorare la qualità delle prestazioni lavorative.

Allo stesso obiettivo è mirato il processo di informatizzazione volto a supportare le attività ispettive e di vigilanza e le relazioni con i soggetti vigilati e con il pubblico.

Nonostante l'ampliamento delle funzioni istituzionali e dell'organico, il fabbisogno finanziario per il 2009 è stato ridotto di oltre 9 milioni di euro rispetto all'anno precedente.

La Consob assolve ai propri compiti in questo difficile periodo con il grande impegno del Direttore Generale, dei dirigenti e dei dipendenti tutti, ai quali va un vivo e sentito ringraziamento.

Anche alle Organizzazioni Sindacali si rivolge un ringraziamento sincero per il contributo offerto al processo di miglioramento della vita dell'Istituto.

La Commissione da parte sua assolve i compiti d'Istituto con particolare dedizione e, anche nei casi di dialettica interna, intende perseguire sempre nella sua attività collegiale l'interesse del mercato e di coloro che in esso operano, primi fra questi i risparmiatori, parte più debole del sistema ma nel contempo essenziale centro motore dello stesso.

Signor Presidente della Repubblica, Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,

è trascorso un anno da quando, intervenendo in questa sede, la Commissione ebbe a segnalare l'esigenza di "un sistema di regole certe e chiare, che potessero essere ampiamente condivise e da tutti rispettate".

Oggi si è alla ricerca di regole e strumenti che consentano di riprendere un percorso virtuoso e di ristabilire la fiducia.

Il nostro Paese – pur se gravato da un debito pubblico che ne condiziona l'agire – ha dimostrato una tenuta di sistema che costituisce motivo di conforto, dando prova di tempestività negli interventi e di sostanziale stabilità delle sue banche, peraltro in alcuni casi protagoniste di tormentate vicende negli ultimi anni.

È necessario concorrere con impegno corale a ristabilire il corretto operare dei mercati, con accordi tra tutti i paesi europei e – per quanto possibile – condivisi su scala globale.

Occorre anche un orizzonte non di breve periodo né condizionato dall'utile immediato. Esempi negativi sono da ricercarsi in normative non equivalenti dalle quali sono derivati comportamenti che hanno spesso sacrificato gli interessi degli investitori.

I compromessi raggiunti in esito ai difficili negoziati per l'approvazione di importanti direttive europee (MiFID e Opa) si sono rivelati non adeguati a un contesto di crescente integrazione economica, ma anche di forte innovazione e di elevata frammentazione di strumenti e mercati.

La massima apertura alla concorrenza dei sistemi di negoziazione e di intermediazione ha comportato problemi, che la Consob aveva segnalato più volte nelle sedi europee, legati agli effetti di riduzione del livello complessivo di trasparenza degli scambi e dell'ambito di applicazione delle regole di condotta. Ugualmente la minimale armonizzazione dei meccanismi di funzionamento del mercato del controllo societario ha lasciato troppi spazi a disuguaglianze sostanziali nel grado di apertura delle società.

Tali problemi sono divenuti evidenti a tutti con la crisi. Può essere – anzi deve essere – l'occasione per ampliare le basi di consenso nei confronti di una revisione delle regole europee, in particolar modo in materia di mercati e intermediari, che riassegni la dovuta centralità all'obiettivo di tutela del risparmio.

La Consob ha operato e continuerà a operare avendo ben presente che regole di trasparenza e regole di condotta devono andare di pari passo ed essere applicate secondo un approccio orizzontale, indipendentemente dalla qualificazione giuridica dei prodotti e dai canali di distribuzione, assicurando un adeguato controllo dei rischi. Rispondono a questo obiettivo le proposte di regolamentazione che il gruppo del Cesr sulle gestioni collettive presieduto dalla Consob ha elaborato per la Commissione Europea.

La vigilanza sulle modalità concrete di attuazione delle regole di trasparenza e condotta sarà particolarmente severa e rigorosa e si concentrerà sui fenomeni, come quello dell'offerta di obbligazioni non quotate, dove più a rischio sono gli interessi dei risparmiatori.

La strategia per uscire dalla crisi richiede un'azione congiunta anche per colmare vuoti normativi e di vigilanza in segmenti che hanno giocato un ruolo importante nel contagio dei mercati.

Le iniziative di regolamentazione europee e internazionali delle agenzie di *rating* e degli *hedge fund* forniscono una prima risposta, cui è d'uopo seguano ulteriori convergenti determinazioni.

Nuove regole possono non essere sufficienti se non si accompagnano allo sviluppo di nuovi modelli e pratiche di vigilanza, coerenti con la dimensione sopranazionale, spesso globale, dei soggetti coinvolti.

La riforma degli assetti istituzionali di vigilanza a livello europeo, avviata con la proposta del gruppo de Larosière, sta raccogliendo consenso crescente. Si profila la trasformazione del Cesr in "Autorità europea" dotata di poteri vincolanti, il cui *status* istituzionale, si auspica in un futuro non lontano, possa trovare riconoscimento nel Trattato dell'Unione.

La crisi che ha colpito il sistema finanziario internazionale può trasformarsi in un'opportunità. Lo slancio riformatore non deve affievolirsi ai primi segnali di ripresa. Serve una volontà politica forte e condivisa per evitare che riemergano atteggiamenti conservativi o che un'armonizzazione limitata al contenuto tecnico delle regole possa fornire un alibi per continuare di fatto a perseguire interessi di parte. È un impegno da assumere verso noi stessi e le generazioni future. Segnali incoraggianti in questo senso sono giunti, da ultimo, dalle Dichiarazioni approvate dal G8 a L'Aquila.

La realizzazione degli impegni politici che i governi dei principali paesi stanno condividendo è fondamentale per dare una più profonda base di legittimità democratica e una cornice di solidità e credibilità al processo di riforma e alle attività di chi amministra le regole.

Regole globali devono concorrere alla circolazione delle risorse, anche finanziarie, sulla base di principi di equità e di tutela dei soggetti più deboli, contribuendo a realizzare un nuovo equilibrio.

La trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la consapevolezza dei risparmiatori – missione del quotidiano operare della Consob – hanno per loro natura una valenza etica, senza la quale la sfera economica perde la sua funzione fondamentale di supporto allo sviluppo della comunità umana.

La legittima ricerca di risultati economici e di benessere individuale non può e non deve mai essere disgiunta da principi di comportamento ispirati a più alti valori etici e sociali.

NOTE DEL DISCORSO

- ⁽¹⁾ Nel 2008 negli Stati Uniti l'indice Dow Jones ha perso il 33,84 per cento e il Nasdaq il 40,54 per cento; in Europa l'indice S&P Mib di Milano ha perso il 49,53 per cento, il FTSE 100 di Londra il 31,33 per cento, il CAC 40 di Parigi il 42,68 per cento, il DAX 30 di Francoforte il 40,37; in Asia il NIKKEI 225 di Tokio ha perso 42,12 per cento, l'Hang Seng di Hong Kong il 48,27 per cento, lo SE A di Shanghai il 65,38 per cento.
- ⁽²⁾ Dall'inizio del 2009 al 10 luglio, gli indici FTSE Mib e FTSE All Share – che dal 1° giugno 2009 hanno rispettivamente sostituito gli indici S&P Mib e Mibtel – hanno perso l'8,34 per cento e il 6,61 per cento. Da inizio anno al 9 marzo, giorno in cui si è raggiunto il livello minimo delle quotazioni degli ultimi 18 mesi, la perdita dello S&P Mib era stata pari a circa il 35 per cento.
- ⁽³⁾ AIM Italia e MAC – Mercato Alternativo del Capitale.
- ⁽⁴⁾ Il Comitato è presieduto dal Ministro dell'Economia e composto dal Governatore della Banca d'Italia e dai Presidenti di Isvap e Consob.
- ⁽⁵⁾ Comunicazione congiunta Consob, Banca d'Italia e Isvap del 6 febbraio 2009.
- ⁽⁶⁾ Sono anche stati avviati i lavori di un neo-costituito Comitato Permanente della Iosco che, sulla base della revisione del codice di condotta effettuata nel maggio 2008, elaborerà nuovi principi di vigilanza e di cooperazione tra Autorità, fondamentali in un settore dominato da pochi soggetti che operano strutturalmente sul mercato mondiale.
- ⁽⁷⁾ MiFID – *Market in Financial Instruments Directive*, n. 2004/39/CE.
- ⁽⁸⁾ Le sedi di negoziazione regolamentate comprendono i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici.
- ⁽⁹⁾ Decreto-legge 3 giugno 2008, n. 97.

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

La relazione che segue, riferita all'anno 2008, 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***

La Relazione annuale sull'attività della Consob viene trasmessa entro il 31 marzo di ciascun anno, ai sensi dell'art. 1/1 comma 13 della legge 7 giugno 1974, n. 216, al Ministro dell'Economia che provvede al successivo invio al Parlamento con le proprie eventuali valutazioni.

La Relazione, che descrive l'attività svolta e illustra le questioni in corso e gli indirizzi e le linee programmatiche della Commissione, si inserisce quest'anno in un contesto economico e istituzionale caratterizzato da condizioni di eccezionale instabilità e incertezza non solo dei mercati finanziari e dell'economia reale, ma della stessa architettura di regolamentazione e vigilanza a livello mondiale.

Gli sviluppi della crisi economica e finanziaria in corso stanno infatti sollecitando, anche nelle sedi istituzionali da più tempo consolidate, nuove riflessioni e ipotesi di riforma che innovano alla radice i principi e le modalità della regolamentazione e dell'intervento delle Autorità di vigilanza a livello internazionale.

La Consob partecipa a tale processo di riforma, con l'auspicio che esso possa risolversi nella più ampia convergenza delle strategie di intervento a livello sopranazionale e domestico, con l'obiettivo di assicurare, attraverso regole adeguate e uniformemente applicate, la tutela della fiducia dei risparmiatori, drammaticamente colpita dagli eventi più recenti.

I – LA CRISI FINANZIARIA

Nel 2008 si sono ampiamente dispiegati gli effetti di una crisi finanziaria che ha avuto il suo iniziale epicentro nel settore dei mutui *subprime* americani – e dei titoli strutturati a essi collegati – i cui sintomi erano incominciati a emergere a metà del 2007.

Nei mesi di luglio e agosto 2007, sin dal manifestarsi dei primi segnali della crisi, la Consob, in stretto coordinamento con la Banca d'Italia e con l'Isvap, aveva tempestivamente attivato iniziative di vigilanza volte ad avere un quadro conoscitivo il più ampio possibile dell'esposizione di imprese e famiglie ai mutui *subprime* e ai prodotti a essi collegati.

Allora l'impatto delle crisi era apparso ancora limitato, sebbene vi fossero già segnali di potenziali gravi effetti sistemici. Fra luglio e settembre 2007 si erano evidenziati i primi episodi di crisi bancarie in Europa, che avevano sollecitato interventi pubblici di salvataggio, e nel marzo 2008 si è assistito alla crisi della banca d'affari americana Bear Stearns. A partire da luglio, inoltre, si è registrato un brusco aumento del numero di declassamenti del merito di credito (*downgrading*) di titoli strutturati da parte delle agenzie di rating, che è perdurato per tutto il 2008.

Nei mesi successivi al *default* Bear Stearns si sono susseguite ulteriori fasi di turbolenza sui mercati ma il sistema finanziario sembrava essere in grado di assorbire lo *shock* della crisi dei *subprime* e i fondamentali dell'economia apparivano ancora solidi.

L'insolvenza della banca d'affari americana Lehman Brothers, resa nota al mercato il 15 settembre 2008, ha innescato una fase di nuove intense turbolenze.

La decisione delle Autorità americane di lasciare fallire una grande istituzione finanziaria, con un'ampia e rilevante operatività al di fuori degli Usa, ha scosso profondamente la fiducia degli operatori, alimentando un clima di fortissima tensione e incertezza sui mercati. Si sono verificati nuovi episodi di crisi bancarie in Europa e negli Stati Uniti.

Il *default* Lehman Brothers ha innescato preoccupazioni diffuse sulla solidità di altre banche d'affari, che hanno alimentato a loro volta timori per gli effetti dell'esposizione verso questi istituti di tutti gli altri partecipanti al mercato. Il brusco aumento del rischio di controparte percepito dagli operatori ha determinato una drastica riduzione della liquidità sul mercato dei depositi interbancari e un aumento dei tassi a breve termine, nonostante le massicce iniezioni di liquidità da parte delle Banche Centrali.

La crescente consapevolezza della natura sistemica della crisi ha causato turbolenze senza precedenti sui mercati azionari, in particolare sui titoli di società del settore finanziario.

Nel 2008 i corsi delle azioni italiane si sono dimezzati, mentre negli Usa e in Europa le flessioni sono state pari, rispettivamente, al 38 e al 44 per cento circa. I titoli del settore bancario hanno perso circa il 50 per cento negli Stati Uniti e il 63 per cento in Europa; le quotazioni dei titoli bancari italiani hanno perso, invece, circa il 57 per cento.

Nei primi mesi del 2009 si sono riaccese le tensioni sui mercati azionari in parte sopite negli ultimi due mesi del 2008. Si sono registrate nuove correzioni dei corsi che hanno interessato principalmente i titoli del settore bancario, il cui valore a metà marzo 2009 risulta diminuito (rispetto all'inizio del 2008) di circa l'80 per cento in Europa e negli Stati Uniti e del 75 per cento in Italia.

Le turbolenze che hanno caratterizzato l'andamento dei mercati finanziari, in particolare nel periodo successivo al *default* Lehman, hanno chiamato la Consob a un impegno eccezionale sia in ambito domestico che internazionale.

Al fine di assicurare la massima protezione degli investitori, la Consob ha tempestivamente posto in essere una serie di interventi di vigilanza di diversa natura in materia di informativa societaria, integrità dei mercati e correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari.

In data 15 settembre, appresa la notizia del *default* del gruppo Lehman Brothers, in collegamento con Banca d'Italia e Isvap, è stata immediatamente avviata una ricognizione del conseguente rischio potenziale per il sistema italiano, con particolare riferimento all'esposizione degli emittenti quotati e del settore del risparmio gestito e amministrato.

Il 19 settembre, in condizioni di mercato ancora relativamente stabili, al fine di mitigare i potenziali effetti destabilizzanti di una forte concentrazione di ordini in vendita, sono stati richiamati gli operatori alla massima cura nel rispetto delle regole in materia di consegna dei titoli nell'ambito di operazioni di vendita allo scoperto.

Il successivo 22 settembre, dopo la chiusura della borsa, alla luce delle fortissime turbolenze che stavano caratterizzando l'andamento dei corsi e in linea con interventi di analoga natura adottati dalle Autorità di vigilanza dei principali paesi europei, è stato adottato un primo provvedimento attraverso il quale sono state imposte restrizioni alle operazioni di vendita allo scoperto di titoli di emittenti bancari e assicurativi.

In data 25 settembre è stato avviato un accertamento ispettivo presso la succursale italiana di Lehman Brothers International (Europe), impresa di investimento comunitaria abilitata alla prestazione di servizi di investimento in Italia che svolgeva un'attività promozionale e distributiva di prodotti e servizi di investimento resi dalla casa madre con sede a Londra.

Nelle giornate successive, caratterizzate dal persistere di una forte volatilità e di intense pressioni ribassiste sui mercati azionari, sono stati mantenuti contatti continuativi con Borsa Italiana al fine di monitorare l'andamento delle quotazioni, in particolare nelle

sedute del 29 e 30 settembre nelle quali sono stati adottati provvedimenti di temporanea sospensione delle contrattazioni tendenti a mitigare le fortissime pressioni ribassiste.

Il 30 settembre, alla luce delle evidenze sulle dinamiche dei corsi azionari e dei volumi negoziati, sono state attivate iniziative di vigilanza anche di natura ispettiva, avvalendosi della collaborazione della Guardia di Finanza, al fine di indagare sulle determinanti del crollo delle quotazioni di titoli bancari e di accertare l'effettivo rispetto del provvedimento di divieto di vendite allo scoperto.

Lo stesso giorno sono state attivate iniziative di cooperazione internazionale per avviare azioni di vigilanza nei confronti di intermediari di diritto estero operanti direttamente sui mercati gestiti da Borsa Italiana (in qualità di cosiddetti *remote member*) che erano risultati venditori di titoli di emittenti bancari e assicurativi italiani per importi significativi e che non avevano consegnato i titoli nei tempi previsti dalla disciplina sulla liquidazione dei contratti di borsa.

Il 1° ottobre sono state estese le richieste di cooperazione internazionale per gli intermediari di diritto estero maggiormente attivi sul lato delle vendite di titoli bancari anche nella seduta del 30 settembre.

Sempre in data 1° ottobre, sulla base della valutazione degli esiti preliminari degli accertamenti svolti e in considerazione dell'andamento ancora fortemente negativo del mercato, sono state adottate ulteriori misure restrittive in materia di vendite allo scoperto su azioni di società bancarie e assicurative.

Il 7 ottobre, in esito agli accertamenti svolti sul rispetto dei provvedimenti di divieto di vendite allo scoperto, è stato adottato un provvedimento d'urgenza ordinando a un intermediario italiano di non consentire a due soggetti esteri l'accesso alle negoziazioni di titoli bancari e assicurativi trattati sul mercato italiano.

Il 10 ottobre, in una fase di estrema turbolenza che aveva iniziato a coinvolgere anche l'andamento dei titoli del settore non finanziario, è stato adottato un provvedimento di divieto generale delle vendite allo scoperto esteso a tutti i titoli azionari negoziati sul mercato italiano.

Lo stesso 10 ottobre, al fine di monitorare la situazione delle compagini azionarie delle principali società italiane e l'origine dei pesanti flussi di vendita registrati sul mercato, è stato chiesto, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, agli azionisti rilevanti (con quote superiori al 2 per cento) delle società quotate appartenenti all'indice S&P/Mib di comunicare alla Consob le rispettive quote di possesso azionario nonché le successive variazioni superiori alla soglia dello 0,50 per cento. La richiesta ha riguardato anche la comunicazione di eventuali partecipazioni detenute a seguito della stipula di contratti derivati.

Nel corso dei mesi successivi assidua è stata la vigilanza sull'andamento dei mercati e, alla luce delle ulteriori forti turbolenze che hanno caratterizzato l'andamento dei corsi

azionari nei mesi di febbraio e marzo 2009, sono stati prorogati i provvedimenti restrittivi in materia di vendite allo scoperto fino al 31 maggio 2009.

Sono state inoltre emanate comunicazioni volte a fornire chiarimenti interpretativi delle norme e a richiamare emittenti e intermediari al rigoroso rispetto dei propri doveri in relazione a profili potenzialmente critici collegati alla crisi finanziaria.

In particolare, il 6 febbraio 2009, congiuntamente con la Banca d'Italia e l'Isvap, è stata emanata una comunicazione per richiamare gli emittenti al rispetto delle norme dettate dai principi contabili internazionali in materia di informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie relativamente alla continuità aziendale, ai rischi finanziari, alle verifiche per riduzione di valore delle attività e alle incertezze nell'utilizzo delle stime.

Successivamente, in data 2 marzo 2009 – dopo ampio confronto con l'industria avviato sin dal maggio del 2008, con la pubblicazione di un documento di consultazione – è stata emanata una comunicazione al fine di richiamare gli intermediari al rispetto delle norme in materia di trasparenza e correttezza in sede di collocamento di prodotti finanziari illiquidi (quali obbligazioni bancarie, derivati Otc e prodotti assicurativi a prevalente contenuto finanziario).

Alle impegnative e delicate azioni di vigilanza e di *enforcement* in ambito domestico si è affiancata la partecipazione a un'intensa attività in seno agli organismi internazionali che si sono occupati di coordinare gli interventi delle Autorità di vigilanza e di monitorare l'evoluzione dei mercati a livello internazionale.

Nell'ambito del *Committee of European Securities Regulators* (Cesr), Comitato che riunisce le Autorità di vigilanza sui mercati finanziari dei paesi europei, a fine settembre 2008 è stata istituita una serie di gruppi *ad hoc* per assicurare il massimo coordinamento delle iniziative di vigilanza in relazione alla crisi. A fine ottobre 2008 si è tenuto, nell'ambito del Cesr-pol (il gruppo del Cesr che si occupa di cooperazione e di repressione degli abusi di mercato), un incontro della *Task Force on Short Selling* finalizzato a discutere e a coordinare i diversi provvedimenti adottati dalle Autorità europee in materia di vendite allo scoperto. Sempre a fine ottobre, si è tenuta, presso la *Financial Services Authority* (Fsa) inglese, una prima riunione di esperti per avviare i lavori di una *Task Force*, al fine di ricostruire le esatte dimensioni e le conseguenze del *default* sui diversi mercati europei in cui i titoli emessi e/o garantiti da Lehman erano stati commercializzati nonché per agevolare scambi di informazioni fra Autorità di vigilanza.

Il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito presso il Cesr, la cui presidenza è affidata alla Consob, ha avviato un'analisi dell'impatto della crisi sul settore dei fondi comuni (e in particolare sui fondi monetari) e delle possibili linee di intervento necessarie per fronteggiare tensioni legate a crisi di liquidità indotte da forti ondate di riscatti. Il Gruppo è stato altresì impegnato nella valutazione dell'incidenza, diretta e indiretta, della vicenda

legata alle frodi connesse alla gestione dei fondi speculativi Madoff e nell'approfondimento delle connesse problematiche di vigilanza.

Nell'ambito della *International Organization of Securities Commissions* (Iosco), organizzazione che riunisce le Autorità di vigilanza sui mercati finanziari dei principali paesi avanzati, in coincidenza con la data di divulgazione della notizia del *default* Lehman, è stato avviato un primo scambio di opinioni sulla crisi dei mercati. Sempre in quell'occasione è stata istituita una *Task Force* sui mercati di merci e derivati su merci (anche sulla base di una specifica richiesta in tal senso avanzata dalla Consob nel precedente mese di luglio), con il compito di analizzare il comportamento degli operatori su tali mercati e l'incidenza di condotte di tipo speculativo, che ha presentato le proprie conclusioni il 5 marzo 2009 consentendo al Comitato Tecnico della Iosco di emanare raccomandazioni sulla vigilanza sui mercati di merci.

Successivamente, è stata decisa la creazione di una *Task Force on Short Sales* – che ha pubblicato il 23 marzo 2009 un documento di consultazione su possibili standard internazionali per una maggiore armonizzazione della disciplina in materia di vendite allo scoperto –, di una *Task Force* su Prodotti e Mercati Non Regolamentati – i cui lavori sono ancora in corso e che dovrà emanare standard di regolamentazione in materia di trasparenza sui mercati *over-the-counter* – e di una *Task Force* sulle Entità Finanziarie Non Regolamentate – con il compito di approfondire e sviluppare nuovi approcci regolamentari in materia di soggetti quali gli *hedge fund*. Quest'ultima *Task Force*, presieduta dalla Consob congiuntamente con la Fsa inglese, ha emanato un primo documento di consultazione il 19 marzo 2009 contenente raccomandazioni per una regolamentazione del settore dei fondi speculativi.

Un contributo attivo è stato fornito anche ai lavori della *Task Force on Credit Rating Agencies*, che nel mese di maggio 2008 ha pubblicato il rapporto finale sul ruolo delle agenzie di rating nei mercati di strumenti finanziari strutturati e una revisione del Codice di condotta delle agenzie di rating del 2004 finalizzata a migliorare qualità, indipendenza, trasparenza e integrità dei processi di rating. Il 12 marzo 2009 la *Task Force* ha pubblicato un rapporto sull'osservanza del nuovo Codice di Condotta ad opera delle agenzie di rating nonché una proposta per un modello di vigilanza comune, stabilendo termini e condizioni per lo scambio di informazioni e la cooperazione tra Autorità. La *Task Force*, trasformata in un Comitato Permanente del Comitato Tecnico, continuerà a dibattere l'utilizzo di collegi e altre forme di coordinamento per assicurare la vigilanza su soggetti tradizionalmente operanti su base multinazionale. L'approvazione del regolamento europeo sulle agenzie di rating attualmente in discussione, potrà ricondurre anche in Europa l'operato delle agenzie di rating nell'alveo regolamentare e potrà consentire alle Autorità europee di intervenire direttamente nelle attività di autorizzazione e vigilanza sulle agenzie di rating.

1. Le determinanti della crisi e le prospettive per il sistema finanziario

Come è noto, i presupposti strutturali della crisi finanziaria sono maturati nella fase favorevole del ciclo economico che ha caratterizzato gli anni precedenti al 2007 in cui si è registrata una significativa espansione del credito alle famiglie e alle imprese. Il quadro congiunturale positivo, le attese di crescita prolungata e i bassi tassi di interesse reali hanno alimentato una forte domanda di credito da parte del settore non finanziario. L'offerta di credito da parte del sistema bancario ha assecondato la crescita della domanda anche grazie all'intenso ricorso a operazioni di cartolarizzazione sempre più complesse che hanno permesso di trasformare i finanziamenti erogati in strumenti finanziari da collocare presso una vasta platea di investitori.

Le condizioni macroeconomiche favorevoli e l'innovazione finanziaria hanno dunque determinato l'affermazione di nuovo modello di intermediazione bancaria, noto come *originate-to-distribute*⁽¹⁾ (Otd), che ha consentito l'espansione del credito all'economia – in particolare nel settore dei mutui alle famiglie – e ha offerto alle banche opportunità di contenere il patrimonio di vigilanza a parità di esposizione ai rischi di credito⁽²⁾.

Il nuovo modello di intermediazione bancaria rappresenta uno dei fattori strutturali che ha contribuito a creare i presupposti della crisi finanziaria, poiché ha alimentato la crescita esponenziale del mercato dei prodotti strutturati, dando luogo alla nascita di strumenti sempre più complessi, opachi e difficili da valutare.

Le agenzie di rating hanno avuto un ruolo centrale nel favorire la crescita di tale mercato. A posteriori è emerso come i rating assegnati ai prodotti strutturati non riflettessero correttamente i relativi rischi – perché basati su modelli probabilmente non adeguati o su ipotesi fondate su dati troppo limitati o osservati solo nella fase positiva del ciclo economico – con ciò alimentando la domanda di tali strumenti da parte di investitori istituzionali e intermediari finanziari che hanno fatto affidamento in maniera spesso passiva e acritica sui giudizi delle agenzie.

Il cambiamento del quadro congiunturale è stato uno dei fattori scatenanti della crisi.

Lo scoppio della bolla del mercato immobiliare e l'aumento dei tassi di interesse hanno determinato una brusca impennata delle insolvenze fra i mutuatari americani⁽³⁾.

Questo *shock* si è trasmesso dapprima al mercato dei titoli strutturati, alimentando una crisi di fiducia nei confronti dell'affidabilità dei giudizi delle agenzie di rating, e poi all'intero sistema bancario e finanziario.

La crisi di liquidità del mercato dei titoli strutturati si è trasformata rapidamente in una crisi di solvibilità perché è apparso evidente che il modello *originate-to-distribute* non aveva portato a una riallocazione dei rischi al di fuori del sistema bancario, né a una loro migliore ripartizione⁽⁴⁾.

È emerso, infatti, come le difficoltà che in un primo momento sembravano specifiche della banca d'affari Bear Stearns erano di fatto comuni a Lehman Brothers e ad altre grandi banche d'affari americane. Tutte presentavano una leva finanziaria molto elevata (mediamente superiore a quella delle banche commerciali⁽⁵⁾, probabilmente anche in virtù di una disciplina sui requisiti di capitale più permissiva⁽⁶⁾) e una forte esposizione al mercato dei prodotti strutturati.

La percezione dell'incapacità del mercato – e delle stesse agenzie di rating – di valutare correttamente i prodotti di finanza strutturata alla luce del mutato contesto macroeconomico ha determinato un crollo delle quotazioni e una riduzione della liquidità sui mercati secondari di tali strumenti.

L'inadeguatezza dell'informativa contabile nel rappresentare l'esposizione diretta e indiretta dei singoli intermediari al mercato dei prodotti di finanza strutturata e dei derivati sul rischio di credito – esposizione che si realizzava spesso attraverso veicoli non consolidati in bilancio – ha poi determinato un aumento generalizzato della percezione del rischio di controparte con conseguenti tensioni sui mercati interbancari e difficoltà nel rifinanziamento della raccolta bancaria.

I tentativi di riequilibrio della struttura finanziaria da parte delle banche per fare fronte ai problemi di liquidità hanno creato ulteriori incertezze sui mercati. Gli sforzi volti a raccogliere nuovo capitale di rischio sono risultati complessi e hanno amplificato la situazione di incertezza informativa, poiché sono emersi timori dei potenziali nuovi azionisti di dovere sopportare ulteriori perdite non ancora emerse. I tentativi di liquidare i titoli strutturati hanno invece acuito le tensioni sul mercato secondario di tali strumenti, avviando un processo a spirale che ha amplificato la crisi⁽⁷⁾.

L'applicazione della valutazione al *fair value* dei titoli strutturati in assenza di mercati secondari attivi (e con prezzi che riflettono un elevato premio per il rischio di liquidità e di "valutazione" dei prodotti) ha determinato forti svalutazioni dell'attivo e la conseguente erosione del patrimonio di vigilanza, rendendo sempre più urgenti operazioni di ricapitalizzazione delle banche. Si sono quindi generalizzati i timori sulla solidità degli intermediari bancari con le conseguenti fortissime correzioni al ribasso dei relativi corsi azionari.

Il canale di trasmissione degli effetti della crisi finanziaria verso l'economia reale è connesso alla possibilità che la fragilità degli assetti patrimoniali del sistema bancario comporti una stretta creditizia che incida negativamente sulle prospettive di crescita e di redditività delle imprese non finanziarie, riducendo le possibilità di investimento e innescando un circolo vizioso con effetti ulteriormente negativi sulla crescita e sull'occupazione.

Le turbolenze finanziarie hanno inoltre determinato un forte aumento dell'avversione al rischio e il risparmio delle famiglie è confluito prevalentemente verso strumenti molto

liquidi, quali i titoli di Stato, e con scadenze brevi. Le conseguenti difficoltà di rifinanziamento della raccolta a medio e lungo termine del sistema bancario potrebbero ulteriormente vincolare l'espansione del credito al settore produttivo.

Emergono, infatti, ulteriori segnali di irrigidimento degli standard di concessione dei prestiti sia negli Usa che in Europa e, allo stesso tempo, per le imprese risulta difficile l'accesso diretto al mercato dei capitali per la raccolta azionaria e per quella obbligazionaria.

L'elevata volatilità dei corsi azionari, le diffuse previsioni non favorevoli sul tasso di crescita degli utili societari da parte degli analisti (pari a zero per Europa e Usa e negative per l'Italia) e i valori storicamente molto bassi dei moltiplicatori "prezzo/utigli" e "capitalizzazione/patrimonio netto" (quest'ultimo ormai inferiore all'unità per molte imprese quotate domestiche) rendono difficili operazioni di aumento di capitale e determinano un sostanziale azzeramento del flusso di nuove quotazioni.

Sul fronte del mercato obbligazionario, pesa negativamente il forte peggioramento della qualità del credito per gli emittenti nelle fasce più elevate di rischio. Gli *spread* sui *corporate bond* indicano che il costo della raccolta obbligazionaria (soprattutto per emittenti con rating al di sotto della soglia dell'*investment grade*) è molto elevato.

Si rafforzano i segnali di una stretta creditizia che potrebbe inasprire la crisi, mentre almeno in un'ottica di breve periodo si ritiene che le condizioni del mercato dei capitali difficilmente potranno consentire alle imprese di reperire le risorse finanziarie necessarie per bilanciare la riduzione nell'offerta di credito da parte del sistema bancario.

2. Le esigenze di riforma degli assetti di vigilanza

Fino al *default* Lehman la crisi appariva circoscritta al settore finanziario e i fondamentali dell'economia rimanevano ancora solidi. Tuttavia, già in quella fase si era sviluppato un intenso dibattito sulle modalità di gestione e prevenzione di crisi globali, che però non aveva toccato, se non in maniera piuttosto timida, il tema degli assetti istituzionali e dell'architettura dei sistemi di vigilanza, puntando maggiormente su una revisione dell'assetto regolamentare e delle prassi di controllo.

L'impiego distorto del modello *originate-to-distribute* (Otd), le difficoltà nella valutazione dei prodotti strutturati, le responsabilità delle agenzie di rating e le incertezze sulla distribuzione dei rischi derivanti da veicoli fuori bilancio sono stati i principali nodi al centro del dibattito regolamentare, poiché a essi si è imputata la creazione di asimmetrie informative che hanno agito da detonatore delle turbolenze iniziali, innescando una crisi di fiducia e una contrazione della liquidità nel sistema finanziario.

Il rapporto pubblicato dal *Financial Stability Forum* (Fsf) nell'aprile 2008 contiene una serie di raccomandazioni, in genere per principi, mirate a favorire, oltre che il

potenziamento della vigilanza prudenziale, il miglioramento della trasparenza e delle modalità di valutazione dei prodotti strutturati e il cambiamento del ruolo delle agenzie di rating, assegnando a regolatori, operatori di mercato e agli organismi che definiscono standard regolamentari (cosiddetti *standard setter*) il compito di definire adeguate misure correttive. Sotto il profilo istituzionale, il Fsf raccomanda alle Autorità di vigilanza e alle banche centrali il rafforzamento della cooperazione nella gestione delle crisi di operatori attivi a livello internazionale, auspicando un più intenso ricorso ai collegi dei supervisori (*colleges of supervisors*), introdotti al momento nell'ambito UE in attuazione di accordi fra singole Autorità di vigilanza, in modo da istituire collegi delle più importanti Autorità di controllo per ciascuno dei maggiori intermediari finanziari globali⁽⁸⁾.

Il tema del coordinamento fra le Autorità di vigilanza era da tempo all'attenzione dei Governi e delle Istituzioni internazionali. Già nel 2005 i Ministri delle Finanze dell'Unione Europea e i responsabili delle Banche Centrali avevano stipulato un accordo quadro per la cooperazione in occasione di crisi finanziarie transnazionali. Tale accordo era stato sottoposto ad aggiornamento, e approvato nel marzo 2008, sia con riferimento alla definizione di linee guida per la gestione delle crisi con impatto sistemico, sia ai fini del coinvolgimento delle Autorità responsabili per la vigilanza sui mercati di valori mobiliari e sulle assicurazioni⁽⁹⁾.

Il problema degli assetti della vigilanza su scala europea era stato peraltro affrontato nel corso del 2007 dall'*Interinstitutional Monitoring Group*, costituito dalla Commissione Europea, che aveva completato la revisione del funzionamento del sistema Lamfalussy, formulando raccomandazioni per migliorarne l'efficienza. La materia era stata trattata anche dal Consiglio Ecofin nella riunione del 7 dicembre 2007, che allora non aveva ritenuto opportuno procedere a una revisione radicale del sistema della vigilanza sui mercati finanziari europei, valutando sufficiente un limitato rafforzamento dei meccanismi per la convergenza e la cooperazione degli attuali Comitati di terzo livello (ossia Cesr, Ceps e Ceios⁽¹⁰⁾). Le raccomandazioni riguardavano: l'introduzione di meccanismi decisionali a maggioranza qualificata (per il Cesr in vigore a partire dalla fine di settembre 2008); l'introduzione di un meccanismo di giustificazione pubblica (*comply or explain*) per i paesi che avessero deciso di non adottare i provvedimenti dei Comitati, pur se privi di valore legale negli Stati membri; l'attribuzione di una base legale ai collegi dei supervisori.

Dopo il *default* Lehman la crisi ha assunto connotati sistemici evidenti: la debolezza dell'infrastruttura istituzionale alla base degli assetti di vigilanza, in un contesto di mercati sempre più integrati, è emersa con chiarezza e il dibattito sul tema dall'adeguatezza delle regole si è allargato al tema dell'efficienza degli assetti istituzionali.

Il fallimento Lehman ha evidenziato con chiarezza la necessità di forme di coordinamento tempestive e strutturate fra le Autorità di vigilanza. Se il coordinamento fra le banche centrali nella gestione dei profili legati alla crisi di liquidità sui mercati interbancari è apparso tempestivo, non altrettanto può dirsi per ciò che riguarda il

coordinamento e lo scambio di informazioni fra Autorità in materia di vigilanza micro-prudenziale e di trasparenza informativa, in particolare relativamente ai grandi gruppi finanziari operativi su scala internazionale.

La collaborazione spontanea tra Autorità di diversi paesi, seppure basata su accordi di cooperazione particolarmente dettagliati non ha dimostrato di essere in grado di potere attivare un'efficace gestione sovranazionale delle crisi. In ambito europeo, hanno costituito un ostacolo in tal senso le divergenze nelle modalità di recepimento e di interpretazione della normativa comunitaria e le diversità nelle prassi di vigilanza e nei regimi sanzionatori.

Gli eventi del 2008 hanno dunque messo in evidenza la necessità di una riflessione approfondita su possibili linee di riforma degli assetti di vigilanza e la Commissione Europea ha pertanto istituito un gruppo di alto livello, presieduto da Jacques de Larosière, incaricato di formulare proposte sul tema.

Le proposte del gruppo de Larosière, pubblicate il 25 febbraio 2009⁽¹¹⁾, delineano una soluzione fondata su un percorso evolutivo degli assetti istituzionali, basato sulla trasformazione degli attuali Comitati di livello 3 in Autorità europee, che prevede come punto di arrivo un modello in cui le responsabilità di vigilanza sono ripartite sulla base delle finalità dei controlli, con la creazione di un'Autorità responsabile per i profili di micro-stabilità e di vigilanza prudenziale (competente sia per il settore bancario che per quello assicurativo) e di una Autorità competente per la trasparenza, le regole di condotta e i mercati mobiliari.

La *ratio* di tale proposta è quella di assicurare un'adeguata vigilanza sui gruppi conglomerati attivi sia nel settore bancario che assicurativo e su altri soggetti che possono porre rischi di stabilità (*hedge fund*, sistemi di *post-trading*, etc.) e di garantire un approccio di vigilanza armonizzato fra i diversi comparti del sistema finanziario.

In merito alla definizione delle responsabilità istituzionali per la vigilanza di macro-stabilità e sui rischi sistemici, il gruppo de Larosière propone la creazione di un Comitato presieduto dal Governatore della Banca Centrale Europea e composto dai presidenti delle Autorità e dai Governatori delle Banche Centrali nazionali.

Complessivamente, la proposta del gruppo de Larosière, almeno per ciò che riguarda gli assetti della vigilanza sui profili di micro-stabilità e di trasparenza e correttezza, delinea un percorso evolutivo "modulare", da attuare per gradi, e suscettibile di portare in tempi ragionevolmente brevi (compatibilmente, naturalmente, con i tempi delle modifiche legislative necessarie a livello comunitario) a un rafforzamento del livello di coordinamento della vigilanza su scala europea e a una più forte armonizzazione delle modalità applicative della disciplina comunitaria e delle prassi di vigilanza.

Dalle discussioni a livello internazionale sulle proposte del gruppo de Larosière, incluse quelle avviate nell'ambito della Post-Ecofin *Task Force*, è emersa una forte

convergenza verso l'adozione di regole comuni, certe e dettagliate, applicate uniformemente da tutte le Autorità, da sottoporre a verifica da parte dei Comitati di Terzo livello; a sua volta la vigilanza, con un forte coordinamento centrale, dovrebbe continuare a essere esercitata dalle Autorità nazionali.

Peraltro per talune attività, quali quelle esercitate dalle agenzie di rating, si è valutata l'opportunità di introdurre un modello di vigilanza centralizzato, secondo un approccio che presupporrebbe, tuttavia, una modifica alla proposta di Regolamento presentata dalla Commissione Europea il 12 novembre 2008 e in discussione al Consiglio, modifica che rimane basata sul modello della vigilanza del paese di origine, prefigurando però per il Cesr un ruolo accresciuto. Infatti, il Regolamento introduce, oltre a principi ai quali le agenzie di rating dovranno attenersi nello svolgimento della propria attività, un coordinamento all'atto dell'autorizzazione prevedendo che le richieste di autorizzazione per lo stabilimento in Europa debbano essere sottoposte tramite il Cesr, che fornirà il proprio parere non vincolante, alle Autorità nazionali competenti. In tal caso il Cesr sarà chiamato a emanare linee-guida in materia di procedure di autorizzazione, vigilanza, *enforcement* e informazione al pubblico.

Al vertice dei Capi di Stato e di Governo del G20 tenutosi a Washington il 15 novembre 2008 erano state ulteriormente identificate alcune priorità per la riforma degli assetti regolamentari e di vigilanza; un quadro più definito con proposte più concrete e dettagliate potrebbe emergere dall'incontro previsto per il prossimo 2 aprile.

3. I provvedimenti per fronteggiare la crisi in materia di mercati finanziari

La gravità della crisi ha imposto a Governi e istituzioni internazionali l'adozione di misure urgenti, alcune di natura temporanea, per mitigare gli effetti della crisi stessa sul sistema finanziario e sull'economia reale.

Per ciò che riguarda in particolare gli interventi relativi ai mercati e al sistema finanziario, in ambito europeo si sono registrate iniziative volte a ricercare un approccio comune nell'individuare e implementare misure di intervento, pur in un'ottica che ha mostrato la tendenza a privilegiare innanzitutto interessi e soluzioni nazionali.

Il 12 ottobre 2008 i paesi dell'Eurogruppo hanno individuato nell'adozione di forme di garanzia pubblica delle passività bancarie e nella possibilità di interventi pubblici nel capitale delle banche in difficoltà gli strumenti più immediati ed efficaci per ridare liquidità al mercato interbancario e favorire il ritorno a condizioni di equilibrio nell'attività di intermediazione creditizia. È stata, inoltre, sollecitata l'introduzione di una maggiore flessibilità nell'utilizzo delle regole sulla contabilizzazione degli strumenti finanziari.

Inoltre, nei giorni immediatamente successivi al fallimento Lehman i principali paesi europei hanno adottato provvedimenti volti a proibire o a limitare le vendite allo scoperto sui titoli azionari di emittenti finanziari.

Tempestivo strumento di coordinamento si è dimostrato il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria⁽¹²⁾, presieduto dal Ministro dell'Economia e composto dal Governatore della Banca d'Italia e dai Presidenti di Consob e Isvap, più volte riunitosi durante la crisi.

Ciascuna Autorità, nell'ambito delle proprie competenze, apporta tempestivi contributi di conoscenza e valutazione. Il confronto aperto tra le Istituzioni sull'evoluzione degli eventi e sulle misure per fronteggiare le crisi consente di valorizzare gli interessi generali che ciascuna Autorità persegue (stabilità e trasparenza) e ai quali l'ordinamento riconosce pari dignità ai fini della tutela del risparmio. La connessione tra le diverse forme di impiego del risparmio richiede una forte protezione sia dei depositanti sia degli investitori in strumenti finanziari.

Nel 2008 la Consob ha anche partecipato alle riunioni del Comitato di Sicurezza Finanziaria⁽¹³⁾, presieduto dal Direttore Generale del Tesoro, avente specifici compiti di prevenzione, contrasto e repressione del finanziamento del terrorismo e dell'attività dei paesi che minacciano la pace e la sicurezza internazionale nonché dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio.

Garanzie pubbliche sulle passività bancarie e ricapitalizzazione delle banche

L'introduzione di garanzie pubbliche sulle passività bancarie e l'ingresso dello Stato nel capitale delle banche possono avere importanti riflessi in tema di trasparenza e corretta informativa agli azionisti.

La possibilità che lo Stato garantisca le emissioni di obbligazioni bancarie richiede una piena trasparenza verso il mercato sull'intenzione delle banche di usufruire della garanzia e sulle commissioni pagate per ottenerla. Né può determinare tensione fra istanze di trasparenza e di stabilità, poiché l'intenzione di usufruire della garanzia pubblica non può essere interpretata come un segnale di gravi difficoltà e rappresentare quindi un disincentivo all'utilizzo di tale possibilità, ma deve essere uno strumento di impegno per sostenere il credito alle imprese.

Allo stesso modo, la possibilità che lo Stato sottoscriva azioni o altri strumenti ibridi di capitale al fine di rafforzare il patrimonio di vigilanza richiede una piena informativa al mercato per dare trasparenza all'impatto dell'operazione sui principali *ratios* patrimoniali. Profili di trasparenza simili si pongono in relazione ad approcci differenti di intervento, basati ad esempio sul riacquisto di (o garanzie su) titoli illiquidi detenuti dalle banche da parte di soggetti o fondi a capitale pubblico.

I due approcci – ricapitalizzazione o riacquisto di titoli illiquidi – si pongono come alternativi nella misura in cui le difficoltà che le banche incontrano nel raccogliere risorse da soggetti privati sul mercato dei capitali dipendono dal persistere di incertezze da parte

dei potenziali nuovi investitori sull'emersione di nuove perdite e dalla percezione di una insufficiente trasparenza nella valorizzazione in bilancio di *asset* e titoli illiquidi.

Si pone poi un profilo di compatibilità di questi interventi con la disciplina comunitaria sugli aiuti di Stato e la necessità dell'attivazione di misure di coordinamento a livello comunitario che assicurino un *level playing field*, evitando che le banche di alcuni Stati membri possano essere avvantaggiate rispetto a quelle residenti in altri Stati⁽¹⁴⁾.

Modifiche dei principi contabili internazionali

L'applicazione della valutazione al *fair value* di strumenti finanziari senza mercati secondari attivi⁽¹⁵⁾ (e con prezzi che riflettono un elevato premio per il rischio di liquidità e di "valutazione" dei prodotti) ha determinato forti svalutazioni dell'attivo degli intermediari più esposti al mercato dei prodotti strutturati causando una riduzione del patrimonio di vigilanza. Questa dinamica ha amplificato i timori di ripercussioni sistemiche della crisi e ha reso urgenti operazioni di rafforzamento patrimoniale per il sistema bancario proprio in una fase caratterizzata dalla scarsa propensione degli investitori privati a sottoscrivere aumenti di capitale.

In questo scenario, la Sec e il *Financial Accounting Standard Board* (Fasb), l'organo indipendente preposto all'emanazione dei principi contabili negli Usa, hanno fornito specifiche linee guida per la corretta applicazione del principio del *fair value* in presenza di turbolenze di mercato che determinano forte volatilità e scarsa liquidità dei mercati, chiarendo le modalità di utilizzo dei modelli interni di valutazione in luogo dei prezzi di mercato. Il 7 ottobre il Consiglio Ecofin ha sottolineato la necessità di evitare disparità di trattamento degli emittenti europei rispetto a quelli americani, sollecitando al riguardo un rapido intervento da parte della Commissione Europea.

Per questi motivi, prendendo atto degli orientamenti espressi dall'Eurogruppo e dall'Ecofin, l'*International Accounting Standard Board* (Iasb), organo indipendente preposto all'emanazione degli standard contabili in ambito europeo, il 13 ottobre 2008 ha approvato una modifica allo Ias 39 con la quale, al ricorrere di determinate circostanze, si consente alle società di riclassificare gli strumenti finanziari detenuti per la negoziazione (a esclusione dei derivati) fra quelli detenuti fino a scadenza, permettendone quindi la valutazione al costo storico piuttosto che al *fair value*. La Commissione Europea, il 15 ottobre 2008 (quindi dopo soli 2 giorni), ha recepito la modifica nell'ordinamento europeo⁽¹⁶⁾.

Il problema sul quale si è ritenuto di intervenire nasce dal fatto che il calcolo del patrimonio di vigilanza per gli emittenti bancari quotati è agganciato alle risultanze contabili così come derivanti dall'applicazione dei principi contabili Ias/Ifrs e ciò dà luogo a un potenziale contrasto fra norme di stabilità (fondate sulla disciplina del calcolo dei requisiti patrimoniali) e di trasparenza (alla base dei principi contabili internazionali).

L'obiettivo della disciplina contabile è quello di fornire agli operatori tutte le informazioni sulla situazione patrimoniale ed economica degli emittenti quotati necessarie per assumere consapevoli decisioni di investimento e, in quest'ottica, il principio del *fair value* rappresenta un elemento cardine del sistema. La logica alla base della disciplina sul calcolo dei requisiti patrimoniali riflette, invece, l'obiettivo di assicurare che il patrimonio delle banche rifletta correttamente la rischiosità dell'attivo, rischiosità che tuttavia è valutata sulla base di logiche e modelli diversi dalla mera registrazione di un effetto di volatilità del mercato indotto dall'applicazione del principio del *fair value*.

Si tratta, in realtà, di una questione di più ampia portata, che riguarda il tema della cosiddetta prociclicità delle regole di Basilea II sui requisiti patrimoniali, nel senso che tali regole contribuirebbero ad amplificare le fluttuazioni del ciclo economico. I requisiti patrimoniali dipendono, infatti, dalle insolvenze e dal merito di credito dei debitori, fattori che tendono a peggiorare durante una recessione determinando un aumento del fabbisogno di patrimonio di vigilanza, che, a sua volta, può generare una restrizione del credito capace di accentuare gli impulsi recessivi. Il calcolo del patrimonio di vigilanza sulla base della regola contabile del *fair value* è senza dubbio un elemento che accentua la prociclicità delle regole di Basilea II, ma gli interventi di modifica dello Ias39 non sono naturalmente, da soli, risolutivi del problema e, allo stesso tempo, hanno un elevato costo in termini di trasparenza e riduzione del contenuto informativo dei bilanci.

Il dialogo internazionale tra organismi che emanano regole di trasparenza e Autorità di vigilanza prudenziale è quindi indispensabile per valutare possibili soluzioni comuni sul tema e per giungere a posizioni concordate che possano salvaguardare la funzione di trasparenza svolta dai principi contabili internazionali.

Divieto di vendite allo scoperto

L'obiettivo dei provvedimenti volti a limitare o a vietare le vendite allo scoperto di titoli azionari è quello di mitigare brusche correzioni dei corsi e garantire un corretto e ordinato processo di formazione dei prezzi, riducendo le possibilità di abusi di mercato. Tali provvedimenti hanno, inoltre, valore segnaletico che può contribuire, in un contesto di forti turbolenze e almeno nel breve termine, a ripristinare un clima di maggiore fiducia sui mercati.

In situazioni di particolare tensione, le vendite allo scoperto possono esasperare *trend* ribassisti, disorientare gli operatori, determinare disordine negli scambi ed eccessi di reazione. Esse, inoltre, possono amplificare i rischi per l'integrità del mercato poiché con l'intensificarsi di tale tipologia di operatività aumenta la probabilità di *fail* nel processo di regolamento degli scambi.

I provvedimenti adottati dopo il *default* Lehman hanno contribuito a contrastare pressioni ribassiste; è d'uopo però considerare che tali misure non possono produrre

risultati risolutivi e possono essere adottate per periodi di tempo limitati; vi sono infatti evidenze che il divieto di vendite allo scoperto può determinare riduzione della liquidità e dell'efficienza informativa del mercato⁽¹⁷⁾.

L'esperienza maturata dimostra che, al fine di rendere pienamente efficaci i provvedimenti di divieto di vendite allo scoperto e di eliminare opportunità di arbitraggi regolamentari che portano alla concentrazione di pressioni speculative sulle piazze finanziarie che adottano un approccio più liberista, è necessario il massimo coordinamento sul piano internazionale e un approccio omogeneo da parte di tutti i paesi.

I provvedimenti adottati dai paesi Europei, nonostante i tentativi di coordinamento in sede Cesr, non sono stati, invece, uniformi, sia per tempistica che per contenuti e portata. Alcuni paesi hanno vietato solo le cosiddette *naked short sales*, cioè le vendite allo scoperto non assistite da operazioni di copertura tramite prestito titoli, mentre altri hanno vietato anche le cosiddette *covered short sales*, ossia le vendite allo scoperto assistite da operazioni di copertura tramite prestito titoli, nonché l'assunzione di qualsiasi tipo di posizione ribassista, realizzabile anche attraverso strumenti derivati; alcuni paesi hanno ristretto la portata del divieto alle operazioni realizzate sui mercati regolamentati, mentre in altri paesi il divieto è stato esteso anche alle operazioni realizzate su sistemi multilaterali di negoziazione e sui mercati Otc; alcuni paesi hanno poi ristretto il divieto a un sottoinsieme di titoli del listino, tipicamente i titoli di emittenti finanziari più colpiti dalla crisi, mentre altri hanno esteso il divieto a tutti i titoli negoziati su mercati regolamentati.

Il mancato coordinamento e la disomogeneità di approccio possono produrre effetti distorsivi nella competizione fra mercati e intermediari. Operazioni di vendita allo scoperto su titoli quotati vietate su un mercato regolamentato di un paese non ne intaccano la liceità su piattaforme di scambio alternative (ad esempio, su un sistema multilaterale di negoziazione – cosiddetto Mtf) o su mercati regolamentati di altri paesi. Di conseguenza, gli operatori possono avere incentivi a spostare la propria operatività dai mercati regolamentati dove vige il divieto di vendere allo scoperto verso mercati o piattaforme alternative di *trading* sui quali è possibile negoziare i medesimi titoli anche allo scoperto. Infatti, per tali motivazioni, è emersa una tendenza a utilizzare come *broker* intermediari finanziari non sottoposti alla vigilanza diretta dell'Autorità che ha disposto il divieto, prediligendo intermediari residenti in altri paesi per i quali l'attività di *enforcement* è meno efficace.

L'esperienza di vigilanza ha messo in evidenza come l'*enforcement* dei provvedimenti risulti particolarmente complessa nei confronti di intermediari esteri – che generano oltre la metà degli scambi sul nostro mercato azionario – e postula una attiva e tempestiva cooperazione da parte delle Autorità di Vigilanza degli altri paesi; cooperazione che la Consob ha prontamente attivato.

4. Le implicazioni della crisi per le Autorità di vigilanza

La crisi finanziaria ha sollecitato una profonda riflessione sull'approccio complessivo all'attività di vigilanza e di produzione normativa.

Nel dibattito che si sta sviluppando attorno alla crisi gli interrogativi sul fallimento del mercato si intrecciano con quelli sulle carenze regolamentari e sulla scarsa efficacia della prassi di vigilanza. In particolare, con riferimento alle difficoltà incontrate nel perseguire gli obiettivi di stabilità, trasparenza e correttezza, le Autorità si interrogano sull'efficacia dei loro interventi e sull'adeguatezza degli strumenti di vigilanza. Sono in discussione la capacità di intercettare per tempo le anomalie, la flessibilità operativa, la necessità di riflettere sull'efficacia dell'approccio *risk-based* di pianificazione della vigilanza, l'adeguatezza delle risorse umane e tecnologiche impiegate per presidiare i processi innovativi. È diffusa la consapevolezza che il rafforzamento della cooperazione internazionale non possa prescindere da un rapido allineamento delle prassi operative.

In Europa tali riflessioni sono sempre più presenti nel processo di formazione dei nuovi assetti normativi e regolamentari, alla ricerca del giusto equilibrio tra "principi" e "norme", e di efficaci meccanismi di *enforcement*.

Come in precedenza illustrato, vi è stata un'accelerazione nel dibattito su alcuni temi da tempo nell'agenda delle istituzioni e degli organismi internazionali chiamati a rivedere l'assetto delle regole e a dettare standard e principi di fondo che dovranno essere applicati dai singoli paesi, in particolare in materia di agenzie di rating, di fondi speculativi, di principi contabili internazionali, di vendite allo scoperto e di risparmio gestito.

Intenso è anche il confronto sulla revisione dei meccanismi di quantificazione dei rischi assunti dagli intermediari e di determinazione dei requisiti patrimoniali. Su questo tema si innesta anche il dibattito su questioni correlate che si collocano in aree di intersezione fra le competenze dei regolatori di stabilità e quelle più tipiche delle Autorità preposte ai controlli di trasparenza e correttezza, quali la struttura e la necessità di interventi sugli assetti di *governance* degli intermediari, i meccanismi di controllo interno e le procedure per il monitoraggio e il presidio dei rischi, la necessità di responsabilizzazione degli organi di governo societario rispetto alle funzioni di *risk management* e la rilevanza dei meccanismi di remunerazione degli amministratori e dei dirigenti di più alto livello rispetto alla propensione ad assumere e gestire i rischi finanziari.

Le riflessioni sulla riforma degli assetti di vigilanza, illustrate nel paragrafo precedente, sono scaturite in larga misura da preoccupazioni legate a una efficace applicazione della disciplina delle regole di micro-stabilità e di gestione delle crisi bancarie, che sono state amplificate dai rilevanti problemi di trasparenza informativa.

La crisi ha messo in evidenza come, indipendentemente dall'assetto delle regole, comportamenti percepiti come razionali a livello *micro* (cioè a livello di singolo soggetto

economico, sia esso intermediario o investitore) possono essere fortemente destabilizzanti a livello sistemico.

È emersa quindi con forza la necessità di un approccio di vigilanza strutturato non solo per i profili di “micro-stabilità” – in relazione al rischio che un soggetto attui strategie di comportamento che ne possano compromettere la solvibilità e la liquidità – ma anche per i profili di macro-stabilità e di presidio del rischio che uno *shock* di natura sistemica possa riverberarsi su una vasta platea di soggetti innescando condotte imitative che ne possono amplificare gli effetti.

Nell’ambito delle riflessioni e del confronto su questi temi si pone la necessità di ridefinire ruoli e modalità di interazione fra le Autorità di vigilanza dei diversi comparti del sistema finanziario sia in senso “orizzontale”, in relazione ai rapporti fra Autorità con diverse competenze, sia in senso “verticale”, in relazione ai rapporti fra organismi o Autorità internazionali e Autorità nazionali.

In relazione al primo aspetto, la ripartizione di responsabilità “per finalità” dei controlli rappresenta un modello che può consentire di gestire in maniera efficace il *trade off* fra trasparenza e stabilità che si amplifica nelle fasi di turbolenza ma necessita di efficaci e tempestive forme di cooperazione e di scambio di informazioni fra Autorità.

In relazione al secondo aspetto, il bilanciamento fra “centro” e “periferia” nell’allocazione delle responsabilità di vigilanza non può comunque prescindere dalla necessità di un deciso rafforzamento dei meccanismi di scambio di informazioni e da una cooperazione rafforzata fra Autorità nazionali, che non può prescindere da una più ampia armonizzazione delle prassi di vigilanza e delle modalità applicative e interpretative delle norme.

Il carattere globale della crisi ha evidenziato come, in un mercato dei capitali sempre più integrato e dove i portafogli delle famiglie e degli investitori istituzionali hanno ormai una diversificazione internazionale elevata, è molto complesso fronteggiare, a livello di singolo paese, gli effetti derivanti da scelte e approcci di vigilanza di istituzioni e Autorità di altri paesi.

In ambito europeo, questi aspetti derivano, in certa misura, dal fatto che la tendenza della disciplina comunitaria a incentrare le responsabilità di vigilanza quasi interamente sull’Autorità del paese di origine, al fine di perseguire il legittimo obiettivo di favorire l’operatività transfrontaliera e incentivare l’integrazione fra mercati, si combina con la polarizzazione degli operatori attivi su base *cross-border* su un numero molto limitato di centri finanziari (il Regno Unito per i prestatori di servizi di investimento e Irlanda e Lussemburgo per la gestione collettiva del risparmio e la raccolta di capitale di debito e di prodotti strutturati). Si può creare dunque uno squilibrio nell’allocazione delle responsabilità di vigilanza e dei poteri di *enforcement* che non necessariamente garantisce la protezione degli investitori al dettaglio.

In questo scenario di intenso confronto nelle sedi internazionali, la Consob ha dato un contributo attivo in tutti i gruppi che si stanno occupando dei temi citati, offrendo un apporto di idee e di riflessioni che scaturiscono dalle esperienze di vigilanza maturate in ambito domestico.

Di particolare rilievo sono gli impegni collegati alla co-presidenza della *Task force* Iosco sugli *hedge fund*, che ha già prodotto un primo documento sul tema, e alla presidenza del gruppo Cesr di esperti sul risparmio gestito, nell'ambito del quale la Consob ha contribuito ai lavori della direttiva Ucits IV attraverso la predisposizione del parere sull'introduzione del passaporto europeo per le società di gestione del risparmio. Il gruppo sul risparmio gestito continuerà ad avere un ruolo significativo nell'assistere la Commissione Europea nella preparazione delle norme di livello 2 che dovranno accompagnarne la definitiva implementazione della direttiva. Gli approfondimenti finalizzati a un corretto funzionamento del passaporto toccano i requisiti organizzativi, il *risk management*, le regole di condotta e i conflitti di interesse delle società di gestione del risparmio.

La crisi sollecita inoltre approfondimenti sui depositari e la predisposizione di un documento sintetico che sostituirà il prospetto semplificato, per facilitare la comprensione da parte degli investitori finali dei *trade off* rischio-rendimento, nonché per assicurare un adeguato livello di cooperazione tra Autorità competenti.

In ambito domestico la crisi ha sollecitato la Consob a intraprendere una serie di azioni sul piano della regolamentazione e della vigilanza.

Le risposte operative più direttamente collegate o condizionate dalla crisi fanno riferimento innanzitutto a criticità evidenziate sul versante della correttezza e della trasparenza degli operatori attivi nel settore dei servizi di investimento nei confronti degli investitori *retail*. In questo ambito, è proseguita l'attività di "livellamento del terreno di gioco" sul fronte dei prodotti caratterizzati da profili rischio/rendimento comparabili, originati da intermediari differenti e inseriti nei portafogli della clientela. Questa attività ha portato alla definizione delle caratteristiche del prospetto dei prodotti assicurativi caratterizzati da un'alta connotazione finanziaria, chiedendo alle imprese assicurative di fornire ai sottoscrittori delle polizze elementi che consentano loro di valutare la probabilità di conseguire rendimenti superiori al tasso cosiddetto *risk-free*. È stata inoltre condotta un'attività di confronto con gli operatori attivi nel settore dei servizi di investimento al fine di definire le modalità più appropriate per un allineamento delle rispettive prassi alla normativa Mifid; tale attività, come anticipato, si è recentemente conclusa con la stesura di specifiche raccomandazioni finalizzate a rendere più trasparenti le caratteristiche finanziarie dei prodotti caratterizzati da un elevato grado di complessità e illiquidità, e le componenti di costo a esse associate.

Un altro intervento di rilievo riguarda la prossima emanazione delle norme di attuazione della disciplina codicistica in materia di operazioni con parti correlate, tema che

ha rappresentato storicamente una delle maggiori criticità connesse alla *governance* delle imprese e alla possibilità di realizzare efficaci forme di protezione degli azionisti di minoranza, alla luce delle caratteristiche strutturali degli assetti proprietari delle società quotate (diffusa presenza di azionisti di controllo e di meccanismi di separazione fra diritti di voto e diritti patrimoniali).

La crisi impone comunque una riflessione più approfondita sull'intero apparato regolamentare, divenuto particolarmente complesso, anche a valle dell'intensa attività di recepimento delle direttive europee. La stessa legge sul risparmio prevede peraltro un processo periodico di revisione della regolamentazione.

Tali interventi saranno più diffusamente analizzati nel successivo Capitolo III "L'attività regolamentare". Nel successivo Capitolo II "L'attività di vigilanza" verranno più dettagliatamente illustrati gli interventi operativi di vigilanza condotti in ambito domestico.

La Consob è stata impegnata in una serie di interventi che hanno avuto, almeno in una prima fase, la finalità di acquisire tutti gli elementi conoscitivi necessari per valutare i potenziali effetti della crisi a livello aggregato e di singolo soggetto vigilato e, successivamente, quella di mitigarne gli effetti e di garantire trasparenza dell'informativa societaria, condizioni di ordinato svolgimento delle transazioni sui mercati e puntuale applicazione delle regole di condotta nella prestazione di servizi di investimento.

Con riferimento più specifico all'azione di vigilanza sugli emittenti, le problematiche evidenziate dalla crisi hanno portato a orientare l'attività sulla verifica degli assetti organizzativi, della efficacia dei sistemi di controllo interno, della funzione di *compliance* e delle rispettive collocazioni all'interno dei sistemi di governo societario.

In presenza di mercati caratterizzati da turbolenze generalizzate – su cui hanno influito debolezze strutturali di alcuni operatori, crisi di fiducia indotte dalla difficoltà di capire la vera portata e le vere implicazioni della crisi e i timori di attacchi speculativi – l'attività di monitoraggio delle dinamiche dei mercati ha rappresentato un punto di riferimento obbligato per valutare la rilevanza delle singole componenti sul mercato nazionale e per poter mettere in campo interventi mirati. Sotto questo specifico profilo l'attività dell'Istituto si è in gran parte svolta all'interno di un quadro coordinato a livello internazionale, per garantire uniformità e coerenza complessiva agli interventi, pur nel rispetto delle specificità nazionali. A ciò sono riconducibili le azioni intraprese sulle vendite allo scoperto e le riflessioni sull'opportunità di pervenire a un regime di *disclosure* delle posizioni ribassiste secondo un orientamento che si va consolidando anche in sede internazionale, riflessioni che hanno portato a prevedere consultazioni con l'industria per verificare i potenziali costi e benefici di un'iniziativa in tale senso.

Il Capitolo finale “Le aree di rischio e le linee strategiche per il 2009” delinea quelle che, alla luce delle esperienze maturate nel corso delle crisi, saranno le strategie e gli approcci di vigilanza nei diversi settori istituzionali per i prossimi mesi.

I temi di maggiore rilievo riguardano i controlli sull’informativa societaria e sulla *disclosure* di alcuni elementi critici dell’informativa contabile – continuità aziendale, verifiche sulle perdite di valore di specifici *asset* e rappresentazione dei rischi finanziari – anche in occasione di tensioni o crisi finanziarie degli emittenti.

In materia di intermediari e di servizi di investimento la strategia di vigilanza è volta a verificare la necessaria coerenza delle politiche commerciali adottate dagli operatori rispetto alle caratteristiche e ai bisogni della propria clientela, attraverso forme di interazione e dialogo con i soggetti vigilati che garantiscano allo stesso tempo una puntuale applicazione della nuova disciplina dettata dalla MiFID e incisive forme di *enforcement* soprattutto nei confronti dei soggetti più rilevanti nell’intermediazione dei flussi del risparmio delle famiglie.

Rimane prioritario individuare meccanismi per rilanciare l’industria del risparmio gestito, poiché l’elevata diffusione del risparmio amministrato continua a rappresentare un elemento di strutturale debolezza del nostro sistema rispetto a quello di altri paesi con mercati dei capitali più sviluppati e amplifica l’esposizione a *shock* sistemici collegati a *default* e crisi finanziarie. Per ciò che riguarda, infine, i controlli sui mercati, i profili della crisi si intersecano con quelli collegati all’integrazione e al consolidamento fra le strutture di *trading*, in uno scenario in cui sarà necessario bilanciare attentamente le finalità collegate alla salvaguardia della posizione competitiva della piazza finanziaria italiana e le esigenze di internazionalizzazione e di apertura degli assetti proprietari delle società di gestione che riflettono un *trend* in atto ormai da diversi anni a livello internazionale.

II – L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA

1. Gli interventi di vigilanza collegati al default Lehman Brothers

Il fallimento di Lehman Brothers fornisce un esempio evidente di quanto possa essere rilevante l'impatto a livello locale di uno *shock* internazionale. Il fallimento ha infatti coinvolto tutte le entità europee del gruppo americano e, in particolare, la *holding* costituita nel Regno Unito che operava in modo esteso in tutta Europa tramite succursali. Il gruppo Lehman Brothers era presente in Italia attraverso soggetti abilitati a prestare servizi di investimento o di gestione collettiva (Lehman Brothers A.M. Italy Sgr, società di gestione autorizzata ma non ancora operativa, e Lehman Brothers International, succursale di impresa di investimento comunitaria che prestava i servizi di consulenza e negoziazione, in specie su derivati, anche con enti locali e casse di previdenza, con circa 150 dipendenti in Italia). Inoltre, Lehman Brothers International negoziava direttamente sui mercati gestiti da Borsa Italiana tramite "accesso remoto" (collegamento telematico diretto) e ricopriva la qualifica di operatore principale nei mercati gestiti dalla società Mts Spa (Mercato Telematico Titoli di Stato e altri titoli a reddito fisso).

Per oltre 1.000 fra titoli azionari e obbligazionari di società del gruppo Lehman Brothers in circolazione, una sola emissione di titoli obbligazionari è riferibile a un prospetto informativo di offerta e quotazione approvato dalla Consob (nel novembre 2005). Da fine 2005, entrata in vigore la Direttiva Prospetto 2003/71/CE, a fine 2007, il collocamento di obbligazioni Lehman sul mercato italiano ha beneficiato del passaporto europeo, per cui i relativi prospetti sono stati approvati dalle competenti Autorità estere (quelle dell'Irlanda e del Lussemburgo⁽¹⁸⁾), con esclusione di poteri di controllo e vigilanza dell'Autorità del paese ospitante, in questo caso la Consob.

Il 15 settembre 2008, appresa la notizia della presentazione da parte della holding americana del gruppo Lehman Brothers dell'istanza di fallimento, in collegamento con Banca d'Italia e Isvap, è stata avviata la ricognizione del conseguente rischio potenziale per il sistema italiano. Ciascuna Autorità si è impegnata ad assumere nei tempi più rapidi possibili le informazioni relative ai diversi settori del mercato, ed è stata quindi iniziata immediatamente un'indagine ricognitiva dell'esposizione di emittenti, mercati e investitori in forme di risparmio gestito o amministrato.

Lo stesso 15 settembre è stata indirizzata a un campione significativo di emittenti non finanziari (40 società) una richiesta di informazioni mirata a evidenziare la posizione relativa a derivati, a depositi o linee di credito, nonché a titoli in portafoglio emessi o garantiti dal gruppo Lehman Brothers o da soggetti a esso riconducibili. I risultati dell'analisi non hanno evidenziato rischi significativi a livello di sistema.

Sempre il 15 settembre, prima dell'apertura dei mercati, sono stati presi contatti con Borsa Italiana per valutare gli interventi relativi all'operatività del gruppo Lehman sui

mercati italiani. Il 16 settembre, a seguito di comunicazione della Banca d'Italia, la Cassa di Compensazione e Garanzia ha avviato la procedura prevista in caso di inadempimento di un partecipante indiretto (negoziatore) ai mercati, mentre Monte Titoli ha proceduto alla liquidazione delle posizioni garantite da controparte centrale e ha provveduto allo stralcio di quelle non garantite.

Il 25 settembre è stato avviato un accertamento ispettivo presso la succursale italiana di Lehman Brothers International (Europe), impresa di investimento comunitaria, con casa madre in Londra, abilitata alla prestazione dei servizi di investimento in Italia. Dalle risultanze preliminari è emerso che tale succursale svolgeva un'attività promozionale e commerciale dei servizi resi dalla casa madre, con successivi contatti diretti fra cliente italiano e sede centrale inglese dell'intermediario.

Dagli accertamenti svolti e dalle evidenze raccolte è emerso che l'impatto del *default* del gruppo Lehman Brothers sulla clientela italiana si è manifestato prevalentemente attraverso il mercato delle polizze assicurative di tipo *index linked* (con 1,6 miliardi di euro di prodotti agganciati a obbligazioni Lehman collocati fra i risparmiatori italiani) e il risparmio amministrato (da indagini campionarie che hanno coinvolto i principali gruppi bancari, la presenza di titoli di società del gruppo Lehman Brothers nei *dossier* della clientela risultava pari a circa 1,1 miliardi di euro), mentre l'impatto del *default* è stato meno rilevante sul risparmio gestito su base individuale (409 milioni di euro di titoli Lehman, pari allo 0,1 per cento del patrimonio gestito) e collettivo (138 milioni di euro di titoli Lehman, pari allo 0,05 per cento del patrimonio gestito). Per ciò che riguarda invece le posizioni in derivati OTC con clientela italiana sono risultati contratti con la Repubblica Italiana e con tre Regioni (Lazio, Marche, Sicilia), mentre non si sono registrate posizioni in derivati con Comuni o Province.

Le attività di vigilanza si sono estese anche alle polizze assicurative *index linked* collegate a obbligazioni o prodotti di società del gruppo collocati tramite prospetto informativo a investitori al dettaglio e aventi come sottostante tali prodotti (pari come prime accennato a oltre 1,6 miliardi di euro).

Per tale motivo il 24 settembre 2008 Consob e Isvap hanno chiesto congiuntamente alle imprese assicurative di fornire informazioni ai clienti circa la procedura concorsuale e le motivazioni dell'eventuale impossibilità di pubblicare il valore degli strumenti collegati alle polizze.

Gli interventi di vigilanza sono stati finalizzati a garantire la massima trasparenza dell'informativa al pubblico sull'evoluzione del rischio di credito dei prodotti e sulle iniziative a tutela degli investitori adottate dalle imprese di assicurazione. In particolare, le iniziative a tutela degli investitori hanno riguardato circa 1,3 miliardi di euro degli 1,6 miliardi complessivi di prodotti con emittente Lehman Brothers. Tali iniziative nella gran parte dei casi prevedono la restituzione del premio versato alla scadenza originaria del prodotto.

Il 26 settembre, per ciò che riguarda più in generale l'intero settore dei servizi di investimento, è stato raccomandato agli intermediari detentori, per conto degli investitori, di strumenti finanziari riconducibili alle società del gruppo Lehman Brothers di adottare disposizioni interne volte a consentire alla rete commerciale e ai "punti di contatto" di fornire alla clientela un'informativa tempestiva e adeguata.

Le principali associazioni di categoria (Assoreti, Abi, Assogestioni e Assosim) hanno supportato questa iniziativa avviando interventi nella direzione auspicata.

L'Abi, in particolare, ha comunicato di avere assunto una serie di iniziative a tutela dei crediti vantati dai possessori di titoli emessi dalle società del gruppo Lehman nell'ambito delle procedure di crisi avviate nei loro confronti. Tale decisione è da ricondurre, tra l'altro, alla presenza dei titoli obbligazionari Lehman Brothers nella lista dei titoli a basso rischio di credito – basato sul giudizio delle agenzie di rating – prevista dalla procedura di monitoraggio "Patti Chiari" sponsorizzata dall'Abi. Successivamente al *default* Lehman Brothers tale lista non è più prodotta nell'ambito della procedura "Patti Chiari".

Inoltre, sulla base di esposti di clienti che segnalavano una non compiuta informativa sul profilo di rischio dei titoli di cui trattasi, sono state formulate specifiche richieste alle banche di medio-piccola dimensione interessate dalla vicenda.

Le banche interpellate hanno fatto presente di non avere mai effettuato sollecitazione all'investimento in detta tipologia di titoli e di essersi attenute alle indicazioni previste nell'ambito dell'iniziativa "Patti Chiari" che inseriva i titoli riconducibili a Lehman fra quelli a basso rischio. I medesimi intermediari hanno altresì riferito di avere informato la clientela circa le iniziative avviate per garantire assistenza degli investitori.

2. La vigilanza sull'integrità del mercato e sul divieto di vendite allo scoperto

In linea con le misure adottate dalle Autorità di vigilanza dei principali paesi industrializzati al fine di mitigare le eccezionali turbolenze sui mercati azionari, fra settembre e ottobre 2008 la Consob ha assunto provvedimenti in materia di divieto di vendite allo scoperto con l'obiettivo di limitare brusche correzioni al ribasso dei corsi azionari e concorrere a garantire un corretto e ordinato processo di formazione dei prezzi, riducendo le possibilità di abusi di mercato.

Il 19 settembre, in condizioni di mercato ancora relativamente stabili, sono stati richiamati gli operatori al puntuale rispetto delle regole in materia di consegna dei titoli nell'ambito di operazioni di vendita allo scoperto. Il lunedì successivo, 22 settembre, dopo la chiusura della borsa, valutato l'andamento del mercato, è stato adottato un provvedimento più restrittivo, richiedendo che la vendita di azioni di banche e assicurazioni quotate fosse assistita dalla disponibilità dei titoli al momento dell'ordine e

fino alla data di regolamento dell'operazione, al fine di contrastare manovre speculative idonee a produrre effetti anomali sulle quotazioni.

Tra il 23 settembre e il 7 ottobre, in sole 11 sedute, l'indice del settore bancario ha registrato una flessione del 16 per cento. Il titolo Unicredit nello stesso intervallo temporale ha subito una perdita complessiva del 22,93 per cento, registrando le variazioni negative più significative, pari rispettivamente a - 8,25 e - 9,28 per cento, nelle sedute del 29 e del 30 settembre.

La collaborazione con Borsa Italiana è stata continua; nelle sedute più critiche (29 e 30 settembre) Borsa Italiana ha frequentemente adottato provvedimenti di temporanea sospensione delle contrattazioni, tendenti a mitigare gli eccessi speculativi⁽¹⁹⁾.

Il 30 settembre la Consob, valutato l'andamento del mercato, ha attivato iniziative di vigilanza anche di natura ispettiva, avvalendosi della collaborazione della Guardia di Finanza, per accertare il rispetto del divieto di vendite allo scoperto e indagare sulle cause del crollo delle quotazioni di titoli bancari. Le indagini hanno mirato a individuare in particolare i committenti finali delle operazioni in vendita e la regolarità delle operazioni disposte.

Lo stesso giorno sono state attivate richieste di cooperazione internazionale per ottenere informazioni più approfondite in relazione all'attività di intermediari di diritto estero operanti direttamente sui mercati gestiti da Borsa Italiana (cosiddetti *remote member*) che non avevano consegnato i titoli nei tempi dovuti ovvero risultati particolarmente attivi sul lato delle vendite di titoli bancari nella seduta del 29 settembre.

Il 1° ottobre la valutazione degli esiti preliminari degli accertamenti disposti e l'andamento ancora fortemente negativo del mercato hanno indotto la Consob ad adottare ulteriori misure restrittive, prescrivendo che le vendite allo scoperto di azioni di società bancarie e assicurative fossero assistite, oltre che dalla disponibilità, anche dalla proprietà dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolazione dell'operazione.

Lo stesso 1° ottobre, sono state estese le richieste di cooperazione internazionale per gli intermediari di diritto estero maggiormente attivi sul lato delle vendite di titoli bancari anche nella seduta del 30 settembre.

Complessivamente, sono state inviate 11 richieste di cooperazione internazionale in relazione all'operatività allo scoperto sulle azioni di 4 emittenti finanziari italiani (Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Milano, Unicredit e Unipol). In particolare, è stata richiesta la cooperazione da parte delle Autorità di 4 Stati Membri (Francia, Germania, Regno Unito e Svezia) e di un paese non appartenente all'Unione Europea (Bermuda) relativamente all'operatività di 11 intermediari (cinque del Regno Unito; uno tedesco; tre francesi, uno svedese e uno con sede alle Bermuda) di cui 9 membri remoti del mercato azionario italiano.

Il 7 ottobre, sulla base dei primi accertamenti e delle evidenze raccolte, è stato adottato un provvedimento d'urgenza con il quale è stato ordinato a un intermediario italiano di non consentire a due soggetti esteri l'accesso alle negoziazioni di titoli bancari e assicurativi negoziati sul mercato italiano. L'intermediario non era stato in condizione di regolare a scadenza le vendite di titoli Unicredit concluse per conto di tali soggetti nelle giornate del 25 e 30 settembre.

Il 9 ottobre, tenendo conto delle esigenze rappresentate dalla Consob anche sulla base delle indicazioni provenienti dalle Associazioni degli intermediari, Borsa Italiana e *London Stock Exchange* hanno annunciato il rinvio al 10 novembre 2008 della migrazione dei mercati italiani sulla piattaforma inglese. Tale decisione è da ricondurre all'inopportunità di cambiamenti organizzativi di notevole portata nelle difficili condizioni di mercato.

Il 10 ottobre, in una fase di estrema turbolenza che aveva iniziato a coinvolgere anche l'andamento dei titoli del settore non finanziario, si è resa necessaria l'adozione di un provvedimento di divieto generale delle vendite allo scoperto, esteso a tutti i titoli azionari negoziati sul mercato italiano.

Lo stesso 10 ottobre, al fine di monitorare la situazione delle compagini azionarie delle principali società italiane e l'origine dei forti flussi in vendita registrati sul mercato, è stato chiesto, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, agli azionisti rilevanti (con quote superiori al 2 per cento) delle società quotate appartenenti all'indice S&P/Mib di comunicare alla Consob la situazione corrente dei rispettivi possessi azionari nonché tutte le successive variazioni superiori alla soglia dello 0,50 per cento. La richiesta ha riguardato anche la comunicazione di eventuali partecipazioni detenute a seguito della stipula di contratti derivati.

Complessivamente, le evidenze raccolte fino al 31 dicembre in relazione agli interventi in materia di vendite allo scoperto mostrano l'importanza che hanno assunto i provvedimenti Consob, in un contesto di mercato caratterizzato da turbolenze eccezionali, nel segnalare agli operatori l'attenzione posta dalle Autorità di vigilanza verso gli effetti di un'operatività caratterizzata da una forte componente speculativa.

Il 30 dicembre 2008 è stato prorogato il precedente divieto per le sole azioni di imprese bancarie assicurative e di società oggetto di aumento di capitale, mentre per tutte le altre azioni il divieto riguarda solo le vendite non assistite dalla disponibilità dei titoli al momento dell'ordine. Tali restrizioni è previsto che rimangano in vigore fino al 31 maggio 2009, salvo motivi che ne supportino un riesame anticipato.

È stata pertanto deliberata una consultazione aperta al pubblico al fine di raccogliere osservazioni e commenti sulle misure restrittive in materia di vendite allo scoperto di azioni previste dalla citata delibera, unitamente a una serie di audizioni con le principali associazioni di categoria e società di gestione dei mercati.

In ambito internazionale sia il Cesr sia la Iosco stanno valutando la possibilità di introdurre regole condivise in materia di vendite allo scoperto, in particolare con riferimento all'introduzione di obblighi di trasparenza delle posizioni ribassiste. Per il futuro la scelta di introdurre obblighi di questo tipo a livello nazionale andrà vagliata con attenzione, valutandone anche costi e benefici.

3. La vigilanza sul settore del risparmio gestito

Nel 2008, il settore del risparmio gestito, già debole per ragioni strutturali, è stato fortemente colpito dagli effetti della crisi finanziaria internazionale.

In molti casi, l'aggravarsi della crisi di liquidità dei mercati si è innestata su una situazione contraddistinta dall'aumento delle richieste di rimborso di quote di fondi (motivate da una crescente avversione al rischio e, correlativamente, da un'accentuata propensione alla liquidità immediata).

Per effetto di tali fattori, le performance dei fondi comuni sono peggiorate: le società di gestione hanno venduto sul mercato parte dei titoli in portafoglio e, in presenza di una domanda debole, tali vendite hanno contribuito a deprimere ulteriormente i corsi azionari e obbligazionari. In molti casi, è emersa l'esigenza di porre in essere misure atte a evitare la liquidazione dei fondi.

In considerazione di tali dinamiche di mercato, è stata avviata un'attività di monitoraggio sistematico della situazione di liquidità dei fondi comuni italiani, al fine di verificare la capacità dei gestori di far fronte alle richieste di riscatto, secondo modalità rispettose del principio di salvaguardia dell'interesse degli investitori.

Nell'esercizio dei poteri di vigilanza informativa, a partire dal mese di ottobre è stato chiesto a 33 società di gestione del risparmio, che costituiscono una parte significativa (circa i 2/3) del settore dei fondi comuni italiani, dei fondi esteri riconducibili a gruppi italiani e dei fondi speculativi italiani, di comunicare alla Consob lo stato della liquidità e l'andamento dei disinvestimenti chiesti dai sottoscrittori.

In tale contesto, si è reputato, altresì, necessario effettuare un intervento ispettivo nei confronti di una Sicav di diritto lussemburghese – gestita su delega da una banca italiana – che presentava difficoltà nel liquidare gli *asset* in portafoglio.

In linea generale, l'analisi dei dati acquisiti ha permesso di constatare la presenza di un buon livello di liquidità nei portafogli gestiti: l'ammontare dei rimborsi richiesti è apparso assistito dalla liquidità in giacenza.

Maggiormente critica appare, invece, la situazione dei fondi speculativi, destinati tipicamente alla clientela istituzionale.

Dopo anni di crescita, a partire dal secondo trimestre del 2008, i fondi speculativi italiani hanno riportato una raccolta netta negativa e sono stati colpiti dalla crisi finanziaria

internazionale (i cui principali effetti si sono manifestati sotto forma di: carenza di liquidità, deprezzamento degli *assets*, tendenza dei *prime broker* a richiedere margini più elevati, generale inasprimento delle condizioni di finanziamento).

In tale quadro di mercato, i gestori si sono trovati a far fronte al *trend* crescente delle richieste di rimborso.

La tipologia di fondi speculativi nettamente prevalente nel mercato italiano – ossia, i fondi di fondi – hanno risentito della crisi dei fondi *target*, oggetto, a loro volta, di consistenti richieste di rimborso e da difficoltà gestionali indotte dall'illiquidità degli *assets* detenuti in portafoglio.

In considerazione di un tale andamento del comparto, si è reso necessario disporre un accertamento ispettivo presso una Sgr italiana specializzata nella gestione di fondi di fondi ed esercitare attività di vigilanza informativa, che si è inizialmente concentrata sulla verifica delle tensioni di liquidità originate dall'incidenza dei rimborsi da regolare rispetto al patrimonio netto su un campione di Sgr. Le tensioni di liquidità erano tali da richiedere provvedimenti di natura normativa idonei a scongiurare l'*extrema ratio* della liquidazione del fondo.

A tale esigenza è stata data una risposta normativa con l'art. 14, commi 6-8, del decreto legge 29 novembre 2008, n. 185⁽²⁰⁾, che consente con efficacia immediata e sino al 31 dicembre 2009, alle Sgr di modificare i regolamenti di gestione dei fondi speculativi, introducendo misure volte a graduare i rimborsi in presenza di flussi netti di riscatto di ammontare superiore a determinate soglie (cosiddetti *gates*) o a trasferire le attività illiquide del fondo in un nuovo organismo di tipo chiuso appositamente costituito (cosiddetto *side-pocket*), nel caso in cui la cessione di tali attività possa pregiudicare l'interesse dei partecipanti. Allo stato, 8 Sgr hanno attivato meccanismi cosiddetti di *gate* e *side pocket*.

Nel corso del 2008 è, inoltre, proseguita – in linea di continuità con l'attività iniziata l'anno precedente – la vigilanza sul segmento dei fondi comuni immobiliari.

La finalità principale è consistita nell'analisi delle procedure relative alla mappatura e alla gestione delle situazioni di conflitto di interessi adottate dalle Sgr, anche alla luce delle innovazioni normative conseguenti al recepimento della MiFID.

In un caso particolare, la crisi finanziaria ha determinato difficoltà nello smobilizzo del portafoglio immobiliare di un fondo gestito da una Sgr appartenente a un gruppo bancario estero, la cui scadenza era fissata per il 31 dicembre 2008. Le vicende che hanno interessato la liquidazione del fondo hanno richiesto un'assidua azione di vigilanza diretta a controllare nel continuo la correttezza del comportamento della società di gestione relativamente alle iniziative che intenderà assumere per concludere in modo ordinato e nell'interesse dei partecipanti il processo di liquidazione del fondo.

Anche la vicenda legata al caso Madoff ha impegnato in maniera intensa la Commissione sia in ambito internazionale che domestico.

Sul primo fronte, il 16 dicembre 2008 sono state avviate, tramite il *Gruppo permanente di esperti sulle gestioni* del Cesr, attività di approfondimento e coordinamento con altre Autorità di vigilanza dalle quali è emerso che i fondi armonizzati che risultano aver investito direttamente nelle attività della 'galassia Madoff'⁽²¹⁾ sono stati istituiti, regolati e vigilati ai sensi della legislazione lussemburghese e irlandese e sono stati commercializzati in Italia in virtù delle disposizioni della Direttiva 85/611/CEE. È emerso che 4 fondi armonizzati, con sede in Irlanda e Lussemburgo, e diversi fondi non armonizzati sono esposti direttamente nei confronti di Madoff in maniera significativa e hanno generato effetti di contagio su fondi che a loro volta hanno investito parte del loro patrimonio nei fondi direttamente esposti (fondi di fondi); è emerso, inoltre, che i gestori lussemburghesi e irlandesi non effettuavano adeguati controlli prima di affidare il loro patrimonio a Madoff.

In ambito domestico, il 15 dicembre 2008 la Consob ha inoltrato richieste di dati e notizie alle prime 12 Sgr di fondi aperti e alle prime 10 Sgr di fondi speculativi, e in data 17 dicembre ha chiesto a 26 banche quotate dati e notizie sulla propria esposizione e sull'esposizione della clientela nei confronti della quale esse prestano il servizio di deposito amministrato. Le evidenze raccolte indicano un'esposizione complessivamente limitata verso i fondi Madoff sia nel comparto del risparmio gestito⁽²²⁾ che per ciò che riguarda le posizioni del sistema bancario e della clientela amministrata⁽²³⁾; pure limitate sono le esposizioni dei portafogli gestiti su base individuale⁽²⁴⁾ e dei prodotti finanziario-assicurativi⁽²⁵⁾. È stato, tuttavia, reputato necessario effettuare un intervento di natura ispettiva presso una Sgr che, sebbene con un patrimonio complessivo in gestione di modesta entità, risultava particolarmente esposta verso fondi Madoff sia in relazione alla gestione di fondi di fondi che di gestioni individuali speculative.

Più consistente è invece l'esposizione di fondi di diritto estero gestiti da soggetti appartenenti a gruppi italiani, ma non commercializzati in Italia (circa 830 milioni di euro).

4. La vigilanza sull'operatività in derivati degli intermediari nei confronti di Enti locali

Negli ultimi anni gli Enti locali hanno fatto un intenso ricorso alla stipula di contratti finanziari derivati con l'intento di ottimizzare la gestione finanziaria delle proprie passività di bilancio.

La materia, come è noto, ha formato oggetto, a partire dagli anni Novanta del secolo scorso, di una disciplina pubblicistica volta a rendere più flessibili le fonti di finanziamento degli enti locali, pur in un disegno unitario di coordinamento della finanza pubblica.

Il rispetto delle regole a tal fine stabilite è stato peraltro sottoposto a un articolato sistema di vigilanza – anch'esso di natura pubblica – reso nel tempo più stringente e che si compone di controlli interni, demandati all'organo consiliare e al collegio dei revisori degli enti, e di controlli esterni, incentrati sul Ministero dell'Economia e delle Finanze e sulla Corte dei Conti.

La complessità degli strumenti derivati utilizzati e la mancanza di appropriate competenze tecniche presso gli Enti stessi hanno generato nel tempo, in un contesto macroeconomico radicalmente cambiato e con aspettative sulle grandezze finanziarie collegate a tali contratti completamente mutate, la necessità di una complessiva valutazione dell'impatto di tali contratti sulle condizioni di stabilità della finanza pubblica, richiedendo al contempo interventi organici per la definizione di un chiaro ed efficiente quadro normativo di riferimento.

Per gli aspetti di sua competenza la Consob, negli ultimi anni, ha prestato particolare attenzione alla materia della negoziazione di derivati Otc con imprese ed enti locali. Per tali prodotti peraltro non sono previsti strumenti e modalità di verifica preventiva dei contratti all'atto della loro ingegnerizzazione o della loro commercializzazione da parte degli intermediari, in quanto non trova applicazione la disciplina dell'“appello al pubblico risparmio”. Inoltre, gli enti locali sono stati quasi sempre classificati come “operatori qualificati”, in virtù di espressa dichiarazione di competenza ed esperienza in investimenti finanziari rilasciata dai rappresentanti legali e sono quindi stati privati delle tutele informativa e comportamentale previste per i rapporti con investitori *retail*.

Dagli accertamenti svolti nei mesi scorsi presso i principali operatori nazionali e comunitari insediati in Italia con stabilimento di succursale è emerso che le succursali di intermediari esteri non hanno svolto attività di prestazione di servizi di investimento, limitandosi, al più, a facilitare il contatto dei clienti con la casa madre. L'attività in derivati con gli Enti Locali italiani è risultata pertanto riferibile in larga parte a soggetti esteri operanti in regime di libera prestazione, come tali assoggettati alla vigilanza dell'Autorità del paese d'origine.

Si è rilevato inoltre che presso gli intermediari nazionali spesso non erano presenti procedure aziendali atte a ricostruire *a posteriori* il *pricing* dei contratti stipulati con la clientela.

Sono stati pertanto conclusi procedimenti sanzionatori per carenza di procedure aziendali idonee a garantire la ordinata, corretta e trasparente prestazione di servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti derivati Otc. I procedimenti hanno riguardato carenze nella fase sia di produzione che di distribuzione dei prodotti derivati.

Dal punto di vista regolamentare, nell'ambito delle già richiamate linee di livello 3 sui prodotti illiquidi, la Consob ha sottolineato la rilevanza della consulenza alla clientela per gli intermediari che distribuiscono derivati Otc con finalità di copertura,

evidenziandone la natura di “contratto di durata” che non può esaurire i suoi effetti al momento della stipula dell'operazione. Così nel caso di contratti che, per politica commerciale (e per stessa previsione normativa se il cliente è un ente locale) vengono offerti “a copertura” di esposizioni finanziarie della clientela, le procedure aziendali devono consentire di monitorare nel tempo, per tutta la durata dell'operazione, l'evoluzione delle posizioni coperte e di copertura, al fine di porre l'intermediario nelle condizioni di segnalare al cliente l'eventuale disallineamento della struttura ideata rispetto alle finalità perseguite dalla impostazione originaria dell'operazione.

La Consob sta collaborando da tempo, insieme alla Banca d'Italia, con le competenti strutture del Ministero dell'Economia per l'attuazione dell'art. 62 del D.L. n. 112/2008, convertito nella Legge n. 133/2008 (e, già in precedenza, per l'attuazione dell'art. 1, commi 381 e 382, della Legge Finanziaria per il 2008), con specifico riferimento alle informazioni che i contratti devono contenere e agli adempimenti connessi alla loro conclusione.

Nell'ambito di tali lavori, con il supporto della Banca d'Italia, è stato proposto l'inserimento nei contratti relativi a strumenti finanziari derivati di informazioni concernenti i costi, anche impliciti, delle operazioni e i rischi a esse relativi, desunte dall'applicazione di un approccio metodologico dettagliatamente illustrato in apposite istruzioni tecniche applicative.

La Legge n. 203/2008 (Legge Finanziaria per il 2009) ha inoltre posto le condizioni per una revisione integrale della disciplina dei contratti derivati sottoscritti dagli Enti locali con riferimento sia alla tipologia dei contratti ammissibili sia ai contenuti dell'informativa di trasparenza che gli stessi devono riportare⁽²⁶⁾.

Questa norma fornisce la possibilità di introdurre nel nostro ordinamento una uniformità nella terminologia utilizzata nei contratti e una standardizzazione delle diverse clausole al fine di una migliore e più rapida comprensione del loro contenuto (fermo restando che allo stato della normativa i contratti conclusi Otc non risulterebbero standardizzati e il relativo contenuto sarebbe quindi sempre lasciato nella piena disponibilità delle parti).

Sarebbe quindi opportuno introdurre regole e soluzioni metodologiche che consentano all'Ente territoriale, in prima battuta, e agli Organi di controllo, in sede di successiva verifica, di trovare con immediatezza nel contratto tutte le informazioni sufficienti a farne comprendere la legittimità giuridica, la convenienza economica oltre che ad attestare la correttezza del comportamento dell'intermediario che lo propone; informazioni da rendere secondo una terminologia chiara, uniforme, generalmente condivisa e capace di individuare con semplicità e oggettività i profili di rischio e onerosità delle operazioni.

In questa logica, nell'ambito dei lavori in corso presso il Ministero dell'Economia per la redazione del regolamento ministeriale di attuazione dell'art. 62 del d.l. n. 112/2008, convertito nella legge n. 133/2008, l'Istituto ha proposto che, tra le informazioni da rendere nei contratti relativi a strumenti finanziari derivati, venga data evidenza dei rendimenti, dei costi (anche impliciti) delle operazioni e dei rischi a esse relativi. È inoltre opportuno che nel "set informativo" da fornire agli Enti territoriali venga inserito il confronto (di tipo probabilistico) tra la situazione finanziaria dell'Ente prima della stipula del contratto derivato e quella conseguente alla sua stipula.

Infine, ove il legislatore lo ritenesse opportuno, l'assetto dei controlli oggi esistente potrebbe essere migliorato potenziando il ruolo della Corte dei Conti e attribuendo alla stessa un potere preventivo (interdittivo) sull'adozione degli strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali, finalizzato a garantire un impatto non negativo sul sistema di finanza pubblica.

5. La vigilanza sul caso Alitalia

La Consob ha costantemente vigilato sulle vicende della società Alitalia Linee Aeree Italiane Spa.

Dal 17 giugno 2004, è stato chiesto all'Alitalia, ai sensi dell'art. 114 del Tuf, di diffondere a cadenza mensile dati sulla propria situazione societaria, in considerazione dello stato di conclamata crisi economico finanziaria in cui versava il gruppo, attestata dalle dichiarazioni effettuate dagli amministratori nel bilancio 2003 e dall'impossibilità al rilascio del giudizio sui bilanci d'esercizio e consolidato 2003 espressa dalla società di revisione.

Il permanere dello stato di crisi della società negli anni successivi ha indotto, alla fine del 2006, il Governo allora in carica a ritenere necessaria la cessione del controllo e la completa privatizzazione della società. Con la pubblicazione del bando del 29 dicembre 2006 ha preso avvio la prima fase del tentativo di cessione della quota di controllo della società detenuta dal Ministero dell'Economia.

La dismissione della partecipazione pubblica si è rivelata da subito problematica: sia la procedura di gara, che si era protratta fino all'estate del 2007, sia la successiva procedura a trattativa privata non avevano portato al completamento del processo di privatizzazione.

Nel periodo è stata ulteriormente rafforzata la vigilanza sulla regolarità del funzionamento del mercato, soprattutto nelle fasi di maggiore incertezza informativa sul possibile esito della procedura di privatizzazione. La vigilanza si è esplicata attraverso numerosi interventi sotto forma sia di richieste di informazioni, sia di convocazioni dei rappresentanti della società e della società di revisione.

A seguito del venir meno dell'offerta presentata da Air France – Klm nell'ambito della trattativa privata condotta da Alitalia, sono stati adottati dai Governi che nel periodo si sono succeduti provvedimenti straordinari aventi l'obiettivo di facilitare il risanamento e la privatizzazione dell'Alitalia e di assicurare la continuità del servizio di trasporto aereo per le rotte nazionali e internazionali.

Particolari profili di criticità per l'azione di vigilanza informativa sono scaturiti dalle disposizioni di cui all'art. 1, comma 3, del d.l. n. 97 del 3 giugno 2008, che ha stabilito che *“nel periodo intercorrente tra l'individuazione del soggetto e la presentazione dell'offerta di cui al comma 1 [cioè l'offerta, indirizzata all'azionista o alla società, finalizzata ad acquisire il controllo di Alitalia], le attività comunque finalizzate alla preparazione dell'offerta stessa non danno luogo ad obblighi informativi ai sensi del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58”*.

La sospensione degli obblighi informativi ha comportato – quasi automaticamente – la sospensione, disposta da Borsa Italiana, delle negoziazioni sui titoli emessi da Alitalia tenuto conto che l'assenza di informazioni fa venire meno le premesse per un regolare svolgimento degli scambi. La logica che sottendeva tali misure era rappresentata dalla considerazione che il miglior interesse degli azionisti, degli obbligazionisti, dei creditori e degli altri *stakeholder* della società sarebbe stato perseguito favorendo la cessione della società e completando rapidamente il processo di privatizzazione, in un'ottica di continuità aziendale, e che ogni misura che avesse in qualche modo agevolato tale processo era quindi giustificata. La Consob ha ritenuto di non attivare, rispetto al provvedimento di sospensione adottato da Borsa Italiana, i poteri di cui all'art. 64, comma 1-*bis* lett. a).

Gli sviluppi delle trattative con potenziali acquirenti hanno invece condotto all'ammissione della società alla procedura di amministrazione straordinaria. Il cambiamento radicale del contesto ha portato alla revoca del titolo dal listino in luogo della sua riammissione.

In questo mutato contesto, caratterizzato dal fatto che le trattative in corso avevano ad oggetto l'acquisto di complessi di beni e contratti del gruppo e non del controllo della società, e tenuto conto che il termine per la presentazione dell'offerta, che avrebbe dovuto essere indicato con delibera dal Consiglio dei Ministri, non era stato definito, in data 8 settembre 2008 è stata sollecitata la Presidenza del Consiglio dei Ministri a pronunciarsi sulla permanenza dell'esenzione dagli obblighi informativi. L'11 settembre 2008 la gestione commissariale ha comunque espresso la propria disponibilità a sottoporsi volontariamente agli obblighi informativi previsti dal Tuf.

La Consob, preso atto di tale disponibilità, con nota del 16 settembre 2008 ha invitato il Commissario Straordinario a diffondere ogni possibile informazione ritenuta utile a fornire al mercato un'informativa aggiornata sulla vicenda e comunque su quanto di interesse dell'emittente.

In data 31 ottobre 2008 la Gestione Commissariale ha reso noto di aver ricevuto da Cai Spa un'offerta vincolante di acquisto di complessi di beni e di contratti di Alitalia, Alitalia Servizi, Alitalia Express, Volare e Alitalia Airport (società in amministrazione straordinaria). Al riguardo, in data 3 novembre 2008 sono state fornite informazioni di dettaglio relative all'oggetto dell'offerta e alle modalità di regolamento pattuite. In data 4 novembre 2008, successivamente alla comunicazione al mercato dell'avvenuta presentazione dell'offerta da parte di Cai, la Consob ha comunicato all'emittente il venir meno della sospensione degli obblighi informativi di cui al Tuf, prevista dal comma 3 dell'art. 1-*bis* del d.l. n. 80 del 23 aprile 2008, convertito con modificazioni dalla legge 23 giugno 2008, n. 111; medesima comunicazione è stata effettuata al Presidente del Consiglio dei Ministri, al Ministro dell'Economia e delle Finanze e al Ministro dello Sviluppo Economico. A partire da tale data la società è tornata pertanto soggetta a tutti gli obblighi informativi gravanti sulle società quotate, a esclusione di quelli incompatibili con la procedura di amministrazione straordinaria alla quale era sottoposta (tra i quali, l'obbligo di redazione dei bilanci).

In data 24 novembre 2008 la Consob ha scritto al Presidente del Consiglio dei Ministri, al Ministro dell'Economia e delle Finanze e al Ministro dello Sviluppo Economico chiedendo di conoscere se fossero in corso valutazioni circa possibili, connessi benefici a favore dei possessori delle azioni e delle obbligazioni emesse dalla società, elementi questi da dover comunicare al pubblico.

In data 19 dicembre 2008 la Consob ha richiesto all'emittente di rendere note le considerazioni della gestione commissariale in merito: (i) al rispetto del principio della *par condicio creditorum* nella procedura di cessione degli *assets* a Cai e (ii) alle motivazioni, anche di ordine procedurale e normativo, che avevano indotto a porre taluni *omissis* sul Programma di cessione e sugli allegati della Relazione sulle cause di insolvenza (con particolare riguardo ai valori di dettaglio delle attività, alle situazioni economiche e patrimoniali delle società in amministrazione straordinaria alla data di apertura della procedura e ai cosiddetti *recovery ratios*⁽²⁷⁾). L'emittente ha pubblicato sul sito della procedura il testo del parere legale di un proprio consulente in merito all'applicabilità della *par condicio creditorum* alla cessione a Cai e ha reso disponibili alcuni allegati alla Relazione sulle cause di insolvenza e al Programma di cessione, in precedenza oggetto di *omissis* su autorizzazione del Tribunale di Roma.

Si osserva, tuttavia, che, compatibilmente con le esigenze di riservatezza della procedura e delle autorizzazioni ricevute dai giudici delegati, non sono state diffuse al mercato informazioni in merito alla perizia dell'esperto incaricato dal commissario straordinario di valutare i beni da cedere a Cai, i nominativi delle società interessate a rilevare l'attività cargo, la prevedibile evoluzione economica e finanziaria delle società in amministrazione straordinaria, i *recovery ratios* e alcune informazioni sui contenziosi in capo all'emittente.

L'esame delle domande per l'ammissione allo stato passivo dell'amministrazione straordinaria presentate dagli azionisti e obbligazionisti è previsto che sia effettuato nelle udienze presso il Tribunale di Roma rispettivamente del 6 e 21 ottobre 2009.

In data 14 gennaio 2009 Borsa Italiana ha comunicato a Consob di aver avviato la procedura di revoca dalla quotazione sul mercato Mta delle azioni ordinarie e delle obbligazioni convertibili emesse da Alitalia, in considerazione dell'ammissione dell'emittente a procedure concorsuali (come previsto dall'art. 2.5.1, comma 8, lett. d) del Regolamento di Borsa Italiana).

La Consob, non disponendo di elementi informativi diversi da quelli valutati nel corso della propria istruttoria dalla società di gestione del mercato, ha ritenuto di non essere nelle condizioni di poter esercitare i poteri, previsti dall'art. 64, comma 1-*bis*, lett. a) del Tuf, in merito alle decisioni della società di gestione del mercato di ammettere, escludere e sospendere dalle negoziazioni gli strumenti finanziari.

In relazione agli esiti della vicenda e al contesto che ha portato all'amministrazione straordinaria della società, è stata più volte segnalata l'opportunità che fossero valutate nelle competenti sedi istituzionali iniziative a favore dei possessori di strumenti finanziari emessi da Alitalia Linee Aeree Italiane SpA anche, ma non solo, quale ulteriore contributo per il ripristino della fiducia dei risparmiatori nei mercati finanziari.

Allo stato si ritiene necessario rinnovare la esigenza della adozione di adeguati interventi.

6. I controlli sulla governance e gli assetti proprietari delle imprese

La disciplina sul voto di lista nell'elezione degli organi di amministrazione e controllo

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

L'obbligo del voto di lista per l'elezione degli organi di amministrazione e di controllo, che è presieduto da un membro eletto dalle minoranze, ha l'obiettivo di consentire agli azionisti non legati, neppure indirettamente agli azionisti di controllo o di maggioranza relativa di esprimere propri rappresentanti.

Si tratta di regole innovative, anche nel confronto internazionale. La Consob è stata 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.

Dalla stagione assembleare del 2008, che ha rappresentato un primo test per il nuovo sistema di elezione degli organi di amministrazione e controllo, sono emersi segnali positivi di attivismo da parte di investitori istituzionali, soprattutto internazionali, che

hanno visto nella partecipazione alla nomina degli organi sociali uno strumento efficace per realizzare forme di partecipazione trasparenti e non necessariamente conflittuali nei confronti degli assetti di controllo esistenti.

In taluni casi si sono però evidenziate difficoltà nell'assicurare piena trasparenza sui collegamenti tra liste presentate come provenienti dalle minoranze e azionisti di controllo. Sono stati necessari interventi per integrare le informazioni fornite e per responsabilizzare gli organi sociali a un'applicazione della disciplina coerente con la finalità di tutela delle minoranze.

Sono state effettuate richieste di informazioni ai sensi dell'art. 114 del Tuf nei confronti dell'emittente e dei soggetti presentatori di liste di minoranza in occasione dell'elezione del collegio sindacale di Assicurazioni Generali Spa, nonché del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale di Italmobiliare Spa. In entrambi i casi è stato richiesto ai soggetti presentatori delle liste dichiarate di minoranza di comunicare al mercato gli eventuali rapporti esistenti con il gruppo dell'azionista di controllo o di maggioranza relativa dell'emittente e i motivi per i quali essi non erano stati ritenuti rilevanti per l'individuazione del collegamento di cui agli articoli 147-ter, comma 3, e 148, comma 2, del Tuf e all'emittente stesso di comunicare al mercato le proprie valutazioni in merito a tali elementi. Nel caso delle Assicurazioni Generali, i presentatori di una lista di minoranza hanno ritirato la lista prima dell'assemblea.

Alla luce di questa esperienza, è stata emanata una comunicazione con la quale si raccomanda ai soci che presentino una "lista di minoranza" di specificare i rapporti di collegamento, sia pure indiretti con gli azionisti che detengono partecipazioni di controllo o di maggioranza relativa (si veda in particolare il successivo Capitolo III "L'attività regolamentare").

Le offerte pubbliche d'acquisto finalizzate al delisting

L'andamento fortemente negativo dei mercati azionari che ha contraddistinto larga parte del 2008 e i primi mesi del 2009 è stato accompagnato da un notevole aumento delle offerte pubbliche di acquisto promosse da azionisti di maggioranza di società quotate finalizzate a ritirare i titoli in circolazione e procedere alla revoca delle azioni dalla quotazione.

La quasi totalità delle offerte pubbliche di acquisto svoltesi nel 2008 ha infatti avuto tale finalità.

Nelle offerte pubbliche volte al *delisting* la finalità dell'azione di vigilanza si sostanzia nel ricercare il giusto temperamento tra il legittimo interesse dell'azionista di controllo a revocare dalla quotazione la società e la necessità di assicurare la piena tutela

degli azionisti di minoranza, il cui *exit* deve avvenire a condizioni non sfavorevoli e secondo modalità non coercitive.

Le criticità di tali operazioni discendono essenzialmente da un fenomeno noto come “coazione a vendere”, consistente nella particolare condizione degli azionisti destinatari di un’Opa che, pur non reputando congrue le condizioni offerte, sarebbero indotti ad aderirvi dal timore di rimanere in possesso di titoli destinati a deprezzarsi nel caso l’offerta abbia successo. I profili di criticità per gli azionisti di minoranza sono accentuati nelle offerte promosse da un azionista di controllo.

L’esigenza di tutela degli azionisti di minoranza in offerte volte alla revoca delle azioni dalla quotazione e lanciate in una fase di mercato caratterizzata da quotazioni depresse ha comportato l’adozione, nel corso del 2008, di misure per attenuare le maggiori problematiche riscontrate e l’avvio dello studio di soluzioni regolamentari idonee alla correzione delle stesse.

Già nei primi mesi del 2008, le criticità citate si erano delineate per alcune offerte pubbliche di acquisto volontarie promosse dall’azionista di controllo le quali, per le caratteristiche dell’operazione e per la natura del soggetto offerente, configuravano problematiche non dissimili da quelle riferibili alle operazioni con parti correlate e per questo hanno richiesto l’adozione di iniziative volte a garantire più ampia tutela degli azionisti di minoranza e trasparenza al mercato. In particolare, l’intervento della Consob ha teso ad assicurare al mercato la più ampia informazione in merito alla correttezza sostanziale e procedurale dell’operazione e a ridurre l’incertezza degli oblati sul suo probabile esito, al fine ultimo di consentire agli azionisti di minoranza di compiere scelte consapevoli in merito all’adesione.

In particolare, l’offerta pubblica promossa all’inizio del 2008 da Fondiaria-Sai sulla società controllata Immobiliare Lombarda è stata oggetto di diverse richieste di trasparenza al mercato sulle valutazioni dell’offerta svolte dall’organo di amministrazione della società *target* e sul coinvolgimento nelle stesse degli amministratori indipendenti, nonché sulle modalità con le quali le società interessate avevano assicurato nell’operazione il rispetto dei criteri di correttezza sostanziale e procedurale adottati per il compimento di operazioni significative e con parti correlate. A esito di tali richieste, la società *target* ha reso noto al mercato che l’organo amministrativo, con l’astensione degli amministratori non indipendenti, aveva condiviso il parere fornito dall’esperto indipendente e giudicato non congruo il corrispettivo dell’offerta.

Sempre nei primi mesi del 2008, in occasione della promozione di un’Opa finalizzata al *delisting* di Ducati Motor Holding da parte dei suoi principali azionisti, la Consob è intervenuta indirizzando all’emittente specifiche richieste di divulgazione di informazioni al fine di permettere agli azionisti una più compiuta valutazione dell’offerta. La richiesta di informazioni ha riguardato le motivazioni alla base del giudizio di congruità del prezzo d’Opa rilasciato nel comunicato dell’emittente e le modalità seguite per assicurare il

rispetto di criteri di correttezza sostanziale e procedurale e il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle valutazioni dell'offerta da parte della società *target*.

In relazione ad altre Opa svoltesi nel corso del 2008, nell'intento di ridurre l'incertezza del mercato sul loro probabile esito, la Commissione ha indirizzato agli azionisti rilevanti della società *target* la richiesta di rendere nota la decisione in merito all'adesione, non appena assunta, e le relative motivazioni. Tale iniziativa, la cui efficacia dipende dalla presenza e dal grado di rilevanza degli azionisti potenziali destinatari delle richieste di trasparenza, costituisce un utile strumento di informazione per i piccoli azionisti sul comportamento e sulle valutazioni di azionisti determinanti ai fini del successo dell'offerta.

L'importanza che nel corso dell'ultimo anno ha raggiunto il fenomeno delle offerte promosse dall'azionista di controllo e l'osservazione delle criticità appena riassunte hanno indotto a studiare misure *ad hoc* a tutela degli azionisti di minoranza.

La revisione della disciplina regolamentare in materia di offerte pubbliche di acquisto, resa necessaria dalle modifiche del Tuf introdotte nel corso del recepimento della direttiva Opa, offrirà alla Commissione l'opportunità di introdurre nuove previsioni volte ad assicurare un'efficace mitigazione dei profili di criticità sopra esposti.

Oltre alla possibile introduzione in via regolamentare delle già sperimentate richieste di informazioni, la eventuale previsione di una riapertura dei termini dell'offerta, consentendo all'azionista di poter aderire una volta noti i suoi risultati, potrebbe attenuare il fenomeno della "pressione a vendere" nelle offerte in cui si prefigura il venir meno della quotazione dei titoli (o la riduzione della loro liquidità). La riapertura dei termini dell'offerta è stata già spontaneamente adottata dall'offerente Banca Popolare di Milano nel corso dell'Opa volontaria totalitaria promossa sulle azioni di Anima Sgr.

Inoltre, una maggiore responsabilizzazione degli amministratori indipendenti nella valutazione dell'offerta, in particolar modo ove questa sia promossa dall'azionista di controllo, potrebbe essere realizzata prevedendo l'inclusione di un loro specifico giudizio sull'offerta nel comunicato dell'emittente.

7. La vigilanza sull'informativa contabile e sulle società di revisione

Nell'ambito dell'attività di controllo sulla correttezza contabile dei bilanci delle società quotate, la Consob ha attivato il potere di impugnativa, ai sensi dell'articolo 157, comma 2, del Tuf, nei confronti di due emittenti.

In un caso, l'attivazione del potere di impugnativa ha riguardato il bilancio consolidato del gruppo Aicon al 31 agosto 2007 e ha trovato fondamento nel riscontro di violazioni dei principi contabili internazionali relative alla contabilizzazione e valutazione dei lavori in corso e delle attività immateriali, nonché nell'incompletezza dell'informativa

resa relativamente all'operatività con parti correlate. Nel secondo caso, si è ritenuto che i bilanci di esercizio e consolidato di Eutelia al 31 dicembre 2007 non fossero redatti in conformità alla normativa vigente in relazione alla valutazione delle attività immateriali e delle imposte anticipate.

Nel corso del 2008 la Consob è stata impegnata anche in un'intensa attività di vigilanza sulle società di revisione, realizzata mediante interventi di natura preventiva, fondati essenzialmente su controlli di qualità, e mediante successivi interventi di *enforcement* su specifici incarichi di revisione.

In particolare, alla luce delle esperienze maturate nello svolgimento di controlli di qualità e di approfondimenti sugli assetti procedurali e organizzativi delle società di revisione, nella seconda metà del 2008 è stato avviato un primo intervento finalizzato a sviluppare sinergie tra i controlli di qualità effettuati e l'*enforcement* su specifici incarichi svolti. Ciò è stato realizzato attraverso la verifica delle modalità di applicazione delle procedure di controllo da parte della società di revisione. Questa iniziativa di vigilanza ha dato origine alla raccomandazione di interventi correttivi in termini, tra l'altro, di composizione quali-quantitativa del *team* e di presidi di controllo interni sull'incarico.

A tali specifiche iniziative si è aggiunto l'usuale approfondimento dei profili tecnici del lavoro svolto dai revisori per accertare l'eventuale presenza di significative irregolarità e la necessità di interventi sanzionatori.

In prospettiva, l'assetto della vigilanza sul settore della revisione contabile sarà condizionato dalle modalità di recepimento a livello nazionale della Direttiva 2006/43/CE in materia di revisione contabile (cosiddetta VIII Direttiva), che dovrebbe intervenire entro giugno 2009, e dalle scelte che il legislatore intenderà adottare in materia di supervisione delle società di revisione delle entità di interesse pubblico.

Le risultanze complessive dei controlli di qualità sulle società di revisione

Nel corso del 2008 si sono conclusi i primi controlli di qualità su tre società di revisione appartenenti a diverse fasce dimensionali (grandi, medie e piccole), che hanno confermato come la dimensione e l'articolazione territoriale siano fattori che incidono fortemente sulla struttura organizzativa delle società. La struttura organizzativa è stata dunque al centro dei controlli svolti, insieme ai rapporti con i *network* internazionali di appartenenza delle società, anche al fine di ricostruire il processo di recepimento, a livello locale, delle linee guida e degli standard emanati dai *network* a livello globale.

Le verifiche hanno avuto, in particolare, l'obiettivo di valutare l'adeguatezza e la corretta applicazione delle procedure di controllo della qualità previste dal Documento n. 220, raccomandato dalla Consob, avente ad oggetto "*Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile*". Le stesse regole tecniche di riferimento, dettate dalla professione

internazionale e nazionale, prevedono infatti la creazione di un sistema procedurale che copra tutte le aree di maggior rilievo ai fini della qualità dell'attività di *audit*.

I controlli sono stati incentrati sulla struttura organizzativa e sul sistema delle procedure per il controllo della qualità delle tre società selezionate, al fine di verificarne l'adeguatezza, l'efficacia e l'effettiva applicazione, rimandando a un secondo ciclo di controlli lo svolgimento di verifiche su un campione di incarichi di revisione, finalizzate ad accertare più direttamente la corretta applicazione dei principi di revisione.

In esito all'attività svolta, sono state formulate alle tre società specifiche raccomandazioni sugli interventi da effettuare per superare le carenze riscontrate, indicando anche la relativa tempistica di attuazione.

Per ciò che riguarda i sistemi di controllo interno, laddove essi siano il frutto dell'adattamento, a livello locale, di direttive e procedure elaborate a livello centralizzato dai *network* di appartenenza, è stata riscontrata la necessità di migliorare le modalità di recepimento delle direttive provenienti dai *network* stessi, anche attraverso l'attribuzione a una figura di riferimento, presso la realtà locale, di compiti di valutazione delle direttive e delle procedure da adattare a livello locale.

Inoltre, la manualistica di riferimento non è risultata sempre allineata alla prassi operativa seguita nelle società per cui la ricostruzione degli strumenti organizzativi presenti nella singola realtà professionale spesso non è risultata agevole, con inevitabili conseguenze sulla possibilità, anche da parte delle stesse società di revisione, di delineare il quadro organizzativo complessivo e di valutarne l'adeguatezza rispetto agli obiettivi di qualità prefissati.

Anche la cosiddetta procedura "Monitoraggio" è stata oggetto di particolare attenzione in quanto essa costituisce un presidio di controllo interno, in qualche misura assimilabile alla funzione di *internal auditing*, che, se adeguato ed efficace, può garantire il corretto funzionamento delle procedure di cui le società stesse si sono dotate al fine di assicurare un adeguato livello di qualità del lavoro svolto. Più in particolare, l'attività di monitoraggio interno comporta lo svolgimento, da parte della società, di controlli sull'adeguatezza e la corretta applicazione delle procedure di controllo della qualità e sui singoli incarichi di revisione.

Rispetto a tale forma di presidio interno i punti portati all'attenzione delle società di revisione hanno riguardato la necessità di garantire tre macro-aspetti: 1) un approccio di controllo in grado di valutare nella sua interezza il disegno delle procedure esistenti per verificarne l'efficacia rispetto agli obiettivi di qualità, attraverso l'attribuzione di tale responsabilità a figure indipendenti; 2) in presenza di controlli effettuati dal *network* di appartenenza, un adeguato coordinamento tra tali controlli e quelli realizzati all'interno della società di revisione; 3) la creazione di un adeguato *reporting* degli esiti dei controlli interni e dei correlati piani di azione.

L'accettazione dei clienti e degli incarichi rappresenta un altro momento rilevante per la società di revisione poiché costituisce la fase nella quale il cliente e il relativo incarico vengono valutati al fine di rilevarne i relativi profili di rischio e i correlati tempi previsti per lo svolgimento dell'incarico (e i relativi corrispettivi), fondamentali ai fini della formulazione della proposta di servizio professionale e della sua valutazione da parte del potenziale cliente.

In tale area alle società è stata rappresentata l'esigenza di garantire un'adeguata proceduralizzazione di tutte le fasi di cui si può comporre il processo di accettazione, per evitare che alcuni momenti valutativi rimangano indefiniti in termini di responsabilità e di metodi. A ciò si sono aggiunti richiami di attenzione volti ad assicurare l'utilizzo di strumenti efficaci per la definizione dei profili di rischio della clientela e la presenza di una documentazione delle valutazioni svolte a tal fine.

Un altro aspetto critico concerne le modalità di controllo all'interno della stessa società di revisione della propria indipendenza e delle correlate situazioni di incompatibilità, che richiede, in particolare nelle società con clientela internazionale e appartenente a *network* presenti su scala mondiale, la disponibilità di sistemi di rilevazione delle situazioni di incompatibilità, soprattutto con riferimento alla prestazione di servizi cosiddetti *non-audit*. Tali sistemi si basano sulla disponibilità di adeguati data-base (contenenti dati relativi alle società clienti, al gruppo di appartenenza, ai titoli da queste emessi, ai loro organi di amministrazione e controllo) che consentano alla società di disporre di tutte le informazioni necessarie per poter valutare l'eventuale sussistenza di situazioni che potrebbero apparire tali da comprometterne l'indipendenza nello svolgimento di incarichi di revisione.

In tale area è stata riscontrata la necessità di migliorare l'efficacia degli strumenti operativi e procedurali esistenti per l'individuazione delle situazioni di incompatibilità disciplinate dalla normativa di riferimento, anche attraverso l'integrazione e l'aggiornamento delle fonti informative disponibili, compresi quindi i sistemi di rilevazione dei dati esistenti a livello di *network*; è stata anche ravvisata la necessità di garantire adeguati interventi di formazione del personale alla luce della particolare complessità della normativa di riferimento.

Un ulteriore aspetto critico riguarda la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, previsto dalla disciplina sugli abusi di mercato. Da un confronto con l'Associazione di categoria (Assirevi) che si era svolto nel corso del 2006 era emersa la possibilità di garantire tale adempimento attraverso l'alimentazione su base quindicinale di cosiddetti *timesheets*, cioè *database* nei quali vengono inseriti da ciascun professionista i dati relativi alle ore dedicate allo svolgimento di specifici incarichi di revisione.

In tale area è stata rilevata la necessità di garantire un'adeguata alimentazione di tali *timesheets*, soprattutto da parte del personale in posizione apicale nei *team*, e il rispetto della tempistica di aggiornamento dei dati stessi.

Un ulteriore aspetto dei controlli svolti ha riguardato l'attività di direzione, supervisione e riesame del lavoro svolto, profilo che assume particolare rilevanza quando si valutano i presidi volti a garantire un adeguato livello di qualità dell'attività di revisione, tenuto conto della funzione svolta all'interno dei *team*, ovvero in fase di *review* indipendente effettuata prima dell'emissione della cosiddetta *opinion*, dai livelli professionali dedicati allo svolgimento di tali attività.

In proposito, dai controlli svolti è emerso che, in alcuni casi, le procedure esistenti non hanno garantito un sufficiente coinvolgimento dei *partner* nella fase di riesame del lavoro, in termini di ore impiegate, rispetto ai parametri indicati dalla Comunicazione n. DAC/RM/96003556 del 18/04/1996, a causa di un'eccessiva concentrazione di incarichi in capo ad alcuni *partner* ovvero al loro coinvolgimento in funzioni organizzative all'interno della società.

Inoltre, sono state riscontrate carenze nella documentazione dell'attività di direzione, supervisione e riesame, in quanto le procedure dettate a tal fine dalle società sono risultate spesso non pienamente applicate e ciò ha comportato difficoltà nella valutazione dell'effettiva portata degli interventi.

Un altro fenomeno emerso nell'ambito dei controlli svolti riguarda gli scostamenti tra i tempi previsti all'atto del conferimento di alcuni incarichi e i tempi effettivamente impiegati per il loro svolgimento. Gli esiti degli accertamenti hanno messo in luce l'assenza di presidi dedicati all'esame di tale fenomeno all'interno delle società, fenomeno che in alcuni casi si è sostanziato in scostamenti particolarmente rilevanti, rispetto ai quali è opportuno che sia previsto un presidio di controllo interno che ne individui le cause, al fine di valutare l'adozione di interventi correttivi nella fase di pianificazione dei lavori.

III – L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE

Nel 2007 si è sostanzialmente completato il processo di revisione della normativa primaria in materia di mercati finanziari collegato alla trasposizione nell'ordinamento domestico delle direttive del Piano d'azione per i servizi finanziari della Commissione Europea. In particolare, sono state recepite la direttiva sui mercati di strumenti finanziari (cosiddetta MiFID – direttiva 2004/39/CE), la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto (direttiva 2004/25/CE), la direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti quotati (cosiddetta direttiva *Transparency* – direttiva 2004/109/CE) e la direttiva sul prospetto (direttiva 2003/71/CE); il tassello ancora mancante è rappresentato dal recepimento della VIII direttiva sulla revisione contabile (direttiva 2006/43/CE) e la direttiva relativa all'esercizio dei diritti degli azionisti di società quotate (direttiva 2007/36/CE).

Nel corso del 2007 è anche stato completato il processo di emanazione dei regolamenti di attuazione della legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262) e della regolamentazione attuativa delle norme di recepimento della MiFID di competenza della Consob nonché il regolamento congiunto con la Banca d'Italia.

Nel 2008 e nei primi mesi del 2009 è stata portata sostanzialmente a compimento l'attività di analisi e di lavoro propedeutica all'emanazione della normazione secondaria necessaria per la piena entrata in vigore nel nostro ordinamento delle altre direttive comunitarie citate, attraverso un'attività di consultazione che ha comportato un intenso dialogo con i soggetti vigilati e con i risparmiatori, soprattutto in relazione agli aspetti di maggiore criticità collegati all'esercizio dei margini di discrezionalità concessi dal legislatore comunitario.

Il 24 marzo sono state definitivamente approvate le modifiche al Regolamento Emittenti necessarie per il recepimento della direttiva sul prospetto, e entro i prossimi mesi saranno approvate le ulteriori modifiche collegate all'attuazione delle direttive *Transparency* e Opa.

Sono state inoltre emanate alcune importanti comunicazioni interpretative di livello 3 della disciplina attuativa della MiFID, in materia di ricerca e di distribuzione di prodotti illiquidi ed è stata definita una procedura per l'approvazione delle linee guida predisposte dalle associazioni di categoria degli intermediari finalizzate a garantire una corretta implementazione della disciplina.

È in fase avanzata di completamento la disciplina di attuazione delle disposizioni codicistiche in materia di operazioni con parti correlate, che si ritiene possa essere emanata entro la metà del 2009.

È stata inoltre pubblicata una comunicazione volta a orientare il comportamento degli operatori verso una maggiore aderenza allo spirito delle norme del Testo unico della

finanza in materia di elezione di rappresentanti delle minoranze nell'ambito degli organi di amministrazione e controllo.

La Relazione annuale per il 2007 anticipava l'intenzione di avviare un'operazione di sistematizzazione e semplificazione dei regolamenti Consob, con l'obiettivo, tra l'altro, di ridurre gli oneri complessivi di adempimento per i soggetti vigilati.

Il Regolamento Emittenti, che ha subito numerosissimi aggiornamenti dalla data della sua approvazione, potrà essere oggetto di una riscrittura che lo renda più facilmente gestibile per gli utilizzatori.

Questa attività sarà svolta in occasione della revisione triennale dei regolamenti, da condursi ai sensi dell'art. 23 della cosiddetta legge sul risparmio (legge n. 262 del 2005), e a cui la Consob, una volta esaurita la serie di modifiche al Regolamento Emittenti tuttora in corso di attuazione, ha in progetto di dedicarsi. Ciò potrebbe avvenire in prima battuta mediante una *call for evidence* aperta ai contributi del pubblico, sul modello di quanto fatto in occasione dell'attività di livello 3 riguardante la MiFID.

Un secondo obiettivo indicato dalla Relazione annuale per il 2007 era quello della differenziazione delle regole in funzione dei parametri dimensionali e di rischio dei soggetti vigilati. Questo approccio è stato già usato nella disciplina allo studio sulle operazioni con parti correlate (in corso di elaborazione), dove sono state previste specifiche misure che, da un lato, consentono alle società di minori dimensioni di adottare assetti organizzativi e procedurali più leggeri, dall'altro impongono alle società a maggiore rischio di pratiche espropriative una più ampia applicazione di principi più rigorosi.

1. I regolamenti e la consultazione con il mercato

La regolamentazione attuativa della direttiva sul prospetto

Dopo un'articolata consultazione pubblica, la Consob (con delibera 16840 del 24 marzo 2009) ha adottato modifiche al Regolamento emittenti concernenti le disposizioni in materia di prospetto relativo all'offerta al pubblico o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato, completando così a livello nazionale il quadro normativo di recepimento della Direttiva Prospetti n. 2003/71/CE.

Nell'occasione della trasposizione in norme interne della disciplina comunitaria sono stati meglio precisati i contenuti dell'attività istruttoria di competenza dell'Istituto e introdotte semplificazioni nell'*iter* di approvazione dei prospetti.

Al riguardo, occorre infatti segnalare che il legislatore comunitario ha individuato nella verifica della completezza del prospetto, comprendendo in essa la coerenza delle informazioni e loro comprensibilità, le finalità del controllo preordinato all'approvazione del prospetto e ha fissato i tempi entro i quali detta attività deve essere effettuata.

Si tratta di una novità in materia, tenuto conto che in passato il Tuf non aveva definito le caratteristiche del controllo della Consob sul prospetto, rimettendo tale valutazione alla dottrina e, soprattutto, alla giurisprudenza. È evidente, infatti, che tale attività definitoria si riverbera anche sull'ambito e sulla portata della responsabilità attribuita alle Autorità competenti, che pure la direttiva Prospetti non ha direttamente disciplinato.

In tale materia, nell'ambito della consultazione svolta sono state sottoposte al mercato precisazioni in merito al contenuto e alla portata dei controlli di completezza, coerenza e comprensibilità assegnati alla Consob, anche alla luce di un confronto comparativo con le prassi di altre Autorità dell'Unione europea. Tale comparazione è risultata particolarmente significativa con riferimento ad aspetti non compiutamente disciplinati dalla normativa comunitaria (tra questi, il numero e la tipologia dei documenti di cui si richiede l'allegazione in occasione del deposito della bozza iniziale di prospetto, nonché la natura delle verifiche effettuate con riferimento a eventuali notizie stampa pubblicate).

Gli esiti degli approfondimenti effettuati sono stati compendati in apposita Comunicazione del 24 marzo 2009 con la quale sono state fornite indicazioni circa la procedura seguita nell'approvazione dei prospetti e sono state chiarite la funzione e le tipologie di attività che la Consob svolge nelle relative istruttorie.

Per quanto attiene ai contenuti della disciplina regolamentare, in vista di una maggiore speditezza dell'esame istruttorio del prospetto, sono stati introdotti nuovi termini entro i quali gli emittenti o gli offerenti sono tenuti a fornire le informazioni supplementari eventualmente richieste dall'Autorità (termini che si aggiungono a quelli previsti per l'approvazione del prospetto da parte della Consob già fissati nel vigente regolamento, in 10 giorni lavorativi nel caso di emittenti già quotati o che hanno già svolto offerte pubbliche e in 20 giorni lavorativi negli altri casi), il cui mancato rispetto determina la improcedibilità dell'istanza di approvazione del prospetto.

Nell'ottica di fornire al mercato certezze circa la durata complessiva dell'*iter* amministrativo di approvazione del prospetto, è stato stabilito un termine massimo entro cui la Consob deve esprimersi in merito alla relativa richiesta (40 ovvero 70 giorni lavorativi a seconda della tipologia dell'offerta). È prevista, in vista di situazioni eccezionali, anche indipendenti dalla volontà dei proponenti l'offerta, la possibilità di una breve proroga del termine complessivo.

Risponde alle cennate finalità di semplificazione anche il venir meno dell'obbligo di sottoscrizione della comunicazione prevista dall'art. 94 del Tuf, posto in capo al responsabile del collocamento; quest'ultimo, inoltre, in base alla nuova disciplina non sarà più tenuto a firmare il prospetto, atteso che la sua responsabilità è espressamente sancita dall'art. 94, comma 9 del Tuf, in base al quale *“la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee a influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava*

sull'intermediario responsabile del collocamento (...)". Si è anche proceduto a modificare gli Allegati 1A e 1I del Regolamento Emittenti, riducendo così sensibilmente il numero dei documenti da fornire in sede di presentazione della richiesta di approvazione del prospetto.

Fra le altre modifiche regolamentari di rilievo, si segnala l'istituzione, in attuazione della delega legislativa, di un Registro tenuto dalla Consob per le persone fisiche e le piccole e medie imprese da considerarsi quali investitori qualificati, che consente ai soggetti iscritti di essere esclusi dalla applicazione della disciplina delle offerte pubbliche. In ragione dei tempi necessari per l'organizzazione e l'avvio del Registro le disposizioni regolamentari che disciplinano la materia sono state assoggettate a un regime transitorio, accogliendo in tal modo istanze rappresentate in sede di consultazione⁽²⁸⁾.

Le modifiche apportate alla legislazione primaria hanno anche offerto l'opportunità per una diversa articolazione delle norme regolamentari in modo da rendere autonoma la disciplina relativa agli Oicr e ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione. Si è poi ravvisata la necessità di apportare alla struttura degli schemi di prospetto degli Oicr aperti (sia italiani che esteri non armonizzati) e dei prodotti finanziari-assicurativi innovazioni tese ad agevolare la comprensione da parte degli investitori delle caratteristiche dei prodotti e a favorire l'assolvimento degli obblighi di trasparenza informativa da parte degli intermediari nel rapporto con i clienti. Le parti del prospetto soggette a un regime di consegna obbligatoria sono state riviste in un'ottica di sinteticità, al fine di dare massima evidenza alle informazioni-chiave relative ai rischi e agli oneri per ogni singolo prodotto.

Tali innovazioni sono state precedute da un'ampia consultazione pubblica, anche attraverso occasioni di incontro diretto con gli intermediari e altri operatori del mercato.

Nell'ambito dei lavori per il recepimento della direttiva Prospetti sono state sottoposte a pubblica consultazione anche disposizioni regolamentari relative all'attuazione dell'art. 205 del Tuf con le quali individuare le condizioni al ricorrere delle quali le offerte di acquisto e di vendita di strumenti finanziari effettuate negli Mtf o da internalizzatori sistematici non costituiscono offerta al pubblico di prodotti finanziari, né offerta pubblica di acquisto o di scambio.

Le norme, adottate nel novembre 2008, hanno inteso temperare le esigenze di funzionalità delle nuove sedi di scambi senza peraltro far venir meno, nei casi ritenuti necessari, gli obblighi informativi indispensabili per una efficiente tutela degli investitori.

La regolamentazione attuativa della direttiva Transparency

La direttiva sugli obblighi di trasparenza degli emittenti (2004/109/CE, cosiddetta "direttiva *Transparency*") introduce una disciplina uniforme degli obblighi di informazione

cui sono tenuti gli emittenti quotati e i relativi azionisti, e una specifica disciplina volta a garantire l'accesso del pubblico, su scala europea, alle informazioni regolamentate.

In particolare, sono disciplinati obblighi di informazione periodica in materia di rendicontazione finanziaria e obblighi di informazione continuativa in materia di assetti proprietari e di tutela degli azionisti nell'esercizio dei propri diritti. È predisposta, infine, una disciplina delle modalità di diffusione delle informazioni regolamentate articolata in quattro fasi: diffusione ai media (*dissemination*), stoccaggio (*storage*), deposito presso l'Autorità competente (*filing*) e creazione di un *network* europeo delle informazioni diffuse.

In materia di accesso alle informazioni, il d.lgs. n. 195 del 6 novembre 2007, di attuazione della direttiva, ha introdotto nel Tuf l'art. 113-ter recante 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 la Consob autorizzi soggetti terzi rispetto all'emittente all'esercizio dei servizi di diffusione e di stoccaggio delle informazioni regolamentate.

Importanti materie sono poi rimesse alla disciplina regolamentare e in particolare 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.

Per dare attuazione alla citata disciplina il 7 luglio 2008 è stato pubblicato il documento di consultazione riguardante le modifiche da apportare al Regolamento Emittenti.

In particolare, per quanto attiene alla *dissemination*, sono stati previsti identici requisiti di qualità e sicurezza che devono essere posseduti sia dai soggetti terzi autorizzati all'esercizio del servizio di diffusione, sia dagli emittenti qualora decidano di agire in proprio; relativamente allo *storage*, è stato previsto un sistema basato su un numero diversificato di operatori, autorizzati e in possesso di requisiti stabiliti, ognuno dei quali dovrà coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto; con riferimento al *filing*, è stato previsto che esso venga attuato mediante collegamento della Consob ai meccanismi di stoccaggio autorizzati ovvero tramite il consolidato sistema di "Teleraccolta".

Le osservazioni pervenute in sede di consultazione hanno evidenziato, oltre a utili contributi per il perfezionamento del testo regolamentare, una sostanziale condivisione del nuovo impianto normativo. Inoltre, nel provvedimento regolamentare di imminente adozione, è stata prevista una disciplina transitoria in considerazione dei necessari tempi di adeguamento agli standard previsti dalla nuova disciplina e di avvio dei nuovi sistemi di diffusione e stoccaggio delle informazioni regolamentate.

In materia di assetti proprietari, il recepimento delle disposizioni comunitarie ha rappresentato l'occasione per una rivisitazione complessiva della disciplina già vigente sulla trasparenza proprietaria, al fine di procedere, oltre che agli adeguamenti peraltro minimi imposti dalla direttiva, a una sua razionalizzazione, senza con ciò diminuire il livello di trasparenza del mercato assicurato sinora dalle disposizioni nazionali.

Nel documento di consultazione sopra richiamato sono state proposte modifiche regolamentari intese a semplificare gli oneri connessi all'acquisizione di partecipazioni rilevanti e i connessi adempimenti.

In tale ottica, si è ipotizzata una riduzione del numero delle soglie rilevanti ai fini degli obblighi di notifica, pur mantenendo la soglia minima del 2 per cento, confermata dalle norme del Tuf (art. 120).

La regolamentazione attuativa della direttiva sull'Opa

Nell'ambito delle attività di vigilanza regolamentare la Consob è impegnata nella revisione della disciplina applicabile alle offerte pubbliche d'acquisto, resa necessaria dal recepimento nel nostro ordinamento della Direttiva 2004/25/CE e dalle ulteriori modifiche apportate dal d.lgs. 229/2007 al Tuf.

In aggiunta all'esigenza di dare attuazione alle predette modifiche legislative, la regolamentazione in materia di Opa mira anche a una migliore definizione della disciplina vigente, che tenga conto sia delle questioni emerse dall'esperienza applicativa sia degli spunti di riflessione forniti dall'analisi comparata degli ordinamenti esteri di riferimento.

Sottese alle diverse ipotesi di modifica della disciplina dell'Opa sono le macro-finalità dell'azione di vigilanza sugli emittenti sancite dall'art. 91 del Tuf e rappresentate dalla tutela degli investitori e dall'efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario.

Nella direzione del perseguimento di entrambe le finalità si pongono ipotesi di modifiche regolamentari volte a evitare fenomeni distorsivi che possono influenzare le scelte degli azionisti destinatari di un'offerta pubblica d'acquisto, alterando il comportamento dei piccoli azionisti in un momento decisivo per l'allocazione del controllo della società *target*.

In particolare, l'incertezza sull'esito dell'offerta e le difficoltà di coordinamento tra piccoli azionisti di società bersaglio di un'Opa possono delineare una situazione, nota come "coazione a vendere" (o "*pressure to tender*"), in cui anche l'azionista non favorevole all'offerta sarebbe indotto ad aderirvi dal timore, in caso di successo, di restare in possesso di azioni destinate a deprezzarsi a causa della riduzione della liquidità dei titoli e della contendibilità del controllo della società. L'adozione diffusa di un simile comportamento può condurre alla situazione-limite di successo di offerte che tutti gli oblati ritengono non vantaggiose, con evidente pregiudizio per la tutela degli investitori e per il buon funzionamento del mercato del controllo societario.

La coazione a vendere è più intensa nel caso di offerte volontarie promosse dall'azionista di controllo, nelle quali il corrispettivo offerto non include alcun "premio per il controllo" e i piccoli azionisti subiscono rilevanti asimmetrie informative sulla valutazione di convenienza dell'offerta.

La frequenza con cui nel 2008 sono state promosse dall'azionista di maggioranza offerte pubbliche di acquisto finalizzate al *delisting* della società e le connesse esigenze di tutela degli azionisti destinatari di Opa lanciate in una fase di quotazioni di mercato depresse hanno indotto la Consob, oltre che ad adottare iniziative di vigilanza specifiche, a individuare soluzioni regolamentari *ad hoc*.

In particolare, l'introduzione di una previsione che preveda una riapertura dei termini di offerte promosse dall'azionista di controllo in caso di suo successo consentirebbe all'azionista che giudica non conveniente l'Opa di non aderire nella prima fase, avendo la possibilità di farlo, eventualmente, nella seconda. Una tale previsione non muterebbe al tempo stesso l'incentivo per gli azionisti favorevoli all'offerta ad aderirvi prontamente.

Un ulteriore correttivo contro la coazione a vendere può essere offerto dal rafforzamento del contenuto informativo del comunicato dell'emittente oggetto di Opa, tramite l'inclusione obbligatoria di una autonoma valutazione dell'offerta da parte degli amministratori indipendenti.

Ulteriori modifiche alla regolamentazione delle Opa in corso di elaborazione potrebbero attenersi al rafforzamento della trasparenza informativa e delle regole di correttezza in corso di offerta e, ove possibile, a un maggior coinvolgimento degli azionisti, anche di minoranza, nella disciplina delle esenzioni dall'obbligo di Opa.

La disciplina delle operazioni con parti correlate

Nell'aprile 2008 è stata pubblicata una proposta di regolamentazione in materia di operazioni con parti correlate in attuazione dell'art. 2391-*bis* c.c., con cui sono stati enunciati principi di correttezza sostanziale e procedurale ai quali le società che fanno ricorso al mercato di rischio dovrebbero essere tenute a conformarsi. L'attuazione di tale

delega legislativa ha costituito inoltre l'occasione per una revisione della norma (art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti) che già disciplinava le operazioni con parti correlate sotto il profilo della trasparenza al mercato.

L'emanazione di un complesso regolamentare unitario in materia di operazioni con parti correlate è motivata dal riconoscimento della complementarità tra gli strumenti di trasparenza verso il mercato e i principi di correttezza ai quali le società dovrebbero ispirarsi nel compimento delle stesse.

La considerazione dell'importanza e dell'ampiezza del tema ha motivato l'adozione di un rafforzato *iter* regolamentare nel quale ha avuto luogo la sperimentazione dell'attività di analisi di impatto della regolamentazione sulla cui base è stata individuata, tra le varie opzioni considerate, la proposta di regolazione sottoposta a consultazione e che riguarda sia la disciplina informativa, sia l'emanazione di principi atti ad assicurare correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate.

Con riferimento al primo ambito, la revisione della disciplina della trasparenza innova in primo luogo la definizione delle operazioni soggette a informativa, le cosiddette operazioni rilevanti, qualificate non più esclusivamente in base a criteri qualitativi ma in prevalenza quantitativi basati sull'applicazione di indici dimensionali. Nell'identificazione delle operazioni rilevanti è stato inoltre previsto un regime più stringente per le società caratterizzate da una separazione tra proprietà e controllo strutturalmente più marcata, nelle quali sono pertanto presenti maggiori rischi di estrazione di benefici privati da parte dell'azionista di controllo. Al tempo stesso, al fine di non ostacolare l'ordinaria e frequente operatività infragruppo si è attribuita alle società la possibilità di escludere dalle operazioni rilevanti quelle realizzate con società controllate, purché in tali controllate non vi siano interessi di altre parti correlate.

La proposta regolamentare prevede un doppio regime di trasparenza per le operazioni rilevanti con parti correlate, da un lato, rafforzando la trasparenza immediata, resa più tempestivamente al mercato mediante un apposito documento informativo a seguito dell'approvazione dell'operazione e, dall'altro, in attuazione della direttiva *Transparency*, prevedendo forme di trasparenza periodica nella relazione sulla gestione.

Con riferimento agli aspetti procedurali, la proposta di regolazione è fondata sulla valorizzazione e sulla responsabilizzazione degli amministratori indipendenti nell'effettuazione delle operazioni con parti correlate. I principi di correttezza sostanziale e procedurale, e il relativo coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle trattative e nelle fasi istruttoria e decisoria, sono stati graduati in considerazione della "rilevanza" dell'operazione.

Sempre in un'ottica di proporzionalità tra costi e benefici, la disciplina proposta si presenta differenziata in ragione delle caratteristiche dimensionali delle società, consentendo a emittenti di minori dimensioni, neoquotati e con azioni diffuse, solitamente

caratterizzati da strutture societarie meno articolate, di utilizzare una procedura semplificata.

Considerata la complessità e la rilevanza di una normativa che incide non solo su aspetti informativi, ma anche sulla stessa *governance* degli emittenti, la Commissione ha previsto procedure e tempi di consultazione che assicurassero il massimo dialogo con il mercato. La fase di consultazione ormai conclusa ha consentito di raccogliere numerosi e utili contributi. Il loro esame ha portato la Consob a elaborare una nuova ipotesi di regolamentazione che mantiene le linee di fondo della prima proposta, confermando la centralità del ruolo degli amministratori indipendenti e della trasparenza, al contempo recependo anche osservazioni formulate dal mercato. Tale nuova ipotesi, che al 31 marzo risulta in fase di approvazione, sarà sottoposta a una seconda breve consultazione con il mercato con l'obiettivo di pervenire alla sua migliore adozione entro la fine del primo semestre del 2009.

La regolamentazione attuativa della disciplina sui consulenti finanziari

La disciplina del servizio di consulenza in materia di investimenti ha subito negli anni una profonda evoluzione, sia nell'ambito del contesto nazionale sia all'interno del contesto comunitario. Per via della sempre maggiore dipendenza degli investitori, soprattutto non sofisticati, dalle raccomandazioni in materia di investimenti, la direttiva MiFID (Direttiva 2004/39/CE) ha modificato radicalmente l'impostazione della previgente disciplina comunitaria includendo la consulenza tra i servizi e le attività di investimento e introducendo una riserva di attività in favore di imprese di investimento, banche, Sgr e società di gestione armonizzate, qualora autorizzate nello Stato membro di origine.

Il Testo Unico della Finanza riconosce anche alle persone fisiche *“in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze”* la possibilità di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro e/o strumenti finanziari di pertinenza degli investitori. La disposizione dell'art. 18-bis del Tuf, subordina, peraltro, l'esercizio del servizio di consulenza da parte di soggetti diversi dagli intermediari all'iscrizione in un apposito albo di nuova istituzione dedicato ai consulenti finanziari persone fisiche. L'albo sarà tenuto da un costituendo Organismo, ordinato in forma di associazione e dotato di autonomia organizzativa, statutaria e finanziaria, cui vengono riconosciute funzioni di vigilanza e potestà sanzionatoria nei confronti degli iscritti e i cui rappresentanti dovranno essere nominati con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob.

Nel quadro normativo testé delineato il legislatore demanda alla potestà regolamentare della Consob la definizione dei principi e dei criteri relativi alla disciplina dei consulenti finanziari persone fisiche, nonché l'attività di supervisione nei confronti del

costituendo Organismo. Tale attività potrà esplicarsi sia mediante l'esercizio di poteri di vigilanza informativa e ispettiva, sia attraverso il potere di proporre lo scioglimento al Ministero dell'Economia e delle Finanze nei casi di inerzia o malfunzionamento. È stato, infine, attribuito alla Consob il potere di decidere sui ricorsi presentati avverso i provvedimenti sanzionatori eventualmente comminati dall'Organismo.

Con decreto del 24 dicembre 2008, n. 206, pubblicato nella G.U. n. 303 del 30.12.2008, è stato adottato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze il regolamento avente ad oggetto la disciplina dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali per l'iscrizione all'albo delle persone fisiche consulenti finanziari.

Nel corso del 2008 è stato pubblicato dalla Consob un documento di consultazione recante il regolamento di attuazione dell'art. 18-*bis* del Tuf in materia di consulenti finanziari per i profili demandati alla vigilanza regolamentare dell'Istituto.

L'approccio seguito ai fini della definizione del documento posto in consultazione è stato quello di elaborare un modello unitario di disciplina della consulenza in materia d'investimenti ispirato ai seguenti principi: 1) favorire lo sviluppo e la competitività del mercato della consulenza in materia di investimenti, nonché la concorrenza tra i diversi operatori, attraverso la creazione di un contesto normativo che assicuri parità di accesso al mercato e condizioni equivalenti di esercizio dell'attività; 2) contenere l'impatto dei costi di *compliance* e garantire la sostenibilità della regolamentazione da parte dei consulenti finanziari persone fisiche, nel rispetto del principio di proporzionalità di cui all'art. 6, comma 01, del Tuf; 3) assicurare un livello di protezione dei clienti equivalente a quello offerto dalla disciplina dei soggetti abilitati, articolando l'apparato delle tutele in funzione del diverso grado di conoscenza ed esperienza degli investitori; 4) conseguire la uniformità della disciplina di trasparenza e di correttezza del servizio di consulenza in materia di investimenti nonché assicurare la conformità della disciplina dei consulenti finanziari persone fisiche al regime normativo MiFID; 5) con riferimento alle regole di organizzazione, assicurare il rispetto dei criteri di adeguatezza e proporzionalità avendo riguardo sia in generale alle peculiarità che connotano l'esercizio di un'attività economica organizzata in forma individuale, sia alle specifiche dimensioni e complessità dell'attività del singolo consulente, sia infine ai tratti distintivi che caratterizzano il modello di regolazione del conflitto di interessi adottato dall'art. 18-*bis* del Tuf.

Esaurita la fase della consultazione, il predetto regolamento potrà essere emanato appena il Ministero dell'Economia e delle Finanze avrà apportato alla normativa primaria alcuni emendamenti in fase di definizione.

2. L'attività di livello 3 e le comunicazioni interpretative

Le comunicazioni interpretative della disciplina di attuazione della MiFID

Nel corso del 2008 l'attività regolamentare si è concentrata nel processo di chiarimento e segnalazione all'industria delle misure necessarie per l'effettiva adozione delle riforme strategiche e procedurali presupposte o richieste dalla nuova disciplina di recepimento della MiFID.

In tale contesto sono state elaborate misure interpretative di "livello 3" sul nuovo Regolamento Intermediari.

Il fenomeno economico della distribuzione di prodotti finanziari illiquidi (quali, a titolo esemplificativo, obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario, nonché derivati Otc) alla clientela *retail* assume infatti centrale rilevanza per il mercato finanziario nazionale tenuto conto dello scarso peso del risparmio gestito nella composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie. Questo tema assume particolare rilievo anche per il sistema bancario italiano che nel corso del biennio 2009-2010 dovrà rifinanziare obbligazioni in scadenza per oltre 200 miliardi di euro. Nelle attuali condizioni di mercato si possono, infatti, registrare maggiori incentivi al collocamento di obbligazioni bancarie presso la clientela al dettaglio, che avviene a costi di norma inferiori a quelli richiesti da altri investitori istituzionali che esigono più alti premi per il rischio assunto. Potrebbero esservi sono quindi rischi di insorgenza di significativi conflitti di interessi in capo alle banche, sia rispetto all'attività di gestione sia rispetto all'attività di consulenza. La necessità di rafforzare i coefficienti patrimoniali ha, inoltre, orientato le banche a collocare anche obbligazioni subordinate e prodotti ibridi, poco adatti, per profili di rischiosità e complessità, a investitori al dettaglio.

Il documento di livello 3 richiede agli intermediari nel caso in cui trattino con la clientela titoli "illiquidi", ossia titoli che comportano per l'investitore ostacoli o limitazioni allo smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole a condizioni di prezzo significative, di innalzare il livello di informativa al cliente, in particolare sui costi di smobilizzo dei menzionati investimenti. Specifiche cautele sono indicate al fine di garantire un corretto e ricostruibile *pricing* dei prodotti illiquidi trattati e un forte richiamo è formulato affinché le procedure di valutazione di adeguatezza siano tali da intercettare autonomamente il rischio di illiquidità del titolo da porsi in relazione di compatibilità con l'*holding period* manifestato dal cliente.

Per la sua rilevanza e impatto, le misure sono state sottoposte a un articolato processo di consultazione e richiederanno la pronta realizzazione da parte degli intermediari dei necessari aggiornamenti alle proprie procedure aziendali. Al tal fine, gli operatori potranno anche avvantaggiarsi dell'eventuale elaborazione di *best practices* da parte delle Associazioni di categoria.

Accanto al processo di chiarimento diretto dei principali passaggi interpretativi discendenti dalla nuova disciplina, la Consob ha definito una *policy*, pubblicata nel maggio 2008, per la valutazione ed eventuale validazione delle linee-guida elaborate dalle Associazioni degli intermediari. Uno spazio importante, nella prospettiva di soddisfare le esigenze di certezza degli operatori, può infatti essere colmato da orientamenti applicativi, elaborati dalle Associazioni degli intermediari ed eventualmente validati dalla Consob, sentite anche le Associazioni dei consumatori, tali che gli operatori che vi si attenessero siano considerati adempienti agli obblighi di legge (*safe harbour*).

Tali Linee garantiscono migliore elasticità e grado di dettaglio applicativo, assicurando al contempo un approccio rispettoso della libera concorrenza tra gli operatori alla luce della specificità operativa e organizzativa della singola impresa.

Nel corso del 2008 si sono quindi avviati e condotti confronti con le principali Associazioni degli intermediari le quali hanno sottoposto al processo di formale validazione le proprie prime bozze di Linee-guida. In data 24 marzo 2009 sono state così validate le prime *guidance* elaborate da Associazioni degli intermediari su diverse aree.

La disciplina sull'elezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo

Alla luce delle esperienze di vigilanza maturate in occasione della stagione assembleare 2008, che ha rappresentato un primo test per l'applicazione della nuova disciplina in materia di elezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo da parte delle minoranze attraverso il meccanismo del voto di lista (si veda il par. 6 del precedente Capitolo II "L'attività di vigilanza"), è stata sottoposta a consultazione del mercato, il 29 aprile 2008, una proposta di comunicazione volta a orientare i comportamenti degli operatori verso una maggiore aderenza allo spirito della legge in occasione della presentazione di liste di minoranza.

In base all'esito della consultazione si è ritenuto opportuno emanare una comunicazione con la quale si raccomanda ai soci che presentino una "lista di minoranza" di specificare l'assenza di rapporti di collegamento, anche indiretti, con gli azionisti che detengono, anche congiuntamente, partecipazioni di controllo o di maggioranza relativa e le relazioni eventualmente esistenti, qualora significative⁽²⁹⁾, con tali soggetti, nonché le motivazioni per le quali tali relazioni non sono state considerate determinanti per l'esistenza dei citati rapporti di collegamento.

Nella stessa comunicazione i componenti gli organi di controllo sono stati invitati, nell'adempimento dei loro doveri di vigilanza, a prestare particolare attenzione al rispetto della disciplina sull'elezione degli organi di amministrazione e controllo ed eventualmente ad assumere, nell'ambito dei propri poteri, ogni iniziativa utile, anche al fine di evitare incertezze sul mercato in ogni fase delle procedure di presentazione delle liste e di nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo.

Contestualmente all'emanazione della citata comunicazione è stata sottoposta alla consultazione del mercato una ulteriore proposta di comunicazione contenente raccomandazioni riguardanti l'informativa che l'organo amministrativo deve fornire in merito alla valutazioni sulla sussistenza dei requisiti di indipendenza in capo ai suoi componenti. Ciò in quanto si è riscontrato più volte che amministratori sono stati definiti indipendenti ai sensi del Codice di Autodisciplina senza che fossero evidenziate la mancanza di alcuni requisiti indicati dal medesimo Codice e le motivazioni per le quali gli stessi amministratori fossero stati ritenuti comunque indipendenti.

Tenuto quindi conto dell'importanza per il mercato di conoscere in modo chiaro la composizione dell'organo amministrativo, la proposta di comunicazione raccomanda ai consigli di amministrazione delle società quotate, in occasione delle nomine dei loro componenti e, periodicamente, nella relazione sul governo societario, di fornire tutte le informazioni necessarie circa la presenza degli amministratori indipendenti e i requisiti utilizzati per qualificarli tali.

IV – L’ATTIVITÀ DI ENFORCEMENT E I RAPPORTI CON L’AUTORITÀ GIUDIZIARIA

1. L’attività sanzionatoria

Nel corso del 2008 la Consob ha adottato 136 provvedimenti sanzionatori per accertate violazioni delle disposizioni del Testo Unico della Finanza e dei relativi regolamenti attuativi. L’ammontare complessivo delle sanzioni pecuniarie irrogate è stato pari a 6,5 milioni di euro, inferiore a quello del 2007 (anno in cui erano stato adottati 200 provvedimenti sanzionatori per un importo complessivo pari a 43,7 milioni di euro), in quanto tra la fine del 2006 e la prima parte del 2007 avevano trovato conclusione alcuni procedimenti sanzionatori afferenti operazioni societarie e di mercato di particolare rilevanza (vicenda Antonveneta, operazione di *equity swap* Ifil/Exor nell’ambito del Gruppo Agnelli, tentativo di scalata a Rcs), che avevano comportato l’applicazione di sanzioni di importo particolarmente elevato e tendenti al massimo edittale che, per le sole tre vicende sopra richiamate, avevano superato i 30 milioni di euro complessivi.

L’attività di vigilanza sfociata nei procedimenti sanzionatori conclusisi nel 2008 non ha fatto emergere, invece, fattispecie altrettanto gravi, attestandosi su livelli di sostanziale ordinarietà, eccezion fatta per taluni illeciti che hanno comportato l’applicazione di sanzioni di importo piuttosto consistente.

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggiore rilevanza assunti nel 2008 meritano, anzitutto, di essere segnalati quelli adottati nei confronti degli esponenti aziendali di Banca Italease Spa e della stessa banca, in relazione alle gravi violazioni della disciplina in materia di intermediari ed emittenti accertate con riguardo all’intensa attività in strumenti finanziari derivati svolta da tale banca fino a metà 2007.

L’ampia e approfondita attività di accertamento posta in essere – anche mediante audizioni e l’espletamento di una specifica indagine ispettiva – nei confronti degli amministratori e del collegio sindacale, nonché della società di revisione incaricata, ha fatto emergere che Banca Italease aveva dato inizio nel 2003 a un’attività di negoziazione in prodotti derivati *over the counter* (Otc) su tassi di interesse (*Interest Rate Swap – Irs*), in funzione della quale la banca, a fronte di ogni strumento derivato sottoscritto con la clientela, stipulava nella stessa giornata un contratto speculare con una controparte istituzionale finanziaria, in modo che ciascuna posizione risultasse “pareggiata”.

Per effetto di tale *modus operandi*, i crediti verso clienti per posizioni in derivati sono risultati crescere dai 225 milioni di euro di fine 2006 ai circa 400 milioni di euro di fine maggio 2007, fino ad arrivare a circa 920 milioni di euro al 30 giugno 2007.

In esito alla complessiva attività di accertamento svolta la Consob già nel corso del 2007 ha inviato alla Procura della Repubblica tre segnalazioni, con le quali si è dato conto

degli elementi informativi acquisiti, sono state svolte considerazioni in merito alla correttezza dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2006 (da cui era anche conseguita l'attivazione in data 31 ottobre 2007 dei poteri di impugnativa) e sono stati rappresentati fatti ritenuti di possibile rilevanza penale ai sensi dell'art. 331 c.p.

Contestualmente sono stati avviati due procedimenti sanzionatori amministrativi, il primo dei quali a carico degli esponenti aziendali di Banca Italease e, a titolo di responsabilità solidale, della stessa Banca con riguardo alle numerose e significative carenze procedurali accertate nella prestazione del servizio di negoziazione in conto proprio avente ad oggetto derivati Otc; carenze afferenti, in particolare, l'assenza di procedure idonee a garantire un'adeguata conoscenza da parte della clientela della natura, dei rischi e delle implicazioni delle operazioni stipulate, quale condizione imprescindibile per pervenire a consapevoli scelte d'investimento/disinvestimento.

È risultato, infatti, che Banca Italease aveva proceduto in modo passivo alla commercializzazione dei prodotti ingegnerizzati da *investment bank* terze, senza compiere alcun approfondimento in merito alle caratteristiche e alla strutturazione dei derivati oggetto dell'operatività Otc; inoltre, la Banca non aveva elaborato alcuna procedura volta a illustrare alla clientela la natura, il grado di rischiosità e le implicazioni dei prodotti commercializzati, né disponeva all'epoca di un valido sistema di catalogazione degli strumenti finanziari in relazione al livello di rischio agli stessi associato; il che è risultato tanto più grave in considerazione delle peculiarità dell'offerta del predetto intermediario orientata, nel periodo oggetto di accertamenti, verso strumenti derivati dalla struttura complessa e ad alto grado di rischiosità.

Carenze procedurali sono state, inoltre, accertate anche con riguardo alla mancata definizione da parte di Banca Italease di procedure idonee a individuare le operazioni in derivati Otc da proporre alla clientela in relazione alle specifiche esigenze finanziarie di quest'ultima, nonché di procedure necessarie alla valutazione del valore di mercato (*mark to market*) e alla conseguente definizione delle condizioni economiche (*pricing*) applicate alle operazioni in derivati Otc concluse da Banca Italease con la clientela.

Il secondo procedimento sanzionatorio, avviato direttamente nei confronti della Banca ai sensi dell'art. 193 del Tuf, ha riguardato l'accertata duplice violazione degli obblighi informativi previsti dall'art. 114 del Tuf e relativi provvedimenti d'attuazione a carico degli emittenti quotati, non essendo state rese note, al pubblico e al mercato, le informazioni *price sensitive* in relazione: (i) alla notizia concernente l'entità dell'esposizione in contratti derivati nei confronti della clientela e alla crescita della stessa rispetto al 31.12.2006, resa nota solo a seguito di specifica richiesta formulata dalla Consob in data 31 maggio 2007, nonostante già il precedente 24 maggio essa integrasse la fattispecie di informazione privilegiata ai sensi dell'art. 181 del Tuf; (ii) alla notizia relativa alla decisione di sospendere la distribuzione di derivati esotici, comunicata al

mercato – tra l'altro, solo in via indiretta e desuntiva – in data 29 giugno 2007, ancorché si trattasse di decisione risalente al precedente mese di aprile.

La mancata divulgazione da parte di Banca Italease Spa delle suddette informazioni ha avuto quale effetto la mancata messa a disposizione del mercato e del pubblico degli investitori di importanti elementi informativi, in un contesto borsistico caratterizzato da rilevanti fluttuazioni al ribasso del prezzo dei titoli della società.

Avuto riguardo al complesso e alla gravità dei fatti violativi accertati, la Commissione ha conclusivamente applicato nei confronti degli esponenti aziendali interessati e della stessa Banca Italease sanzioni per complessivi 2,3 milioni di euro circa.

Quanto alle condotte sostanzianti abusi di mercato, nel corso del 2008 i provvedimenti sanzionatori assunti sono stati in totale 5, concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate.

Le relative sanzioni pecuniarie applicate – di importo pari, in totale, a poco più di 2 milioni di euro – hanno riguardato in tutto 6 soggetti, di cui 5 persone fisiche e 1 persona giuridica, quest'ultima sanzionata ai sensi dell'art. 187-*quinqüies* del Tuf (Responsabilità dell'ente).

Nei confronti delle stesse persone fisiche sanzionate è stata anche 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) per complessivi 18 mesi; inoltre, è stata disposta la confisca, parimenti obbligatoria ai sensi dell'art. 187-*sexies* del Tuf, di beni appartenenti agli autori delle violazioni, per un valore complessivo pari a circa 5,5 milioni di euro.

Tra i procedimenti conclusi in materia di *market abuse* si segnala quello che ha portato all'adozione di provvedimenti sanzionatori in relazione a operazioni di vendita di azioni della società Fidia Spa – effettuate dal Direttore Generale per conto della Società – sfruttando un'informazione privilegiata non ancora messa a disposizione del mercato, concernente una significativa contrazione del fatturato rispetto a quanto previsto nel *business plan* del triennio 2005-2007. Le indagini svolte hanno comprovato che tale operatività in vendita era stata posta in essere al fine di evitare le perdite connesse alla diminuzione di valore delle azioni Fidia, che sarebbero ragionevolmente conseguite per effetto della diffusione al mercato della notizia che Prima Industrie Spa (società con la quale era stato avviato un progetto di fusione per incorporazione di Fidia), venuta a conoscenza del sopraggiunto peggioramento della situazione aziendale dell'incorporante Fidia, avrebbe con tutta probabilità rinunciato alla realizzazione di detto progetto (circostanza poi effettivamente verificatasi).

Gli accertamenti condotti hanno, altresì, fatto emergere analoghi comportamenti violativi posti in essere, per le medesime finalità, anche dal socio controllante nonché Presidente di Fidia, che aveva operato in conto proprio sul medesimo titolo.

Quanto sopra ha sostanziato violazione dell'art. 187-*bis* del Tuf (abuso di informazioni privilegiate), con conseguente applicazione di sanzioni pecuniarie di poco inferiori a 1 milione di euro nel complesso. 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 per complessivi otto mesi. Ai soggetti che avevano tratto diretto vantaggio dalla descritta operatività (l'emittente Fidia e il suo socio di controllo) è stata, inoltre, applicata la confisca dei beni per un controvalore complessivo di 1,8 milioni di euro.

Un'altra fattispecie grave di abuso di informazioni privilegiate è stata accertata in relazione ad acquisti di azioni Interbanca Spa, effettuati nel corso del 2002 (oggetto prima di procedimento penale e, successivamente, di procedimento sanzionatorio amministrativo, per effetto dell'intervenuta depenalizzazione delle fattispecie di insider secondario operata con la legge comunitaria 2004) abusando dell'informazione privilegiata relativa al progetto di Banca Popolare Antoniana Veneta di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni Interbanca. L'informazione privilegiata era stata acquisita dal soggetto, cui sono stati contestati i fatti, in ragione della sua appartenenza a una delle componenti del Patto di Sindacato che, all'epoca dei fatti oggetto di accertamento, governava BPAV.

Gli accertamenti posti in essere, anche mediante la cooperazione internazionale, hanno fatto emergere l'anomalia dell'operatività sui titoli Interbanca posta in essere dal sig. Sinigaglia tramite una società con sede in Honk Kong a lui riconducibile, dal che è conseguita l'applicazione a suo carico di una sanzione pecuniaria pari a 1,4 milioni di euro, di una sanzione interdittiva accessoria, ai sensi dell'art. 187-*quater*, comma 1, del Tuf pari a quattro mesi e la confisca di beni per un valore di circa 3,3 milioni di euro.

Nella materia delle infrazioni alla disciplina degli emittenti la Commissione ha adottato, nel corso del 2008, 30 provvedimenti sanzionatori, per effetto dei quali ha comminato sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 1,5 milioni di euro.

Le violazioni accertate hanno riguardato la normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto, di informativa societaria, di comunicazione delle variazioni intervenute nella partecipazioni societarie rilevanti, di pubblicazione dei patti parasociali.

Tra le fattispecie violative rilevate si segnala quella relativa all'inadempimento da parte di RCS MediaGroup Spa dell'obbligo, gravante in capo agli emittenti quotati ai sensi dell'art. 66, comma 8, del Regolamento Consob n. 11971/99, di procedere – in presenza di notizie diffuse tra il pubblico che abbiano avuto un effetto rilevante sul prezzo degli strumenti finanziari emessi dai medesimi soggetti – alla pubblicazione tempestiva di un

comunicato in merito alla veridicità delle notizie stesse, al fine di ripristinare condizioni di parità informativa sul mercato.

È stato accertato l'inadempimento da parte del predetto emittente dell'obbligo, sancito dalla sopra richiamata disposizione regolamentare, di ripristinare la parità informativa sul mercato ove sia possibile presumere, per effetto della coesistenza di indiscrezioni di stampa e di variazioni di rilievo delle quotazioni dei titoli interessati, la disomogenea disponibilità tra gli operatori e il pubblico degli investitori di informazioni caratterizzate da adeguata precisione. In relazione a ciò è stata applicata a carico di RCS Mediagroup una sanzione pecuniaria pari a 200.000 euro.

Nel corso del 2008 sono stati espletati, inoltre, due procedimenti sanzionatori che hanno tratto origine dalle risultanze dell'attività d'indagine, anche ispettiva, posta in essere con riguardo alle due operazioni di offerta pubblica d'acquisto poste in essere da società del Gruppo Pirelli a metà 2007 aventi ad oggetto le quote dei fondi comuni d'investimento immobiliare chiusi denominati Tecla e Berenice.

Dal complesso degli accertamenti svolti sono emerse violazioni sia della normativa in materia di intermediari che delle disposizioni disciplinanti le operazioni di offerta pubblica d'acquisto.

Sotto il primo profilo, gli illeciti hanno riguardato soprattutto violazioni delle disposizioni in materia di gestione delle situazioni di conflitto d'interessi e del dovere posto in capo alle Sgr di agire in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, tenuto conto della mancata adozione da parte di Pirelli RE Sgr delle misure necessarie a prevenire gli effetti negativi per i titolari delle quote dei due fondi comuni Tecla e Berenice derivanti dalla situazione di conflitto di interessi in cui versava la Sgr nei rapporti con la controllante Pirelli RE Spa a seguito della promozione delle due Opa in questione da parte del "veicolo societario" Gamma RE BV, a sua volta riconducibile alla stessa Pirelli RE.

Quanto alle violazioni accertate con riguardo alla disciplina in materia di offerte pubbliche d'acquisto, le condotte sanzionate hanno avuto ad oggetto, in particolare, carenze informative riscontrate nei due documenti d'offerta – nella parte relativa alla descrizione delle motivazioni e dei programmi futuri dell'emittente e, limitatamente al documento relativo all'offerta su quote del fondo Berenice, anche con riferimento all'indicazione dei criteri di determinazione del corrispettivo – nonché la violazione delle regole di correttezza in sede di predisposizione e definizione dei contenuti dei comunicati diffusi dallo stesso emittente, contenenti le valutazioni di competenza in merito alla citate operazioni, stanti le numerose interferenze poste in essere dalla controllante Pirelli RE, favorite e/o avallate dagli esponenti aziendali della controllata Pirelli RE Sgr.

Entrambi i procedimenti sanzionatori sopra richiamati si sono conclusi a inizio 2009 con l'applicazione a carico di esponenti aziendali delle due società sopra menzionate di sanzioni pecuniarie pari complessivamente a circa 3,5 milioni di euro.

Infine, nel corso del 2008 sono giunti a conclusione i primi procedimenti (in tutto 9) concernenti violazioni della disciplina in materia di operazioni di *internal dealing* (ex art. 114, comma 7, del Tuf e relative disposizioni d'attuazione). Si tratta di una disciplina che, in un'ottica di prevenzione di possibili fattispecie di *market abuse*, pone a carico dei cc.dd. "soggetti rilevanti" (vale a dire dei soggetti che ricoprono incarichi direttivi, amministrativi e di controllo in un emittente quotato nonché dei partecipanti al capitale dell'emittente medesimo in misura almeno pari al 10 per cento) nonché delle persone a essi strettamente legate, specifici obblighi di comunicazione alla Consob e al mercato delle operazioni aventi ad oggetto azioni emesse dall'emittente o altri strumenti finanziari a esse collegati. In relazione agli illeciti accertati sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 400.000 euro circa nei confronti di 7 persone fisiche e 2 persone giuridiche.

L'attività di vigilanza svolta sul fronte degli intermediari ha comportato nel corso del 2008 l'adozione di 7 provvedimenti sanzionatori, che hanno riguardato 5 banche, una Sim e una Sgr.

Le relative sanzioni pecuniarie (comprese quelle irrogate nei confronti di Banca Italease, cui si è già fatto cenno sopra), sono state pari a circa 2,9 milioni di euro e hanno riguardato 103 esponenti aziendali.

Le irregolarità di maggiore rilevanza accertate hanno riguardato 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 l'adeguata vigilanza interna sull'attività svolta dalle reti di vendita; l'inidoneità delle procedure per la individuazione e gestione dei conflitti d'interesse; la violazione delle disposizioni in materia di preimputazione e registrazione degli ordini; la mancata indicazione all'investitore di un parametro oggettivo di riferimento coerente con i rischi a essa connessi, in relazione al quale commisurare i risultati della gestione stessa; la violazione delle disposizioni in materia di adozione e tenuta del registro dei reclami della clientela nonché di adozione del registro delle verifiche; la mancata adozione del registro elettronico degli ordini impartiti dalla clientela e delle operazioni eseguite; carenze nelle procedure funzionali a consentire la compiuta valutazione dell'adeguatezza delle operazioni disposte dai clienti; mancanza di procedure idonee a garantire un'adeguata conoscenza dei prodotti commercializzati.

Possibili linee di riforma della disciplina sanzionatoria

Gli interventi legislativi del 2005 (legge n. 62/2005, cosiddetta “legge comunitaria 2004”, e legge n. 262/2005, cosiddetta “legge sul risparmio”) hanno profondamente mutato il previgente assetto normativo.

È stato, come noto, assegnato direttamente alla Consob il compito di applicare le sanzioni per comportamenti violativi delle disposizioni del Testo Unico della Finanza e relativi provvedimenti d’attuazione ed è stato definito un sistema sanzionatorio decisamente più efficace rispetto al passato che, sotto il profilo della sua capacità dissuasiva, può ritenersi in linea con i *legal standard* più avanzati a livello europeo, in particolare per quanto riguarda la repressione delle condotte illecite concretanti abusi di mercato, che rappresentano le fattispecie violative ritenute maggiormente lesive anche dal legislatore comunitario, stante la loro capacità di compromettere, anche gravemente, il regolare funzionamento dei mercati e di minare la fiducia del pubblico degli investitori.

Avvalendosi delle potestà sanzionatorie conferite con i citati provvedimenti legislativi del 2005, e uniformando sotto il profilo procedurale la propria azione alla piena osservanza del principio di separatezza tra funzioni istruttorie (attribuite ai competenti Uffici dell’Istituto) e funzioni decisorie (di competenza esclusiva della Commissione), introdotto con i medesimi provvedimenti legislativi, nel triennio 2006/2008 sono stati svolti 499 procedimenti sanzionatori che in 436 casi si sono conclusi con l’applicazione di sanzioni a carico degli autori delle violazioni.

Il controvalore delle sanzioni pecuniarie nel complesso applicate ha superato i 58 milioni di euro, mentre il valore dei beni oggetto di confisca per accertate condotte illecite in materia di *market abuse* è stato di oltre 45 milioni di euro.

Si tratta di un volume di attività significativo – sia sotto il profilo quantitativo sia avuto riguardo alla rilevanza di alcune delle vicende di mercato che sono state interessate dall’azione punitiva dell’Istituto – che ha rappresentato un valido banco di prova dell’attuale assetto normativo in materia sanzionatoria, sulla cui base pare possibile formulare talune considerazioni su possibili profili evolutivi dello stesso.

Va subito evidenziato che l’esperienza maturata induce ad affermare che l’impianto sanzionatorio definito con gli interventi legislativi del 2005 sia stato in grado di dare, in linea generale, buona prova di sé sotto il profilo sia dell’adeguatezza dell’*iter* procedurale, sia dell’efficacia e della capacità dissuasiva della reazione repressiva a fronte di accertate condotte illecite.

Ciò risulta confermato anche dalla sostanziale tenuta, in sede giudiziale, dei provvedimenti sanzionatori finora adottati, a fronte delle opposizioni presentate dai soggetti destinatari delle sanzioni; la fondatezza dell’impianto accusatorio posto a base delle sanzioni di volta in volta applicate ha, infatti, ricevuto pressoché totale conferma da

parte delle Corti d'Appello adite, che solo in circoscritti casi hanno proceduto a una rideterminazione del *quantum* delle sanzioni applicate.

Nondimeno, sussistono ambiti per possibili interventi riformatori funzionali alla rimozione di talune criticità emerse.

Relativamente alle sanzioni pecuniarie, gli attuali importi edittali previsti dal Tuf appaiono in complesso adeguati nei loro massimi; potenzialmente eccessivi, invece, e tali da non assicurare sempre la necessaria proporzionalità e adeguatezza con riguardo a taluni minimi.

Nella Relazione 2007 sono state prefigurate ipotesi emendative dell'attuale apparato sanzionatorio del Tuf, segnalando anzitutto come l'attuale sanzione minima prevista dagli artt. 187-*bis* e 187-*ter* del Tuf per fattispecie di abusi di mercato (100.000,00 euro) può rivelarsi, in concreto, eccessiva in presenza di comportamenti violativi di contenuta gravità sia oggettiva che soggettiva, con la conseguente opportunità di una rideterminazione verso il basso di tale importo, ripristinando il minimo edittale di 20.000 euro introdotto dalla legge n. 62/2005 (quintuplicato, a distanza di pochi mesi, con la legge sul risparmio di fine 2005).

Considerazioni analoghe sono state formulate anche con riguardo alla sanzione minima (50.000,00 euro) prevista dall'art. 187-*quinqüesdecies* del Tuf per i casi di inottemperanza alle richieste formulate dalla Consob e di procurato ritardo all'esercizio delle relative funzioni, auspicando il ripristino del minimo edittale "ante legge sul risparmio" (10.000,00 euro).

Un intervento riformatore funzionale ad assicurare, in ogni circostanza, la necessaria modularità e proporzionalità della reazione sanzionatoria è stato auspicato anche con riguardo all'art. 193 del Tuf, relativamente alle violazioni degli obblighi di comunicazione, entro i termini normativamente previsti, delle partecipazioni rilevanti al capitale di emittenti quotati e, più in generale, per le violazioni degli obblighi in materia di informativa societaria.

Tali istanze riformatrici dell'attuale *corpus* normativo del Tuf hanno trovato positivo riscontro nelle competenti sedi istituzionali; sono in corso iniziative, a livello legislativo, per apportare revisioni alle citate disposizioni del Testo Unico.

Nella materia delle sanzioni per fattispecie di *market abuse* permangono profili di possibili criticità con riguardo all'attuale formulazione dell'art. 187-*sexies* del Tuf, laddove è prevista la misura obbligatoria della confisca.

Come già si è avuto modo di rilevare nella Relazione dello scorso anno, la richiamata disposizione, nella sua attuale formulazione, può tradursi sotto il profilo applicativo nell'adozione di un provvedimento ablatorio di entità sproporzionata rispetto alla gravità dei fatti rilevati e alla sanzione pecuniaria applicata. Opportuna appare, pertanto, *de iure condendo*, una revisione dell'attuale dettato normativo, che consenta di assoggettare a

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

Sono attualmente in corso approfondimenti della materia – sulla base dell'esperienza applicativa finora maturata e del quadro normativo di riferimento – funzionali alla elaborazione di eventuali ipotesi di interventi emendativi, che dovranno a ogni modo esser tali da contemperare la necessaria efficacia e capacità afflittiva della misura con l'indicato obiettivo di assicurare sempre la proporzionalità del *quantum* dei beni oggetto della confisca rispetto alla gravità dei fatti illeciti accertati.

Gli interventi riformatori dell'attuale impianto normativo del Tuf cui sopra si è fatto cenno sono tutti strumentali a soddisfare l'esigenza di assicurare maggiore flessibilità, in sede applicativa, allo strumento repressivo, lasciandone tuttavia impregiudicato il rigore punitivo e la capacità di deterrenza per le fattispecie di maggiore gravità.

Più in generale, auspicabile appare una rivisitazione d'ordine sistematico del complesso delle disposizioni del Tuf in materia di sanzioni amministrative, allo scopo di verificarne coerenza, funzionalità e adeguatezza complessive. In tale contesto, pare opportuno considerare anche l'eventualità di ampliare gli strumenti di reazione aventi valenza sanzionatoria (ad esempio, mediante la previsione di richiami scritti, attualmente previsti solo per i promotori finanziari). L'utilizzo di strumenti siffatti può, infatti, migliorare il livello di interazione tra Autorità di vigilanza e soggetti vigilati secondo un approccio che, attraverso la valorizzazione della componente di tipo reputazionale, punti a elevare il grado complessivo di *compliance* alle norme, rendendo nello stesso tempo più flessibile l'azione dell'Autorità di vigilanza.

2. Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza

In materia di abusi di mercato, nel corso dell'anno, si sono definiti i primi giudizi di opposizione, intrapresi nel 2007, avverso sanzioni comminate a seguito dell'accertamento di illeciti di abuso di informazioni privilegiate da parte di *insider* secondari (art. 187-*bis*, comma 4, del Tuf) relativamente a fatti commessi anteriormente all'entrata in vigore della legge 18 aprile 2005, n. 62 (che depenalizza l'illecito) e sanzionati in via amministrativa, a seguito della trasmissione degli atti alla Consob da parte dell'Autorità giudiziaria (avanti alla quale erano stati instaurati procedimenti penali per i medesimi casi, come previsto dall'art. 9, comma 6, della citata legge n. 62). Si tratta, in particolare, di 7 impugnazioni, promosse innanzi alla Corte d'Appello di Brescia, che sono state tutte rigettate.

La Corte d'Appello di Roma, investita delle opposizioni avverso le sanzioni applicate in relazione al tentativo di “scalata” della RCS, a fronte degli illeciti di manipolazione del mercato, procurato ritardo all'attività di vigilanza della Consob, mancata comunicazione alla stessa di notizie e documenti, nonché omessa comunicazione di partecipazioni rilevanti, ha confermato la sussistenza degli illeciti accertati.

In relazione alla disciplina concernente la prestazione dei servizi di investimento, le Corti d'Appello di Venezia e Milano hanno confermato le sanzioni applicate a due società del Gruppo Unicredito Italiano per l'inadeguatezza delle procedure aziendali relative alla ingegnerizzazione e commercializzazione di strumenti finanziari derivati non negoziati nei mercati regolamentati (Otc).

La Corte d'Appello di Brescia ha valutato la possibilità che l'inosservanza di talune regole di funzionamento dei mercati regolamentati, approvate dalle relative società di gestione, possa costituire comportamento sanzionabile in via amministrativa. In particolare, la fattispecie esaminata dai giudici bresciani riguarda il caso di un intermediario che ha, intenzionalmente, regolato un'operazione in titoli con tre giorni di ritardo, rispetto al termine previsto dal Regolamento di Borsa, determinando una situazione di cosiddetto "fail". La Corte ha confermato la sussistenza dell'illecito sanzionato dalla Consob.

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, si segnala la decisione del Tar del Lazio di annullare un atto con il quale era stata accertata la stipulazione, nel 2005, di un patto parasociale tra azionisti della S.S. Lazio Spa per l'acquisto concertato di azioni ordinarie della stessa società con il superamento della soglia del 30 per cento rilevante per l'Opa obbligatoria. Il Tribunale ha annullato l'atto per l'insufficienza della motivazione in ordine alla funzione parasociale del patto, anche in considerazione dell'adozione del sistema societario cosiddetto dualistico da parte della società (sentenza 8835 del 2008). Tale sentenza è stata impugnata dalla Consob innanzi al Consiglio di Stato.

Si riferisce alla giurisdizione amministrativa un ulteriore procedimento, portato innanzi al Tar del Lazio, promosso da un comitato di piccoli azionisti della Immobiliare Lombarda Spa per l'annullamento della delibera in cui si stabilisce il corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto delle azioni residue della società (ex art. 108, comma 2, del Tuf). Il Tribunale ha respinto l'istanza cautelare, motivata dall'imminente chiusura della procedura di offerta. Il Tar non ha riscontrato il danno irreparabile, vista la natura patrimoniale dell'oggetto dell'obbligazione in capo all'offerente; in caso di esito positivo per i ricorrenti al giudizio di merito il prezzo può essere nuovamente determinato dalla Consob e le pretese essere soddisfatte con compensazioni e conguagli (ordinanza 4158 del 2008).

Nel 2008, tra le più significative pronunce del giudice ordinario, si segnala una decisione della Corte d'Appello di Milano che ha rigettato l'opposizione di una società quotata (RCS MediaGroup Spa) avverso la sanzione per inadempimento all'obbligo (art. 66, comma 8, Regolamento Emittenti) di divulgare informazioni idonee a ripristinare la parità informativa sul mercato in presenza di *rumours* e di variazioni di rilievo delle quotazioni del titolo. In particolare, i giudici milanesi, nel confermare le sanzioni comminate, hanno ritenuto la norma regolamentare attuativa dell'art. 114, comma 5, del Tuf e sufficientemente chiara "pur in mancanza di specifiche indicazioni dell'Autorità

sulle modalità della comunicazione”; i giudici hanno, inoltre, chiarito che la finalità di ripristino della parità informativa impegna l'emittente in presenza di “trattative” per l'acquisto di un rilevante *asset* “a un dovere di *disclosure* nella dimensione utile per offrire agli investitori una percezione adeguata della evoluzione” delle trattative “e dunque non a svelare ogni più intima vicenda della negoziazione, ma almeno a denunciare i suoi aspetti più significativi per il mercato”. In tali casi, l'unica possibilità per l'emittente di sottrarsi a tale obbligo è l'uso della procedura di “grave danno” prevista dall'art. 114, comma 6, del Tuf (decreto 4.12.08).

La Corte milanese, inoltre, nel caso di una società quotata (Garboli Spa), in ritardo nella pubblicazione della relazione semestrale e trimestrale al 30 settembre 2005, ha escluso la sussistenza dell'elemento soggettivo dell'illecito amministrativo con conseguente annullamento della relativa sanzione amministrativa pecuniaria. Secondo la Corte, la situazione nella quale si sono trovati gli amministratori della società, dopo essere subentrati ai precedenti a metà esercizio a seguito del cambiamento del socio di controllo e dopo aver riscontrato perdite notevoli e non rilevabili dalle situazioni contabili precedenti, doveva ritenersi del tutto imprevedibile e non “specificamente disciplinata” dalle norme sul bilancio e tale da configurare una oggettiva impossibilità di pubblicare tempestivamente le situazioni contabili di periodo (decreto 24.06.2008).

La Corte d'Appello di Milano, in relazione a opposizioni verso sanzioni adottate dalla Consob per violazione degli obblighi in materia di partecipazioni rilevanti, ha confermato l'orientamento maggioritario che esclude una distinzione tra omissione e ritardo nella comunicazione, in assenza di una specifica previsione di legge, e l'applicabilità del principio del *favor rei* nei procedimenti di opposizione a sanzioni amministrative in quanto “la norma sanzionatoria deve applicarsi nel testo vigente al momento di consumazione dell'illecito”, in virtù del principio dell'irretroattività delle norme sanzionatorie amministrative di cui alla legge 689/1981.

Si segnala, inoltre, la definitiva chiusura di un procedimento giudiziario riguardante un'offerta pubblica di vendita abusiva promossa, nel 2004, da un ente locale che è stato sanzionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, su proposta della Consob. L'OPV è stata effettuata in violazione delle norme che impongono l'obbligo di redazione del prospetto informativo e di certificazione dell'ultimo bilancio da parte di una società di revisione. L'opposizione avverso il decreto sanzionatorio era stata parzialmente accolta dalla Corte d'Appello di Lecce che aveva ritenuto inesistente l'obbligo di redigere il prospetto e, diversamente, aveva confermato la sanzione per l'inosservanza dell'obbligo di revisione del bilancio. Nel 2008, la Cassazione ha respinto il ricorso dell'ente territoriale e, accogliendo il ricorso incidentale della Consob, ha confermato tutte le sanzioni applicate, nel presupposto che in presenza di una sollecitazione all'investimento entrambi gli obblighi devono essere adempiuti in quanto strettamente connessi (sentenza n. 14939 del 2008).

Nel corso dell'anno è giunta a conclusione una vicenda relativa all'impugnativa del bilancio, al 31 dicembre 1997, della Gildemeister Italiana Spa intentata nel 1998 dalla Consob. La Corte d'Appello di Brescia, alla quale la Cassazione (con sentenza 6 aprile 2004) aveva rinviato il giudizio sul merito recependo le statuizioni della Suprema Corte, ha dichiarato la nullità della delibera di approvazione del bilancio “nella parte in cui sono stati contabilizzati gli oneri affrontati per la risoluzione” di un contratto di distribuzione “tra le immobilizzazioni immateriali, costi di impianto e di ampliamento” (sentenza 152 del 2008).

Sono state prese numerose decisioni nelle quali è stata affrontata la questione della conformità della procedura di applicazione delle sanzioni amministrative (disciplinata dalla delibera Consob n. 15086 del 21 giugno 2005) ai principi della “distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie” e del “contraddittorio”, (artt. 187-*septies* e 195 del Tuf) che configurano l'attività sanzionatoria della Consob in tutti i suoi settori istituzionali. L'idoneità della delibera n. 15086 ad attuare validamente il principio di “distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie” è stata affermata da tutte le Corti d'Appello alle quali è stata devoluta la questione, mentre la sola Corte d'Appello di Genova ha ritenuto detta delibera non rispettosa del principio del “contraddittorio” nella fase di effettiva irrogazione della sanzione.

3. I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e l'intervento nei processi penali

La Consob intrattiene stretti e frequenti rapporti di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria in relazione a ipotesi di possibile rilievo penale che emergono nell'ambito delle attività di vigilanza. In particolare, il Presidente inoltra all'Autorità Giudiziaria competente una segnalazione corredata della documentazione di supporto, qualora dalle evidenze istruttorie emergano fattispecie ritenute penalmente rilevanti⁽³⁰⁾.

Nel 2008 sono stati trasmessi 63 rapporti all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate; 6 segnalazioni hanno riguardato ipotesi rilevanti in materia di *market abuse* (di cui 1 per abuso di informazioni privilegiate e 5 per manipolazione); le altre hanno avuto ad oggetto ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (quali l'appropriazione indebita e la 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 prestata in relazione alle numerose richieste di dati e notizie formulate dall'Autorità Giudiziaria. È stato dato riscontro a 107 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 2008 la collaborazione ex art. 187-*decies*, comma 3 del Tuf – che prevede che la Consob e l'Autorità Giudiziaria collaborino 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 – ha continuato a trovare proficua applicazione in occasione dello svolgimento delle indagini relative alle vicende “Bnl/Unipol”, “Alitalia”, nonché a vicende riguardanti società calcistiche con azioni quotate, che hanno impegnato l'Istituto in un'intensa attività di cooperazione e di scambio di informazioni e documenti con le Procure competenti.

La Consob, nel corso del 2008, si è costituita parte civile in 7 nuovi procedimenti penali, di cui 2 per *insider trading*, 3 per manipolazione del mercato e 2 per ostacolo alle funzioni di vigilanza. Nella maggior parte dei casi, all'esito della vigilanza svolta, erano stati inviati 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.

Tra le costituzioni di parte civile degna di segnalazione è quella concernente la vicenda Fiat-Ifil-Exor relativa al contratto di *equity swap* concluso nell'aprile 2005 da Exor Group S.A. con Merrill Lynch International e ai suoi sviluppi in concomitanza del riassetto azionario del gruppo nel settembre 2005. In data 9 luglio 2008 ha preso avvio l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 3 persone fisiche – esponenti aziendali, tra l'altro, di Ifil Investments Spa e di Giovanni Agnelli & C. Sapa – imputate dei reati di manipolazione del mercato, nonché di 2 persone giuridiche responsabili ex L. n. 231/2001, nel quale la Consob si è costituita parte civile. In data 7 novembre 2008 il Giudice per l'udienza preliminare ha emesso decreto che dispone il giudizio nei confronti degli imputati.

Inoltre, la Consob si è costituita, all'udienza preliminare del 30 ottobre 2008, parte civile nel procedimento penale pendente innanzi al Tribunale di Milano per la vicenda “Bnl/Unipol”, in relazione all'ipotesi di reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza.

Nel corso del 2008 sono stati definiti in primo grado otto procedimenti aventi ad oggetto reati di *market abuse*, nei quali l'Istituto si era costituito parte civile, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e con la condanna al risarcimento dei danni patrimoniali e non patrimoniali subiti.

Tra questi va ricordato il procedimento penale nei confronti di 8 persone fisiche – ex esponenti aziendali di Finmatica Spa – imputate dei reati di aggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza, concluso con sentenza di condanna nei confronti di uno degli imputati, pronunciata dal Tribunale di Brescia in data 16 dicembre 2008 all'esito del giudizio abbreviato, e con sentenza di patteggiamento pronunciata in pari data nei confronti degli altri.

Di particolare rilievo è anche la sentenza di condanna di uno degli imputati dei reati di aggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza nella vicenda "Parmalat", emessa dal Tribunale di Milano in data 18 dicembre 2008. Nel medesimo procedimento penale, il Tribunale di Milano ha pronunciato sentenza di patteggiamento nei confronti della maggioranza degli altri imputati.

Sempre in materia di abusi di mercato, con due sentenze pronunciate nel corso del 2008 la Corte di Cassazione ha respinto i ricorsi proposti avverso due decisioni emesse dalla Corte d'Appello di Milano nel 2007 che avevano confermato le sentenze di primo grado ove, ritenuta la responsabilità penale degli imputati, questi ultimi erano stati condannati al risarcimento dei danni.

Tra i procedimenti penali in cui la Consob si era costituita parte civile nel corso del 2007, all'esito dell'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche – oltre a 8 persone giuridiche responsabili ex L. n. 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 nella vicenda "Antonveneta", in data 23 maggio 2008 il Giudice per l'udienza preliminare del Tribunale di Milano ha pronunciato sentenza di patteggiamento nei confronti di alcuni imputati e ha emesso nei confronti degli altri decreto che dispone il giudizio. Il processo ha preso avvio all'udienza del 28 ottobre 2008.

4. Il contenzioso in sede civile

Nel corso del 2008 si sono avute 72 sentenze che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni investitori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina" (contro le 52 del 2007).

Le decisioni, tutte favorevoli all'Istituto, hanno in massima parte dichiarato l'incompetenza per territorio del Tribunale di Roma in relazione alle domande proposte nei confronti degli intermediari convenuti. Le pretese risarcitorie sono invece state respinte, attesa la dichiarata insussistenza – nel merito – di profili di responsabilità extracontrattuale dell'Istituto per omesso 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.

Con otto decisioni sono state respinte anche le domande di risarcimento del danno per asserito omesso esercizio dei poteri di vigilanza sull'attività di un promotore finanziario.

Di contro con sentenza n. 9828 del 24 luglio 2008 il Tribunale di Milano ha condannato la Consob e altri convenuti, in via solidale, al pagamento di una somma di 4,53 milioni di euro in favore di alcuni risparmiatori per i danni derivanti dall'asserita non

completezza delle informazioni contenute nel prospetto informativo di offerta al pubblico e di ammissione a quotazione delle azioni Freedomland, pubblicato nell'anno 2000.

Con sentenza n. 8844 del 20 aprile 2008 il Tribunale di Roma ha disposto la condanna della Consob al pagamento a favore di taluni risparmiatori della somma complessiva di circa 13,81 milioni di euro, per i danni derivanti dall'asserito omesso o negligente controllo da parte dell'Istituto sull'operatività dell'Agente di cambio Guido De Asmundis e della Professione e Finanza Sim Spa nel periodo 1991-1996.

Ritenendo che vi siano fondati motivi di censura delle cennate decisioni di primo grado, è stato promosso appello avverso le medesime sentenze

V – LE AREE DI RISCHIO E LE LINEE STRATEGICHE PER IL 2009

1. I principali fattori di rischio per il conseguimento degli obiettivi istituzionali

La crisi finanziaria e il quadro economico fortemente recessivo determinano una serie di fattori di rischio che condizioneranno profondamente le strategie e l'impostazione delle attività di vigilanza e regolamentazione.

Il possibile aumento della probabilità di *default* per imprese non finanziarie e la difficoltà di raccogliere capitale di rischio per le banche potranno esercitare un forte stress sulle attività di vigilanza tese ad assicurare un'informativa societaria completa e tempestiva nonché la correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari. Il mutato contesto economico e finanziario potrebbe innescare reazioni da parte dei soggetti vigilati suscettibili di rendere più complesso il perseguimento dell'obiettivo istituzionale di garantire l'efficienza e la trasparenza del mercato dei capitali.

Sul fronte della vigilanza sugli intermediari e sulla prestazione dei servizi di investimento, si è già evidenziato che la crisi di liquidità e le tensioni sui mercati determinano difficoltà di rifinanziamento della raccolta bancaria e accentuano conflitti di interessi collegati all'emissione e al collocamento di strumenti obbligazionari, che hanno ormai assunto un peso molto significativo sulla raccolta complessiva. Più in generale, il rischio principale deriva dalla prestazione di servizi di investimento secondo modalità non conformi al quadro delle tutele e dei doveri disegnati dalla MiFID e dall'incapacità di rilevazione autonoma di comportamenti patologici dei promotori finanziari da parte degli stessi intermediari. È prevedibile quindi che aumentino la complessità e gli impegni collegati alla vigilanza sulla correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari, presupposto essenziale per garantire l'obiettivo ultimo della tutela degli investitori.

Si è già avuto modo di evidenziare, inoltre, come il principio della vigilanza del paese di origine per la prestazione dei servizi su base *cross-border* e per la raccolta di capitali con prospetti muniti del passaporto europeo (cosiddetti prospetti "passaportati") determina una ripartizione non equilibrata delle responsabilità di vigilanza fra i vari paesi europei.

Per ciò che riguarda l'area dei mercati, pesano ancora l'assenza di forme di consolidamento efficienti dell'informativa pre e post-negoziata in un contesto in cui potrebbe essere significativo il rischio di un aumento della frammentazione degli scambi, per effetto della migrazione degli ordini su piattaforme estere e dell'allargamento dell'area degli scambi Otc. Da ciò deriva una maggiore complessità nell'esercizio della vigilanza sul mercato azionario tesa ad assicurare la trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Le diversità nelle prassi di vigilanza e il consolidamento delle strutture di *trading* a livello internazionale creano opportunità di arbitraggi regolamentari e un rischio di de-localizzazione dell'attività di intermediazione finanziaria. Ciò può rendere più complessa la gestione della tensione fra gli obiettivi istituzionali di tutela degli investitori e quelli di salvaguardia della posizione competitiva del sistema finanziario italiano.

2. La strategia di vigilanza

2.1. La vigilanza sugli emittenti

Le condizioni di contesto che caratterizzano l'evoluzione del quadro di riferimento evidenziano che un elemento rilevante ai fini della tutela degli investitori, dal punto di vista sia della correttezza dell'informativa societaria sia della riduzione dei conflitti di interessi tra diversi *stakeholder* della società, è rappresentato dall'integrità dei processi decisionali nell'ambito delle imprese e dall'adeguatezza dei meccanismi di governo societario.

Il modello di vigilanza sugli emittenti – in un'ottica di prevenzione – sarà focalizzato sull'individuazione dei parametri di misurazione della “qualità” del governo societario al fine di selezionare quegli emittenti caratterizzati dalla presenza di conflitti di interessi non gestiti adeguatamente e da un (conseguente) rischio di diffusione al mercato di informazioni non corrette. L'inadeguatezza dei meccanismi di controllo dei conflitti di interessi fra diversi *stakeholder* (ad esempio, fra azionisti di maggioranza e di minoranza o fra manager e azionisti) non consente di arginare gli incentivi a distorcere l'informativa al mercato al fine sia di celare la presenza di tali interessi configgenti sia di estrarre rendite a danno degli altri *stakeholder*, richiedendo necessarie azioni di vigilanza impegnative e complesse da parte della Consob per garantire la completezza e la coerenza dell'informativa societaria.

In quest'ottica, saranno quindi rafforzate le componenti dei modelli di vigilanza sugli emittenti basate su analisi dei meccanismi di governo societario e dei sistemi di controllo interno. Saranno analizzate le debolezze dei sistemi di controllo di gestione e di controllo interno degli emittenti, al fine di focalizzare la vigilanza sui soggetti che presentano più elevate criticità; verranno definiti principi di comportamento degli organi di controllo interno che più concretamente ne indirizzino l'attività e rappresentino punti di riferimento per l'azione di vigilanza.

Sempre più le poste di bilancio sono rilevate non sulla base di dati oggettivi ma sono oggetto di valutazione (*test di impairment*) e quindi dipendenti dai sistemi di pianificazione e controllo, dalla professionalità del giudizio degli amministratori (elemento soggettivo) e, più in generale, dalle condizioni generali del sistema economico. Di tali circostanze, come già ricordato, si terrà conto nel definire il modello di vigilanza sugli emittenti al fine di renderlo sempre più flessibile, efficiente e aggiornato al mutare del contesto.

Nella definizione delle strategie di vigilanza sulla valutazione dei sistemi di controllo interno degli emittenti si terranno in considerazione le caratteristiche specifiche dei soggetti in funzione di parametri dimensionali e di rischio. Nel valutare l'efficienza e l'efficacia dei controlli interni non si farà quindi riferimento a un unico standard giudicato *ex ante* come astrattamente idoneo a prevenire o rilevare eventuali condotte illecite. Tale approccio comporterebbe infatti che da qualsiasi scostamento dalla *best practice* possa derivare una sanzione per violazione del criterio di adeguatezza dei controlli interni, quali che siano la dimensione e l'attività della società considerata.

L'informativa contabile

Sempre in una logica di vigilanza preventiva, attraverso una comunicazione congiunta con Banca d'Italia e Isvap, è stata richiamata l'attenzione degli emittenti sulla puntuale ed esaustiva applicazione dei principi contabili internazionali, nonché sull'informativa richiesta dagli stessi principi con particolare riferimento alle aree di criticità sopra evidenziate.

Infatti, il quadro congiunturale fortemente recessivo e le turbolenze dei mercati finanziari incideranno profondamente sulle valutazioni che gli amministratori saranno chiamati a fare in sede di redazione dei bilanci 2008. In particolare le aree più critiche attengono: all'applicazione del principio di continuità aziendale; alla determinazione dei rischi di liquidità, di credito e di mercato; alle verifiche delle perdite per riduzione del valore delle attività (sulla base del cosiddetto *impairment test*). Il mutato contesto economico-finanziario può, infatti, incrementare le incertezze che possono comportare l'insorgere di dubbi sulla capacità dell'impresa di continuare a operare come una entità in funzionamento; assumono inoltre maggiore rilievo le eventuali difficoltà nell'accesso al credito e le informazioni relative ai rischi assunti dalle società, con particolare riferimento al rischio di liquidità, e alle modalità con cui gli stessi vengono gestiti; infine, la forte volatilità delle principali grandezze finanziarie e l'incertezza sulle prospettive economiche rendono molto più delicate le procedure di valutazione degli attivi e in particolare la verifica dell'esistenza di perdite durevoli di valore.

Per quanto concerne la continuità aziendale, si è ritenuto opportuno sottolineare che nei bilanci siano descritte in maniera adeguata la natura specifica delle incertezze significative riscontrate e siano adeguatamente esplicitate le argomentazioni a sostegno della decisione di redigere comunque il bilancio sul presupposto della continuità aziendale (Ias 1). Per ciò che concerne i rischi di difficoltà di accesso al mercato dei capitali e del credito bancario e i rischi di liquidità, si è richiamata l'attenzione sul puntuale rispetto di quanto richiesto dai principi contabili internazionali in materia di informativa sui rischi finanziari (Ifrs 7). Si è richiamata, infine, la necessità di porre particolare attenzione all'utilizzo di dati previsionali e alla verifica della persistenza della validità delle

assunzioni alla base dei piani industriali predisposti negli esercizi precedenti, alla luce del radicale cambiamento delle condizioni di mercato e delle prospettive macroeconomiche.

Per ciò che riguarda i controlli sui bilanci 2008, l'attività di vigilanza sarà dunque focalizzata sulle specifiche voci particolarmente sensibili alla situazione di crisi, anche in relazione all'applicazione dei nuovi criteri di valutazione degli strumenti finanziari (in base alle recenti modifiche allo Ias 39). Verranno realizzate analisi mirate sulle aree di bilancio che potrebbero presentare, in ragione delle considerazioni appena esposte, particolari rischi di inadeguata valutazione e *disclosure* ai fini della rappresentazione della effettiva situazione economico-patrimoniale e finanziaria degli emittenti.

L'informativa sulle società in crisi

Un'altra questione che in prospettiva assumerà particolare delicatezza, alla luce della crisi dei mercati e del quadro economico recessivo, riguarda la gestione dell'informativa societaria nei casi di imprese in situazioni di tensione o crisi finanziaria.

Negli ultimi anni la Consob ha maturato la prassi di richiedere a tali soggetti notizie dettagliate circa aspetti attinenti alla continuità aziendale che consentano al mercato di avere elementi di valutazione con una frequenza più elevata rispetto a quella prevista per il rilascio delle informazioni di natura contabile.

L'esercizio dei poteri di cui all'art. 114, comma 5, del Tuf, nei confronti di emittenti soggetti a tensioni finanziarie trova fondamento, in linea generale, nell'esigenza di garantire agli investitori un quadro informativo completo e corretto.

In tali casi, tuttavia, la Consob si trova a gestire la contrapposizione – che in prospettiva la situazione di crisi dei mercati potrebbe accentuare – fra le esigenze di una tempestiva e completa trasparenza informativa (che garantisca a tutti i potenziali nuovi azionisti la possibilità di investire a un prezzo che rifletta il più possibile le informazioni in possesso della società) e le esigenze di opacità della società stessa e di coloro che ne sono azionisti (nella misura in cui, ad esempio, la richiesta di pubblicazione di dati o notizie sensibili può avere conseguenze negative sulla fattibilità di operazioni o di piani di ristrutturazione in fase di progetto).

La gestione di questo conflitto si manifesta più compiutamente nei casi in cui a fronte della potenziale opportunità di richiedere la pubblicazione di dati e notizie le società oppongono reclami basati sul fatto che la pubblicazione potrebbe recare loro un grave danno (ex art. 114, comma 6, Tuf).

Inoltre, non è sempre scontato che la semplice esistenza di informazioni che possono essere utili per i potenziali investitori, sebbene non ancora qualificabili come “privilegiate” ai fini degli obblighi di informativa continua, renda necessaria l'attivazione dei poteri previsti dell'art. 114, comma 5, Tuf. La presenza di tali informazioni, che a volte rilevano

solo in quanto valutate unitamente ad altri dati in possesso dell'emittente, è infatti in parte fisiologica e la riservatezza su tali informazioni, ovviamente finché queste non assumano la natura di informazione privilegiata, può essere una condizione necessaria perché esse producano gli effetti reali attesi.

La gestione dell'informativa relativa alle società in situazioni di crisi o tensioni finanziarie comporta dunque un'attenta valutazione dei rischi che una *disclosure* prematura, vanificando la realizzazione delle operazioni sottese, abbia come effetto concreto il peggioramento del quadro informativo complessivo.

2.2. La vigilanza sugli assetti proprietari e sulle offerte pubbliche di acquisto

Fin dai tempi dei lavori preparatori del Tuf si è ritenuto che la contendibilità del controllo societario e l'efficienza del relativo mercato rappresentassero uno strumento efficace di tutela degli interessi degli investitori. Nonostante il permanere di uno scarsissimo numero di società contendibili, la Consob mantiene un orientamento di *policy* favorevole alla dinamica del controllo societario nell'esercizio della vigilanza e, in genere, nella propria attività istituzionale, anche alla luce della recente evoluzione del quadro normativo in materia di offerte pubbliche d'acquisto.

In particolare, con la legge 28 gennaio 2009, n. 2⁽³¹⁾ è stata resa opzionale l'adozione della cosiddetta *passivity rule*, che limita le possibilità di difesa delle società oggetto di un'offerta pubblica di acquisto.

Tale modifica ha spostato l'equilibrio a favore della stabilità degli assetti di controllo esistenti e nella stessa direzione si orientano alcune ipotesi di modifica della disciplina sulle società quotate attualmente all'esame del Parlamento, motivate dall'esigenza di “*sostenere le imprese interessate dall'attuale congiuntura economico-finanziaria rafforzando gli strumenti di difesa da manovre speculative*”⁽³²⁾.

In tale quadro, si ritiene opportuno che l'azione di vigilanza sui fenomeni che possono influire sull'allocazione del controllo salvaguardi e valorizzi l'obiettivo dell'efficienza del mercato del controllo societario, così da non scoraggiare, pur nel mutato contesto normativo, la realizzazione di acquisizioni che possono produrre un aumento del valore delle imprese.

L'attività regolamentare e di vigilanza sugli assetti proprietari delle società quotate dovrà pertanto valutare, oltre all'obiettivo di informare pienamente gli investitori, anche gli effetti sull'efficienza del mercato del controllo societario. Si verifica infatti, anche in questo caso, una contrapposizione fra le esigenze di opacità dei potenziali scalatori – in quanto l'emergere delle intenzioni di scalata produce generalmente un aumento dei prezzi della società che rende più onerosa l'operazione – e le esigenze di una piena informativa a tutela degli azionisti della società *target* e degli altri potenziali investitori.

La gestione di questa contrapposizione è particolarmente delicata nei casi in cui si rende necessario valutare l'acquisizione di informazioni su partecipazioni di entità diversa da quella indicata dalle soglie rilevanti (art. 120 del Tuf e norme di attuazione contenute nel Regolamento Emittenti) in virtù, ad esempio, di condizioni particolari o di forti tensioni sui mercati. In questi casi i profili di criticità e la delicatezza nell'esercizio delle funzioni di vigilanza riguardano sia l'esercizio della discrezionalità nell'individuazione dei casi in cui risulta effettivamente necessario attivare le menzionate richieste di informazioni, sia l'esercizio dell'ulteriore discrezionalità nel selezionare quei casi in cui le informazioni richieste debbano poi essere diffuse al mercato.

La necessità di rendere il mercato del controllo societario quanto più efficiente possibile rileva anche in sede di vigilanza sulle offerte pubbliche d'acquisto. Con particolare riguardo al controllo sui documenti d'offerta, gli oneri informativi saranno calibrati secondo le esigenze di trasparenza del caso specifico. Qualora non vi siano indicazioni circa eventuali legami dell'offerente con i controllanti o con altre parti correlate o, in altri termini, qualora si tratti di un'Opa ostile, le informazioni richieste con riguardo all'offerente, e in particolare alle sue intenzioni, potrebbero essere meno dettagliate di quelle che, al contrario, è doveroso esigere, ad esempio, dall'offerente che già controlli la società oggetto di offerta. Infatti, in assenza di legami con i controllanti o con gli amministratori dell'emittente, l'emersione di informazioni rilevanti è favorita da meccanismi spontanei di mercato: è nell'interesse dei controllanti mettere in luce ogni eventuale controindicazione dell'offerta o dell'offerente. L'opacità del quadro informativo, inoltre, può essere il fondamento in base al quale gli amministratori della società *target* approveranno tattiche difensive: *ex ante*, dunque, vi è un sufficiente incentivo a fornire informazioni da parte dell'offerente. Ciò, naturalmente, anche nel presupposto che le analisi e i progetti dell'offerente siano basati su informazioni pubbliche, come è di regola nel caso di operazioni non concordate.

2.3. La vigilanza sugli intermediari

La prestazione di servizi di investimento

Uno degli obiettivi prioritari è rappresentato dalla complessa azione di accompagnamento dell'industria nel processo di adeguamento al nuovo quadro normativo di recepimento della MiFID.

La nuova cornice di riferimento può costituire un'opportunità per gli intermediari per rinsaldare, in una fase congiunturale delicata, il rapporto con la clientela attraverso la definizione di modelli di servizio più aderenti alle sue esigenze. È necessario che gli operatori disegnano strategie aziendali e adottino comportamenti in sintonia con lo spirito delle nuove regole, abbandonando impostazioni formalistiche di mera adesione alle norme; è necessaria in sostanza una revisione del modello relazionale intermediario-cliente,

passando da una impostazione incentrata sulla commercializzazione di specifici prodotti a una logica incentrata sul “servizio” complessivo reso al cliente.

Chiari indici normativi in tal senso si colgono in particolare nelle regole in materia di incentivi (*inducements*), che l’intermediario distributore può percepire solo in via eccezionale se provenienti da soggetti diversi dal cliente; in coerenza con questa prospettiva, è pure la contrattualizzazione dei rapporti con la clientela prevista anche per il servizio di collocamento (che nel previgente regime normativo era l’unico servizio di investimento per il quale non era richiesta la conclusione di un contratto scritto): la formalizzazione delle scelte del cliente non si risolve nelle modalità di adesione al prodotto collocato ma, prima dell’acquisto del prodotto, nella definizione del contratto di servizio che lo lega al collocatore.

Parimenti, gli ampi confini della nozione del servizio di consulenza consentono di prevedere che l’assistenza prestata al cliente dall’intermediario costituisca un effettivo valore aggiunto nella valutazione di adeguatezza degli investimenti e nell’indirizzo delle risorse ai migliori obiettivi. L’industria nazionale, riconoscendo la chiave di lettura fornita, si è mossa nella direzione indicata.

La consapevole adesione degli intermediari al modello di “servizio al cliente”, presupposto e disegnato dalla disciplina di recepimento della MiFID, costituisce un potente strumento in grado di contenere – se correttamente tradotto nei processi aziendali – gli effetti di situazioni di crisi che possono intaccare il rapporto fiduciario con la clientela e i risparmiatori. Il nuovo modello di servizio è dunque uno strumento competitivo che può garantire l’instaurazione di sane e proficue relazioni di lungo periodo con la clientela.

È tuttavia necessario che le intenzioni e la condivisione manifestata dall’industria rispetto a tale impostazione siano tradotte in efficaci processi organizzativi che possano coerentemente indirizzare le condotte degli operatori nei confronti del mercato. Saranno dunque effettuate verifiche ispettive tese ad accertare la coerenza di fondo degli impianti procedurali con le nuove logiche dettate dalla innovata disciplina di riferimento.

La congiuntura dei mercati rende altresì necessario l’attento monitoraggio delle modalità di *funding* degli intermediari bancari presso la clientela *retail* a mezzo dell’emissione di strumenti finanziari. È stato rilevato che sovente la raccolta presso investitori al dettaglio consente agli operatori una raccolta a costi moderati.

Occorre individuare il giusto punto di equilibrio fra le esigenze di raccolta delle banche e la necessità che la clientela *retail* sia indirizzata verso ottimali scelte di investimento. La Consob, con la citata comunicazione di livello 3 sui prodotti illiquidi (si veda il par. 2 del precedente Capitolo III “L’attività regolamentare”), ha in proposito fornito declinazioni di dettaglio delle norme primarie e secondarie che disciplinano la materia e nel corso del 2009 le verifiche in loco accerteranno che gli operatori conformino le procedure aziendali alle indicazioni emanate.

Un ulteriore rischio è connesso alla scarsa capacità di rilevazione autonoma da parte degli intermediari di comportamenti patologici dei promotori finanziari, che può indurre a una frammentazione dell'attività di vigilanza, necessariamente concentrata sull'analisi dei microfenomeni, la cui individuazione risulta quasi esclusivamente rimessa all'impulso proveniente da segnalazioni esterne di irregolarità già concretizzatesi (in prevalenza da parte di clienti degli intermediari). Al fine di rendere più efficace ed efficiente l'attività di controllo sui promotori finanziari sarà sviluppato un modello di vigilanza *risk-based* in grado di individuare fenomeni maggiormente rilevanti/rischiosi, monitorando il profilo di rischio degli intermediari più attivi nell'offerta fuori sede e la struttura organizzativa della rete dei promotori finanziari, al fine di elaborare "indici di anomalia" finalizzati a orientare la vigilanza sui singoli promotori finanziari.

Un'altra iniziativa di particolare rilievo, alla luce delle esperienze maturate in occasione della crisi finanziaria, riguarda la realizzazione di un censimento preciso dei prodotti obbligazionari collocati in Italia, con particolare riferimento ai prodotti cosiddetti "passaportati" – rispetto ai quali la normativa comunitaria non assegna alla Consob poteri di intervento preventivi sui profili di trasparenza all'atto della sollecitazione in Italia – in maniera tale da rafforzare l'azione di vigilanza *ex post* sui collocatori e sui profili di correttezza e trasparenza nella fase distributiva.

Nella prospettiva di un pieno coordinamento dell'azione di vigilanza sugli intermediari, viepiù necessario alla luce della congiuntura di mercato, sono stati avviati i lavori dei Comitati di contatto fra Banca d'Italia e Consob previsti dal Protocollo d'intesa stipulato dalle due Autorità in data 31 ottobre 2007, ai sensi dell'art. 5, comma 5-*bis*, del Tuf "*al fine di coordinare l'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza e di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati*".

In tale quadro, Banca d'Italia e Consob, in data 7 novembre 2008, hanno siglato un accordo per il coordinamento delle procedure per l'emanazione dei provvedimenti autorizzativi per i quali il Testo Unico della Finanza prevede il rilascio di pareri.

Sono inoltre in corso lavori volti a migliorare e consolidare le necessarie forme di collaborazione e coordinamento tra le due Autorità nell'esercizio, ciascuna per i profili di competenza, dell'attività di vigilanza, anche di natura ispettiva, nei confronti degli intermediari bancari e finanziari.

Dal 1° gennaio 2009 è pienamente operativo l'Organismo per la gestione e tenuta dell'albo dei promotori finanziari, costituito in forma di associazione di carattere privato tra le principali Associazioni dell'industria finanziaria (Assoreti, Anasf e Abi). L'Organismo è chiamato a operare nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti con regolamento dalla Consob e sotto la vigilanza della medesima. La vigilanza sulla correttezza e sulla trasparenza dei comportamenti degli operatori permane in capo alla Consob, mentre rientrano nella competenza dell'Organismo: tutti gli adempimenti amministrativi per le iscrizioni e cancellazioni dall'albo; l'organizzazione dello

svolgimento delle prove valutative; l'aggiornamento tempestivo dell'albo sulla base dei provvedimenti adottati dalla Consob o dall'Autorità giudiziaria, o dallo stesso Organismo; la verifica della permanenza dei requisiti prescritti per l'iscrizione all'albo.

Il nuovo sistema è volto a contribuire all'innalzamento degli standard di professionalità e preparazione tecnica dei promotori e a rafforzare di conseguenza la fiducia dei clienti nei loro confronti. I promotori hanno una grande responsabilità nella tenuta del sistema delle tutele. Essi svolgono infatti una funzione essenziale nell'intermediazione dei flussi di risparmio degli investitori per conto dei soggetti-intermediari per cui operano.

La gestione del risparmio

La fase di forte difficoltà che sta attraversando il comparto del risparmio gestito pone con urgenza il tema della riformulazione delle strategie di sviluppo del settore, specialmente in considerazione delle pressioni competitive provenienti dal processo di unificazione del mercato in ambito comunitario. In relazione a tale contesto e al rischio di riduzione della competitività del mercato del risparmio gestito italiano, è necessario agire sia sul piano strategico, assicurando condizioni efficienti di competitività nella distribuzione di fondi comuni a beneficio della qualità dei servizi offerti agli investitori non sofisticati, sia sul piano operativo, svolgendo azioni di vigilanza mirate su profili di particolare attenzione.

Da questo punto di vista, la Consob ha avviato già da tempo un'analisi dell'impatto sul mercato del risparmio gestito italiano dell'introduzione di un sistema di gestione accentrata delle quote dei fondi comuni aperti in regime di dematerializzazione, al fine di favorire modelli distributivi diversificati e portabilità delle quote. Sul tema, si è costituito un Gruppo di Lavoro, coordinato dalla Consob in collaborazione con la Banca d'Italia, a cui prendono parte esponenti delle principali associazioni di categoria (Abi, Assogestioni, Assoreti, Assosim, Anasf). Sono state svolte audizioni di operatori del mercato (nazionali ed esteri) attivi nelle varie fasi del processo di produzione/distribuzione, individuati tra esponenti di società di gestione accentrata, società di gestione del risparmio, intermediari collocatori di fondi, banche depositarie. Le attività del Gruppo di Lavoro si concluderanno nella tarda primavera del 2009 mediante la pubblicazione di un documento conclusivo dei lavori.

Altro obiettivo riguarda la vigilanza sul comportamento delle Sgr che gestiscono fondi immobiliari. In tale ambito, si procederà ad analizzare le procedure di verifica delle valutazioni degli *asset* rilasciate dagli esperti indipendenti. È, infatti, di cruciale importanza appurare che le Sgr effettuino autonome valutazioni e analisi.

Un ulteriore obiettivo operativo è rappresentato dalla vigilanza sulle Sgr con Oicr aventi patrimoni gestiti inferiori a 5 milioni di euro. In tale ambito, verrà svolta un'analisi

dei meccanismi operativi adottati da talune Sgr per assicurare una gestione efficiente dei patrimoni conferiti dagli investitori, in presenza di masse gestite tendenzialmente inferiori alla soglia di “massa critica”.

Specifiche iniziative di vigilanza riguarderanno, anche, le Sgr specializzate nella gestione di fondi speculativi.

2.4. La vigilanza sui mercati

I profili di maggiore criticità collegati all'impostazione complessiva della vigilanza sui mercati discendono dalla necessità di considerare gli effetti dell'integrazione fra i mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana e quelli gestiti dal *London Stock Exchange* (Lse) in virtù della fusione fra le due società di gestione dei mercati che si è perfezionata nell'ottobre 2007.

Uno dei primi effetti dell'integrazione è consistito nell'unificazione del sistema di negoziazione, attraverso l'adozione della piattaforma di *trading* dell'Lse da parte di Borsa Italiana (avvenuta il 10 novembre 2008). Ulteriori sviluppi sono previsti sul fronte dei sistemi di *post-trading*, dei mercati dei derivati e di quelli dedicati alle piccole e medie imprese.

Altri profili di delicatezza – anche nella prospettiva del potenziale impatto negativo sulla posizione competitiva della piazza finanziaria italiana – sono connessi al progressivo spostamento dei centri strategici e decisionali presso la *holding* londinese, con un graduale svuotamento di ruoli e competenze operative di Borsa Italiana Spa. Anche il peso degli azionisti italiani si è sensibilmente ridotto e la loro quota è scesa dal 28 per cento dell'ottobre 2007 all'attuale 18 per cento. Queste tendenze potrebbero compromettere la tenuta degli accordi di *governance* stipulati al momento della fusione fra le due società mercato in base ai quali si era prevista una equilibrata ripartizione dei ruoli e del peso decisionale fra gli azionisti italiani e i precedenti azionisti del *London Stock Exchange*.

Al fine di ridurre le opportunità di arbitraggi regolamentari fra ordinamenti e piazze finanziarie e di mitigare i rischi per la posizione competitiva del sistema finanziario italiano, è necessario un intenso confronto con l'Autorità di vigilanza inglese (con la quale è stato perfezionato un *memorandum* di intesa per la cooperazione in materia di vigilanza nel dicembre 2007) nell'ottica di pervenire alla massima armonizzazione possibile delle prassi e degli approcci di vigilanza, soprattutto in materia di vigilanza sull'informativa *price sensitive* e di *enforcement* degli abusi di mercato, sebbene l'ordinamento italiano e quello inglese siano caratterizzati da alcune importanti differenze normative che potrebbero condizionare significativamente le scelte imprenditoriali delle società di gestione dei mercati.

Per ciò che riguarda, invece, i profili della MiFID relativi ai mercati e alla trasparenza delle negoziazioni, il fattore di rischio più rilevante è connesso al possibile

incremento della frammentazione degli scambi, alla migrazione degli stessi su piattaforme estere e all'allargamento dell'area degli scambi OTC, unitamente alla potenziale assenza di forme di consolidamento delle informazioni. Tali elementi evolutivi possono determinare un drastico aumento della complessità nella vigilanza sui mercati azionari e su quelli degli strumenti *non equity*. Al fine di costruire un quadro completo del mercato e di porre le basi per una attività di vigilanza strutturata e continuativa, anche in casi di elevata frammentazione delle negoziazioni, sarà necessario accedere ai diversi *data providers* e monitorare una pluralità di canali informativi, di piattaforme e di internalizzatori sistematici di scambi.

Al fine di monitorare gli standard qualitativi di pubblicazione dell'informativa pre e post-negoziazione, sono state pianificate sessioni di incontro con i soggetti che forniscono i canali di pubblicazione delle informazioni e che, numericamente, rappresentano i maggiori "raccoltori" di dati pre e post-negoziazione; è poi prevista un'attività di analisi e studio delle modalità di pubblicazione delle informazioni, sia sulla base delle notizie apprese negli incontri sia utilizzando il supporto di una stazione di controllo "in diretta" e il consolidamento dei dati raccolti.

Con riguardo alla vigilanza sugli abusi di mercato, saranno rafforzate le misure di prevenzione finalizzate a minimizzare il rischio di comportamenti illeciti, a migliorare la qualità dell'informazione al mercato e ridurre le asimmetrie informative, al fine di accrescere la tempestività, la completezza, la coerenza e la continuità dell'informazione al mercato. Un fattore di rischio è rappresentato dal potenziale verificarsi di fenomeni di omessa *disclosure* e di abusi di mercato di tipo sofisticato e latente, osservabili soltanto con strumenti di indagine complessi, che potrebbero avere ripercussioni rilevanti sull'efficienza dei mercati e la tutela degli investitori. L'analisi di questi fenomeni prenderà in esame un ampio *set* informativo basato sulle comunicazioni di *trading* da parte di amministratori e azionisti rilevanti (*internal dealing*), riacquisto di azioni proprie (*buy-back*) e stabilizzazione, nonché sugli studi e le raccomandazioni aventi ad oggetto gli emittenti quotati, soprattutto in presenza di particolari eventi societari (operazioni straordinarie, Opa, comunicazioni di *profit warning*, etc.) o di mercato (andamenti anomali del titolo o del volume delle negoziazioni).

Un'altra area di intervento critica è quella dell'esame sistematico del mantenimento della confidenzialità delle informazioni privilegiate e della frequente connessa circolazione di *rumour*.

La presenza di *rumour* accompagnati da andamenti anomali delle quotazioni impegna infatti la Consob in una delicata attività di vigilanza e in linea teorica può costringere l'emittente, che è obbligato a commentare tali *rumour*, a una anticipazione di elementi informativi su eventi in corso di evoluzione prima che per essi si sia concluso il relativo iter accertativo o decisionale, secondo le regole di *governance* e di natura legale e organizzativa applicabili agli emittenti.

L'aspetto di criticità più importante nell'esercizio dell'attività di vigilanza della Consob riguarda la valutazione circa l'ampiezza del commento dell'emittente e investe la gestione della tensione tra simmetria e completezza che caratterizza gli obblighi informativi su eventi in corso di definizione (informazioni che hanno per loro natura un grado di certezza e completezza necessariamente inferiore a quello delle informazioni privilegiate). L'obbligo di ripristinare condizioni di parità informativa richiesto all'emittente può infatti essere soddisfatto sia mediante un comunicato che si limiti a confermare la veridicità (o la falsità) dei *rumour*, sia attraverso una più ampia comunicazione di tutti gli altri elementi rilevanti in possesso dell'emittente. Nel primo caso, il comunicato assicura il ristabilimento della parità informativa tra gli operatori del mercato ma non tra questi ultimi e l'emittente, il quale può continuare a ritardare la pubblicazione delle informazioni che non formino oggetto del *rumour*. Nel secondo caso si realizzerebbe una piena parità informativa anche tra emittente e operatori di mercato, ma ciò potrebbe avere effetti di amplificazione degli andamenti anomali delle quotazioni e arrecare danno alla società.

In un'ottica preventiva, risulta prioritario vigilare sugli standard utilizzati nell'ambito dei processi di gestione delle informazioni rilevanti da parte degli emittenti quotati, e delle persone che agiscono per loro conto, al fine di rafforzare i livelli di confidenzialità delle informazioni e minimizzare la probabilità di circolazione di *rumour*.

3. I rapporti con i risparmiatori

3.1. La camera di conciliazione e arbitrato

Al termine del 2007, in attuazione delle disposizioni del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, è stato adottato il regolamento concernente la Camera di conciliazione e di arbitrato e le relative procedure.

La Camera avrà il compito di amministrare le procedure di conciliazione e arbitrato riguardanti controversie insorte tra investitori *retail* 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. Le singole procedure saranno gestite da arbitri e conciliatori iscritti in appositi elenchi tenuti dalla stessa Camera.

Si tratta di un organismo assai atteso dai risparmiatori che vedono in esso la possibilità di risolvere in via stragiudiziale, presso un soggetto terzo, autorevole e specializzato nella materia, le controversie che li vedono contrapposti agli intermediari. È uno strumento che può senz'altro contribuire a ricreare un clima di fiducia dei risparmiatori nei mercati finanziari, fornendo modalità rapide, efficaci ed economiche per risolvere eventuali conflitti.

La Consob, nel disciplinare la Camera con il proprio regolamento, ha tenuto in massima considerazione le legittime aspettative dei risparmiatori, delineando uno strumento effettivamente capace di venire incontro alle loro esigenze.

La Camera di conciliazione e arbitrato è un organo collegiale composto da cinque membri nominati dalla Consob due di essi sono designati rispettivamente dai rappresentanti dei consumatori e degli intermediari.

La Camera svolge essenzialmente due attività: cura la formazione e la tenuta degli elenchi di conciliatori e arbitri; amministra le procedure di conciliazione e arbitrato, senza entrare nel merito delle controversie. Gli elenchi sono aperti e, in generale, possono chiedere di esservi iscritti magistrati, professori universitari, dirigenti pubblici e professionisti; i requisiti professionali divergono sensibilmente a seconda che l'istante chieda di far parte dell'elenco dei conciliatori o dell'elenco degli arbitri. Per far parte degli elenchi si richiede l'assenza di condanne o procedimenti penali in corso; sono inoltre previste talune situazioni di incompatibilità. Gli elenchi vengono aggiornati ogni sei mesi.

La conciliazione stragiudiziale può essere attivata dal solo investitore previo reclamo all'intermediario e sempre che la controversia non sia stata oggetto di una precedente conciliazione. La procedura deve chiudersi, salvo fatti eccezionali, entro sessanta giorni dalla presentazione dell'istanza. L'esito negativo della procedura obbliga le parti a corrispondere al conciliatore solo metà del compenso a questi spettante.

La procedura arbitrale può essere ordinaria o semplificata. La procedura ordinaria è un arbitrato rituale e necessita per la sua attivazione di una apposita convenzione tra le parti. In generale l'arbitrato si svolge di fronte a un arbitro unico salvo che le parti non decidano di ricorrere a un collegio. Gli arbitri sono scelti dalle parti tra coloro che sono iscritti nell'elenco e la Camera interviene solo in caso di mancato accordo tra le stesse. La procedura si conclude (salvo proroga dei termini) entro centoventi giorni.

L'arbitrato semplificato è una procedura finalizzata a indennizzare l'investitore ovvero a riconoscergli (con lodo semplificato e vistato dalla Consob) una somma di denaro nei limiti della prova raggiunta. L'arbitrato semplificato può essere chiesto dal solo investitore, previo reclamo all'intermediario, e sempre che vi sia una esplicita convenzione arbitrale che lo preveda. La procedura si svolge davanti a un arbitro unico; sono ammesse solo prove documentali e la procedura si svolge, di regola, in un'unica udienza.

La Camera di conciliazione costituisce un organismo separato dalla Consob alla quale spetterà, oltre al compito di disciplinarne l'attività con proprio regolamento e il potere di nomina dei componenti, un generale potere di supervisione che si estrinseca, essenzialmente, attraverso il potere di approvare lo Statuto e il codice deontologico, con l'obbligo da parte della Camera di trasmettere entro il mese di febbraio di ogni anno una relazione sull'attività svolta.

L'adozione del regolamento prelude alla piena operatività della Camera, in vista della quale dovranno però essere svolti ulteriori adempimenti. In particolare, la Camera, una volta nominata, dovrà predisporre il proprio Statuto, che ne disciplinerà l'organizzazione e il funzionamento, il codice deontologico cui dovranno attenersi conciliatori e arbitri e dovrà procedere alla formazione dei relativi elenchi.

3.2. Le iniziative di *investor education*

La Consob è da tempo attiva nel settore dell'educazione finanziaria con iniziative che hanno interessato, nel tempo, prodotti finanziari particolarmente diffusi fra il pubblico ovvero caratterizzati da elevata complessità. Gli strumenti utilizzati per la diffusione di tali iniziative sono stati, in primo luogo, il sito internet dell'istituto, sempre più centro di attenzione per operatori e risparmiatori, la partecipazione a manifestazioni pubbliche e l'incontro con associazioni di consumatori, dove è stato possibile illustrarne i relativi contenuti.

Una capillare diffusione delle iniziative è il presupposto necessario per l'efficacia di qualsiasi programma di educazione finanziaria. La diffusione sul mercato *retail* di prodotti finanziari sempre diversi, a volte anche particolarmente complessi, pone i singoli risparmiatori di fronte a scelte difficili di cui, spesso, non è facile comprendere appieno le conseguenze in termini di rapporto rischio rendimento delle diverse forme di investimento. Tale situazione presuppone da parte dei risparmiatori conoscenze e competenze decisamente più elevate rispetto a quelle sufficienti per acquistare prodotti non complessi.

La crisi finanziaria ha reso ancora più evidenti le ragioni di un innalzamento del livello medio di cultura finanziaria. Gli eventi che si sono susseguiti negli ultimi mesi hanno diminuito la fiducia dei piccoli risparmiatori nei mercati finanziari. È una conseguenza grave che potrebbe alimentare circoli viziosi pericolosi per il sistema economico nel suo complesso. Una corretta ed efficace educazione finanziaria potrebbe svolgere un importante ruolo nel rinvigorire la fiducia dei piccoli risparmiatori, aiutandoli a selezionare forme di investimento sulle quali far confluire con serenità i propri risparmi.

A questo fine sono necessari programmi di educazione finanziaria che non solo presentino contenuti utili, facilmente fruibili e in linea con il panorama dei prodotti offerti sul mercato e con le caratteristiche e le esigenze dei soggetti destinatari, ma occorre predisporre forme di divulgazione fra il pubblico capaci di raggiungere frange sempre più estese di popolazione.

Gli sforzi della Consob, però, non possono da soli conseguire questo obiettivo, se non altro per la indisponibilità di mezzi adeguati per realizzare una diffusione capillare delle iniziative. Il conseguimento di tale risultato, infatti, non può prescindere dalla possibilità di pubblicare su vasta scala le singole iniziative di *investor education*, di accedere ai mezzi di comunicazione di massa e, se possibile, di avviare campagne

scolastiche che riescano a trasmettere agli studenti quanto meno l'interesse per la materia, l'importanza degli investimenti finanziari per il soddisfacimento dei bisogni personali e i principi fondamentali che devono guidare le scelte di investimento. Sono obiettivi che, oggettivamente, travalicano le possibilità della Consob, in quanto necessitano di mezzi, risorse e strutture organizzative articolate su base territoriale che l'Istituto non può predisporre.

Appare pertanto sempre più ineludibile un diverso approccio al tema dell'educazione finanziaria, al fine di promuovere la realizzazione di programmi di respiro nazionale, adeguatamente finanziati, che coinvolgano altre Amministrazioni dello Stato, associazioni degli operatori e dei risparmiatori in un progetto organico capace di apportare un contributo tangibile all'innalzamento del livello medio di cultura finanziaria.

4. Le risorse e la gestione dell'Istituto

Nel corso del 2008 l'organico effettivo dell'Istituto è cresciuto di 21 unità (a fronte di 30 nuove assunzioni e di 9 dimissioni). Nei primi mesi del 2009, inoltre, sono state assunte 19 risorse (in esito a procedure concorsuali bandite nell'anno precedente) e, in attuazione del piano delle assunzioni approvato dalla Commissione, verranno avviate procedure per l'assunzione di ulteriori 31 risorse. Al 31 marzo 2009 risultano in servizio 575 dipendenti, rispetto a una pianta organica dell'Istituto che prevede una dotazione massima di 715 risorse (valore che riflette l'incremento di 100 unità disposto dal decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 30 aprile 2008).

Le attuali sedi in Roma e Milano risultano tuttavia non più sufficienti a ospitare il personale dell'Istituto e impediscono di poter dar concretamente corso alle iniziative volte al completamento dell'organico di legge. Sono pertanto state avviate ricerche e sono in corso trattative volte a un ampliamento dei locali delle due sedi dell'Istituto.

Rimane significativo il numero di domande di collocamento in congedo straordinario retribuito per la frequenza di dottorati di ricerca (ai sensi dell'art. 2 della legge 13 agosto 1984, n. 476), pari a 4 nel 2008.

La partecipazione di dipendenti a dottorati di ricerca ha riguardato nel tempo il 2,7 per cento del personale dell'Istituto (coadiutori e funzionari di 2^a). Il 73 per cento dei dottorati ha avuto ad oggetto materie giuridiche e il restante 27 per cento materie economiche.

L'incremento dei congedi straordinari per motivi di studio, sebbene confermi l'elevata specializzazione e qualificazione professionale del personale, costituisce un elemento di forte criticità dal momento che il fenomeno ha riguardato principalmente dipendenti assegnati a unità organizzative istituzionali, con funzioni istruttorie relative prevalentemente ad attività di vigilanza. Il collocamento in congedo straordinario retribuito per motivi di studio, inoltre, rende indisponibili posti nella pianta organica pur restando a

carico del bilancio dell'Istituto i relativi oneri retributivi, assicurativi, previdenziali e fiscali (che ammontano a circa 1,2 milioni di euro).

Nel 2008 le attività di formazione del personale sono cresciute in modo significativo rispetto al 2007 (il numero di ore erogate è più che raddoppiato, passando da 19.239 a 42.380). L'aumento dell'organico ha reso necessario orientare la formazione verso attività organizzate all'interno dell'Istituto ed è, quindi, proseguita la realizzazione di seminari interni, con il coinvolgimento diretto di esperti nelle discipline di interesse istituzionale. Le iniziative formative del 2008 sono state finalizzate principalmente ad accrescere le competenze del personale di vigilanza in materia di analisi e valutazione del rischio finanziario in attuazione degli orientamenti maturati in ambito Cesr in ordine al *risk-based method* come modello di vigilanza. Con riguardo alla formazione manageriale, è stato realizzato un corso sul processo di pianificazione e controllo che ha costituito un importante strumento di sviluppo e diffusione della cultura manageriale, nonché un valido supporto per l'avvio del processo di pianificazione e controllo all'interno dell'Istituto.

Sulla gestione 2008 hanno inciso gli oneri per risarcimento danni (18,34 milioni di euro) derivanti da due sentenze di condanna per asserita omessa o negligente attività di vigilanza (si veda in particolare il par. 4 del precedente Capitolo IV "L'attività di *enforcement* e i rapporti con l'Autorità giudiziaria"), riferite a vicende risalenti nel tempo, riguardo alle quali si reputano esistere i presupposti per presentare motivati ricorsi.

Nel dicembre 2008 è stato approvato il Bilancio di previsione per l'esercizio 2009. La spesa complessiva, necessitante di copertura finanziaria, assomma a 106,81 milioni di euro. Alla predetta quantificazione, inferiore di 9,46 milioni di euro rispetto all'omologo dato iscritto nel Preventivo 2008, si è pervenuti a seguito dell'adozione di drastiche misure di contenimento della stessa, differendo anche i tempi già programmati per il completamento dell'organico dell'Istituto e operando una rigorosa razionalizzazione della spesa per beni di consumo e servizi. È stato così possibile contenere la pressione contributiva sui soggetti vigilati in considerazione della situazione del mercato finanziario.

Malgrado ciò, il quadro complessivo delle fonti di finanziamento per il 2009 – che ha visto la riduzione del trasferimento dallo Stato – e la misura dell'avanzo finanziario, hanno reso necessario un incremento delle entrate contributive di 10,72 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2008.

Nel corso del 2008, l'Istituto ha avviato un processo strutturato di pianificazione e controllo mirato, tra l'altro, all'individuazione degli obiettivi strategici e delle conseguenti attività operative, tenuto conto delle evoluzioni del contesto economico-finanziario e del quadro normativo.

Il processo di pianificazione e controllo prevede, a regime, la realizzazione di quattro fasi strettamente connesse tra loro: (i) la definizione dei piani operativi e del bilancio di previsione; (ii) il monitoraggio, finalizzato alla verifica dello stato di avanzamento dei

piani operativi mediante una rendicontazione periodica; (iii) l'attivazione delle azioni da intraprendere durante l'anno per far fronte a scostamenti e a criticità riscontrate; (iv) la consuntivazione e rilevazione annuale dei risultati raggiunti.

La fase di pianificazione operativa per il 2009 ha coinvolto tutte le unità organizzative dell'Istituto con lo scopo di individuare obiettivi, strumenti e risorse disponibili, sulla base di un processo formalizzato e condiviso. Il processo di pianificazione intende promuovere, infatti, comportamenti omogenei e metodologie, comuni all'interno dell'Istituto, tali da favorire il conseguimento delle finalità di vigilanza istituzionali.

Nel 2008 i sistemi informativi dell'Istituto sono stati oggetto di numerosi interventi innovativi. In particolare, sono state nuovamente progettate anche al fine di assicurare un sistema a tenuta di sicurezza le architetture e le infrastrutture informatiche e sono stati sottoposti ad *assessment*, da una primaria società specializzata nel settore ICT (*Information Communication Technology*), i sistemi informatici, le tecnologie e i processi.

Nel corso dell'anno sono stati effettuati significativi interventi anche nell'area dei sistemi applicativi e dei servizi da questi ultimi erogati. Tali interventi hanno migliorato la funzionalità d'interazione telematica, principalmente attraverso internet, con soggetti vigilati e istituzioni; ciò ha consentito di sviluppare, con l'impiego di sofisticati strumenti tecnologici, nuovi sistemi mirati alla ricezione e allo scambio di flussi informativi e al loro successivo trattamento automatizzato.

Sono stati realizzati, inoltre, nuovi sistemi applicativi mentre quelli già operativi sono stati potenziati e adattati ai contesti di riferimento in forte evoluzione.

Sono stati effettuati importanti interventi, propedeutici a una radicale innovazione delle architetture e delle infrastrutture informatiche. In particolare, lo studio per la "razionalizzazione della *server farm*" e la realizzazione della cosiddetta "nuova architettura internet", progettata per servizi accessibili dall'esterno, mediante internet, da parte di soggetti vigilati e del pubblico degli investitori, pongono le basi per il processo d'innovazione dei sistemi informatici dell'Istituto.

Nel corso del 2008, sono state avviate numerose attività inerenti alla sicurezza dell'informazione che hanno interessato aspetti di natura tecnologica, organizzativa e ambientale, nonché la protezione dei dati personali.

Lo sviluppo delle principali infrastrutture informatiche a supporto dell'attività istituzionale è avvenuto attraverso la realizzazione di una serie di sistemi integrati, che nel corso del 2008 hanno ampliato la sfera dei propri servizi e funzionalità, grazie a nuove modalità di interazione e integrazione con enti esterni e soggetti vigilati. Ciò ha contribuito a centralizzare le informazioni condivise e a razionalizzare e uniformare i processi di scambio dati tra la Consob e gli altri soggetti coinvolti.

NOTE

(1) Il modello, noto come *originate-to-distribute*, si è storicamente affermato negli Usa grazie all'iniziativa del Governo americano che, a partire dagli anni trenta, istituì agenzie federali il cui compito era quello di acquistare mutui e prestiti dalle banche finanziandosi attraverso l'emissione di obbligazioni, con l'obiettivo ultimo di favorire l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie meno abbienti. Nel 1938, sotto la presidenza di Roosevelt, fu istituita l'agenzia Fannie Mae e successivamente, nel 1970, l'agenzia Freddie Mac. Il modello è stato poi importato nel settore privato e ha permesso alle banche di cedere i propri crediti a una vasta platea di investitori attraverso l'emissione di titoli garantiti dai crediti stessi (cosiddette cartolarizzazioni). Le banche hanno intravisto nel nuovo modello di intermediazione uno strumento per ottimizzare la gestione dell'attivo e moltiplicare il volume di crediti erogati a parità di capitale investito.

(2) Eliminando dal bilancio l'esposizione verso il debitore ceduto attraverso operazioni di cartolarizzazione era possibile ridurre l'assorbimento di capitale anche nei casi in cui il rischio rimaneva in capo alle banche per effetto della concessione di linee di liquidità alle società veicolo preposte alla cartolarizzazione. Infatti, l'Accordo di Basilea I del 1988 sui requisiti patrimoniali delle banche prevedeva che le citate linee di liquidità, se inferiori all'anno, non assorbissero patrimonio di vigilanza. Come sottolineato dal *Financial Stability Forum*, gli accordi di Basilea II, entrati in vigore nel 2008, ancora non rimuovono in pieno tali opportunità di arbitraggio regolamentare; anche la possibilità di cedere crediti e acquistare titoli garantiti dagli stessi crediti può consentire di risparmiare patrimonio di vigilanza nella misura in cui la valutazione dei rischi di mercato associata al possesso di titoli strutturati non riflette in pieno il rischio di credito delle attività sottostanti (cfr. *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008, pag. 14, punti II.4 e II.5).

(3) Secondo alcuni osservatori la disciplina sui requisiti di capitale dettata dagli Accordi di Basilea II non sarebbe estranea rispetto ai fattori che hanno contribuito a determinare la bolla del mercato immobiliare e lo sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni. In particolare, gli Accordi riducono dal 50 al 35 per cento i coefficienti di assorbimento patrimoniale dei mutui ipotecari per le banche che utilizzano il metodo standard per il calcolo del patrimonio di vigilanza. Inoltre, il rischio di un determinato *asset* viene valutato indipendentemente dalla correlazione con le altre attività in bilancio, in quanto gli Accordi ipotizzano che le banche mantengano un attivo molto diversificato; non sono quindi previsti requisiti patrimoniali supplementari per una eccessiva concentrazione su impieghi il cui valore può essere molto correlato (ad esempio, mutui concessi a soggetti con profili molto simili per reddito, area di residenza, etc.). Le banche, anticipando l'entrata in vigore degli Accordi di Basilea II, avrebbero avuto incentivi a espandere l'offerta di mutui, alimentando la crescita dei prezzi delle abitazioni (si veda, in particolare, Blundell-Wignall e P. Atkinson, *"The subprime Crises: Causal Distortions and Regulatory Reform"*, Oecd, DAF/CMF(2008)36).

(4) I rischi si sono in larga misura riconcentrati all'interno del sistema bancario stesso attraverso vari canali: le banche hanno acquistato quote consistenti dei titoli strutturati più rischiosi; hanno offerto protezione dal rischio di insolvenza attraverso contratti derivati sul rischio di credito; hanno concesso garanzie, linee di credito e di liquidità alle società che emettevano tali titoli.

(5) La differenza era significativa sulla base della leva finanziaria "nominale" (rapporto fra patrimonio contabile e totale attivo) ma più contenuta in termini di leva finanziaria calcolata sulla base della disciplina sui requisiti patrimoniali delle banche (rapporto fra patrimonio di vigilanza e totale delle varie voci dell'attivo ponderate per i relativi coefficienti di assorbimento patrimoniale – cosiddetto *Tier 1 ratio*).

(6) Le prime 5 banche d'affari americane (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers e Bear Stearns) avevano aderito al programma *Consolidated Supervised Entities*, varato dalla Sec nel 2004, per cui le *holdings* delle banche di investimento venivano assoggettate alla

vigilanza su base consolidata da parte dell'Autorità Usa ma allo stesso tempo veniva concessa la possibilità di calcolare i requisiti patrimoniali sulla base di modelli interni. Il 26 settembre 2008 la Sec ha annunciato il termine del *Consolidated Supervised Entities Program*.

⁽⁷⁾ La possibilità di usare titoli strutturati come garanzia per le operazioni di rifinanziamento a breve con le banche centrali ha in parte attenuato questo problema, ma non ha ridato liquidità al mercato secondario. Infatti, il valore che le banche centrali assegnano ai titoli in garanzia non può essere un punto di riferimento per la normale attività di *trading*.

⁽⁸⁾ I *colleges of supervisors* includono i rappresentanti delle autorità di controllo dei paesi in cui un'istituzione finanziaria opera con sedi secondarie e coadiuvano l'attività di vigilanza del cosiddetto *lead supervisor*, ossia dell'autorità di vigilanza del paese d'origine della sede principale. Ad esempio, il gruppo Unicredit ha un collegio di supervisori presieduto dalla Banca d'Italia al quale partecipano le Autorità della Germania e di alcuni Paesi dell'Est europeo. Lo strumento dei collegi di supervisori incontra attualmente un limite nelle diverse prassi e modalità di intervento delle Autorità a livello nazionale, che rende difficile assicurare interventi concertati in assenza di decisioni pienamente condivise.

⁽⁹⁾ 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 adottare 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.

⁽¹⁰⁾ I comitati di coordinamento europeo sono costituiti oltre che dal *Committee of European Securities Commissions* (Cesr), dal *Committee of European Banking Supervisors* (Cebs) e dal *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (Ceios).

⁽¹¹⁾ *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière*, Brussels, 25 febbraio 2009.

⁽¹²⁾ Il Comitato è stato istituito il 7 marzo 2008 dal "Protocollo di intesa per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria" sottoscritto, in linea con le raccomandazioni europee, dal Ministro dell'Economia, dal Governatore della Banca d'Italia, dai Presidenti di Isvap e Consob.

⁽¹³⁾ Il Comitato è stato istituito con Decreto Legge 12 ottobre 2001, convertito con legge 14 dicembre 2001 n. 431, subito dopo gli attentati del 11 dicembre 2001, in ottemperanza agli obblighi internazionali assunti dall'Italia nella strategia di contrasto alle attività connesse al terrorismo internazionale. Il Comitato è presieduto dal Direttore Generale del Tesoro ed è composto da rappresentanti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, del Ministero degli Affari Esteri, del Ministero della Giustizia, del Ministero dell'Interno, della Consob, della Banca d'Italia, dell'Unità di Informazione Finanziaria, dell'Isvap, della Guardia di Finanza, dell'Arma dei Carabinieri, della Direzione Nazionale Antimafia e della Direzione Investigativa Antimafia.

⁽¹⁴⁾ La Commissione Europea, in una comunicazione del 25 febbraio 2009, ha affrontato il tema con riferimento ai programmi di riacquisto dei cosiddetti titoli "tossici".

⁽¹⁵⁾ In base ai principi contabili internazionali Ias/Ifrs, applicabili a tutte le società quotate europee sin dal 2005, il *fair value* è definito come il valore al quale un'attività può essere scambiata (o una passività può essere estinta) tra parti informate, indipendenti e consapevoli. In particolare, il principio contabile Ias 39, "*Strumenti finanziari: rilevazione e misurazione*" fornisce alcune indicazioni sulle modalità di determinazione del *fair value* per gli strumenti finanziari in presenza di un mercato attivo, in grado di esprimere valori rappresentativi (le quotazioni di un titolo) ovvero in presenza di un mercato inattivo (in tal caso si ricorre a modelli matematici di valutazione). Il principio Ias 39 prevede la valutazione a *fair value* degli strumenti finanziari detenuti per la

negoiazione e di quelli disponibili per la vendita, mentre quelli detenuti sino a scadenza sono valutati al costo.

⁽¹⁶⁾ Sulla base delle informazioni al 3° trimestre 2008, 14 banche quotate italiane (su un totale di 27) si sono avvalse delle nuova possibilità di disapplicare la valutazione a *fair value* e per due di esse gli effetti positivi sono stati consistenti (minori perdite per 856 e 141 milioni di Euro).

⁽¹⁷⁾ In presenza di vincoli sulle vendite allo scoperto, quando l'informazione rilevante diventa pubblica, dal momento che le informazioni negative non sono state precedentemente incorporate nei prezzi tramite il *trading* degli *short sellers*, ci saranno degli aggiustamenti dei prezzi molto più forti nel caso di notizie negative piuttosto che positive.

⁽¹⁸⁾ Risulta infatti che nel periodo compreso tra il 1 gennaio 2008 e il 30 giugno 2008 i prospetti approvati dall'Irlanda sono stati 725, mentre quelli approvati nello stesso periodo dal Lussemburgo sono stati 863.

⁽¹⁹⁾ Il titolo Unicredit è stato rinviato in asta di pre-apertura per 4 volte il 29 settembre 2008, per 6 volte il 30 settembre 2008 e per ben 10 volte nella seduta del 7 ottobre 2008.

⁽²⁰⁾ Le norme attuative del d.l. 185/2008 (convertito nella legge 28 gennaio 2009, n. 2 "Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale") sono state emanate dalla Banca d'Italia con Regolamento del 16 dicembre 2008.

⁽²¹⁾ In particolare, in prodotti finanziari riconducibili al fondo "*Bertrand L. Madoff Investment Securities LLC*".

⁽²²⁾ I fondi comuni italiani sono complessivamente esposti per circa 128 milioni di euro (109 i fondi speculativi, 19 i fondi aperti).

⁽²³⁾ È emersa un'esposizione di 8 banche quotate per un valore complessivo di circa 120 milioni di euro (Ubi Banca, Unicredit, Banco Popolare, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni, Credito Emiliano, Banca Popolare di Sondrio, Mediobanca). Le maggiori esposizioni riguardano Ubi Banca (per 56 milioni) e Unicredit (per 46,47 milioni). L'esposizione diretta dei clienti è risultata pari a circa 10 milioni di euro.

⁽²⁴⁾ Si tratta di portafogli gestiti da 3 Sgr per circa 28 milioni di euro e da 2 Sim per circa 12 milioni di euro.

⁽²⁵⁾ Si tratta di prodotti collocati da 7 imprese di assicurazioni, per un importo complessivo pari a circa 31 milioni di euro.

⁽²⁶⁾ In particolare l'art. 3, comma 1, ha precisato che "*il Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa (...) al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati (...) individua altresì le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere*".

⁽²⁷⁾ In merito alle previsioni in ordine alla soddisfazione dei creditori, ai sensi dell'art. 56, secondo comma, d.lgs. 270/99, in caso di adozione di un programma di cessione, il programma deve altresì indicare le previsioni in ordine alla soddisfazione dei creditori, indicando, quindi, una stima della percentuale di soddisfazione (cioè i *recovery ratios*) dei debiti delle imprese insolventi, distinguendo tra crediti in prededuzione, privilegiati e chirografari. Al fine di poter fornire la richiesta stima, è quindi necessario definire, ancorché in via preliminare, (i) una previsione sufficientemente verosimile del ricavato dalla liquidazione dei beni aziendali; (ii) una completa mappatura quantitativa e qualitativa della massa passiva, che identifichi cioè l'importo e le eventuali cause legittime di prelazione dei creditori da soddisfare. Al riguardo il commissario straordinario ha rilevato che la situazione delle Società in Amministrazione Straordinaria e, in generale, del gruppo Alitalia rendeva estremamente difficili tali previsioni. Le informazioni fornite al Ministero sono state oggetto di *omissis*.

⁽²⁸⁾ In particolare, è stato previsto che nelle more dell'attivazione del Registro i soggetti in possesso dei requisiti prescritti dalla direttiva, replicati in sede regolamentare, possono iscriversi, ai fini dell'esenzione dalla disciplina sull'offerta, in appositi registri tenuti dagli emittenti e offerenti. I dati contenuti in tali registri potranno essere utilizzati fino all'attivazione del Registro da parte della Consob per poi confluire in esso, secondo le modalità tecniche e nei termini successivamente stabiliti, senza soluzione di continuità fra i due regimi.

⁽²⁹⁾ In particolare, si raccomanda di indicare tra le predette relazioni, qualora significative, almeno: i rapporti di parentela; l'adesione nel recente passato, anche da parte di società dei rispettivi gruppi, a un patto parasociale previsto dall'art. 122 del Tuf avente ad oggetto azioni dell'emittente o di società del gruppo dell'emittente; l'adesione, anche da parte di società dei rispettivi gruppi, a un medesimo patto parasociale avente ad oggetto azioni di società terze; l'esistenza di partecipazioni azionarie, dirette o indirette, e l'eventuale presenza di partecipazioni reciproche, dirette o indirette, anche tra le società dei rispettivi gruppi; l'aver assunto cariche, anche nel recente passato, negli organi di amministrazione e controllo di società del gruppo del socio (o dei soci) di controllo o di maggioranza relativa, nonché il prestare o l'aver prestato nel recente passato lavoro dipendente presso tali società; l'aver fatto parte, direttamente o tramite propri rappresentanti, della lista presentata dai soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa nella precedente elezione degli organi di amministrazione o controllo; l'aver partecipato, nella precedente elezione degli organi di amministrazione o di controllo, alla presentazione di una lista con i soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa ovvero avere votato una lista presentata da questi ultimi; l'intrattenere o l'aver intrattenuto nel recente passato relazioni commerciali, finanziarie (ove non rientrino nell'attività tipica del finanziatore) o professionali; la presenza nella cosiddetta lista di minoranza di candidati che sono o sono stati nel recente passato amministratori esecutivi ovvero dirigenti con responsabilità strategiche dell'azionista (o degli azionisti) di controllo o di maggioranza relativa o di società facenti parte dei rispettivi gruppi.

⁽³⁰⁾ Tale attività di segnalazione, ai sensi dell'art. 331, comma 1, c.p.p., riguarda sia ipotesi di reato previste dalla normativa di settore, sia ipotesi di reato di tipo comune emerse nel corso dell'attività di vigilanza.

⁽³¹⁾ Legge di Conversione del decreto-legge 29 novembre 2008, n. 185, recante misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale.

⁽³²⁾ Nel corso dell'esame da parte della Commissioni riunite VI (Finanze) e X (Attività produttive, commercio e turismo) della Camera del decreto legge n. 5/09 "*Misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi*. C. 2187 Governo" sono stati approvati alcuni emendamenti che prevedono: *a)* la previsione per via legislativa del limite del 5 per cento per gli acquisti che coloro che già detengono una percentuale compresa tra il 30 e il 50 per cento del capitale di una società quotata possono effettuare nell'arco di 12 mesi senza essere costretti a effettuare un'offerta pubblica d'acquisto sulla totalità delle azioni (attualmente il limite è stabilito al 3 per cento dal Regolamento Consob n. 11971); *b)* la facoltà per la Consob di prevedere per un limitato periodo di tempo, soglie inferiori al 2 per cento per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti per società a elevato valore corrente di mercato e ad azionariato particolarmente diffuso, attraverso un provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali; *c)* l'innalzamento del limite di detenzione di azioni proprie, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, a un quinto del capitale sociale, rispetto a un decimo attualmente previsto dall'art. 2357 del Codice Civile e un'estensione dei termini per l'alienazione delle eventuali eccedenze rispetto a tale limite a tre anni, rispetto a un anno attualmente previsto.

A

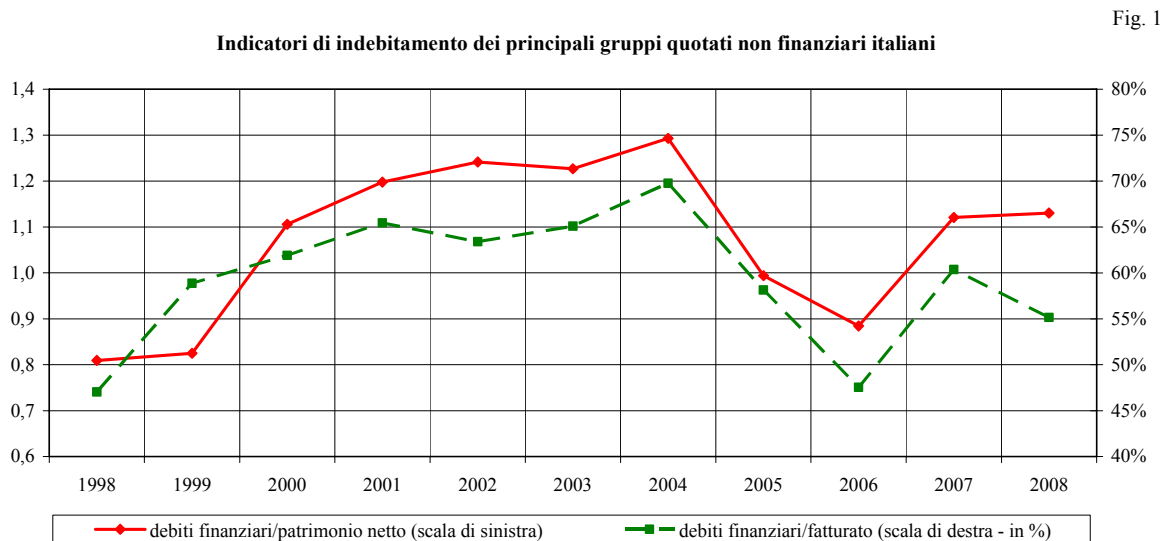
***L'EVOLUZIONE
DEL QUADRO DI RIFERIMENTO***

I – LE SOCIETÀ

1. La struttura finanziaria e la redditività

I bilanci 2008 dei principali gruppi quotati non finanziari italiani non hanno risentito, se non marginalmente, degli effetti della crisi finanziaria e del brusco deterioramento del quadro congiunturale, effetti che hanno incominciato a incidere in maniera più evidente sulle risultanze contabili degli emittenti quotati solo a partire dal primo trimestre del 2009. A livello aggregato, infatti, l'indebitamento e la redditività operativa si sono attestati su valori vicini a quelli rilevati nel 2007.

In particolare, i debiti finanziari sono rimasti complessivamente stabili in rapporto al patrimonio netto, mentre risultano lievemente calati rispetto al fatturato (Fig. 1).

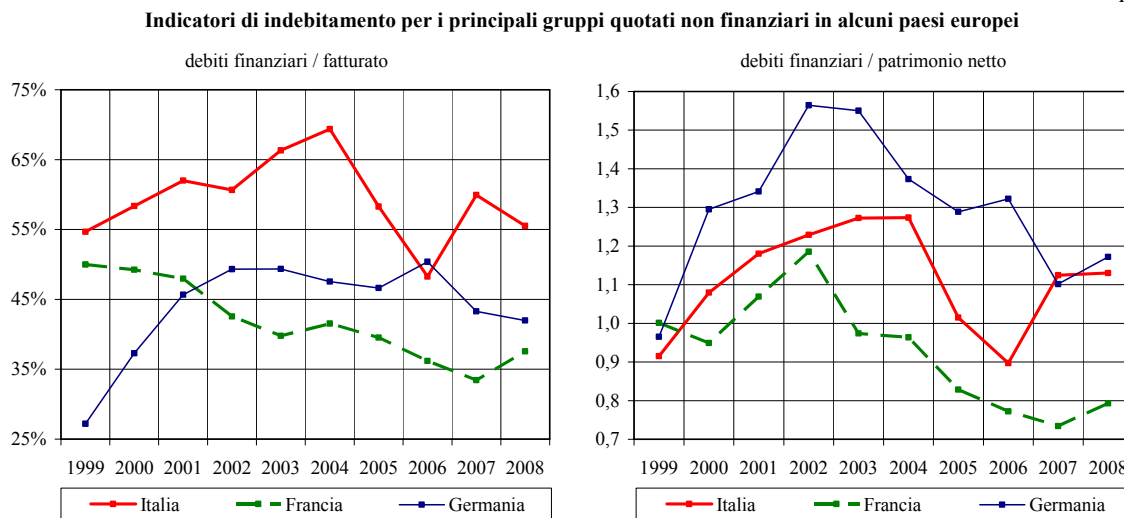


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S; i dati 2008 sono di fonte Worldscope. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Confronta Note metodologiche.

Dati di bilancio riclassificati per rendere omogeneo il confronto fra diversi paesi indicano che a dicembre 2008 il rapporto debiti/patrimonio netto (leva finanziaria) dei principali gruppi quotati italiani non finanziari risultava superiore a quello rilevato per le principali società non finanziarie francesi, ma in linea con i valori rilevati per le principali società tedesche (Fig. 2). Il rapporto debiti finanziari/fatturato delle società italiane (55 per cento circa) è, invece, sensibilmente più alto rispetto ai valori rilevati sia per le società francesi (38 per cento) che per quelle tedesche (42 per cento).

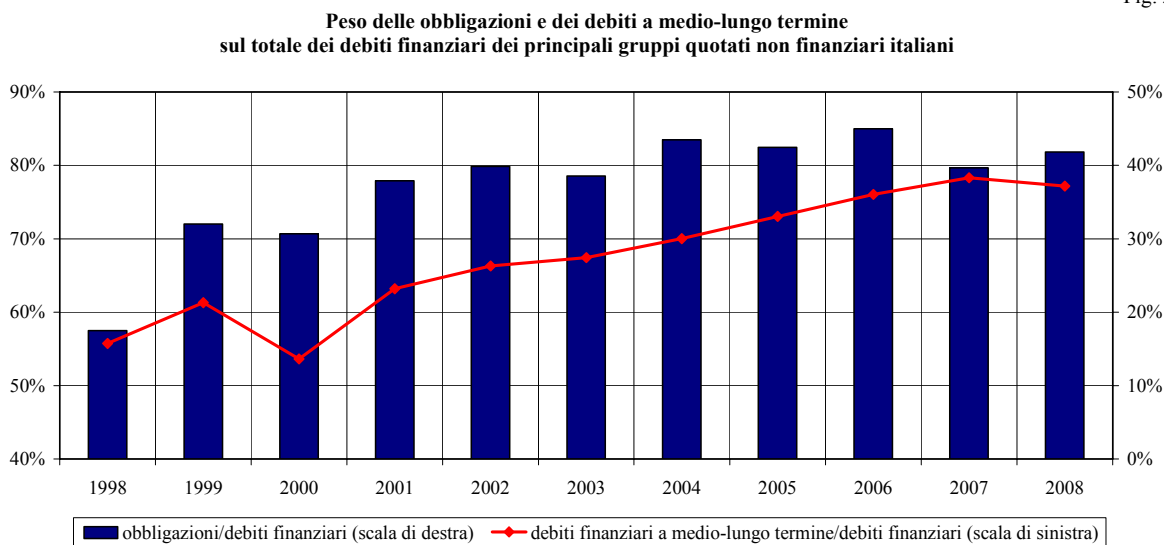
Rispetto al 2007, il peso dell'indebitamento a medio e lungo termine sul totale dei debiti finanziari dei principali gruppi quotati italiani è leggermente diminuito, passando dal 78 al 77 per cento circa, mentre il peso delle obbligazioni (con scadenza superiore a 12 mesi) sui debiti finanziari è aumentato di circa 2 punti percentuali (dal 40 al 42 per cento circa) (Fig. 3).

Fig. 2



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per la Francia e la Germania dati relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2009; per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 1. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs.

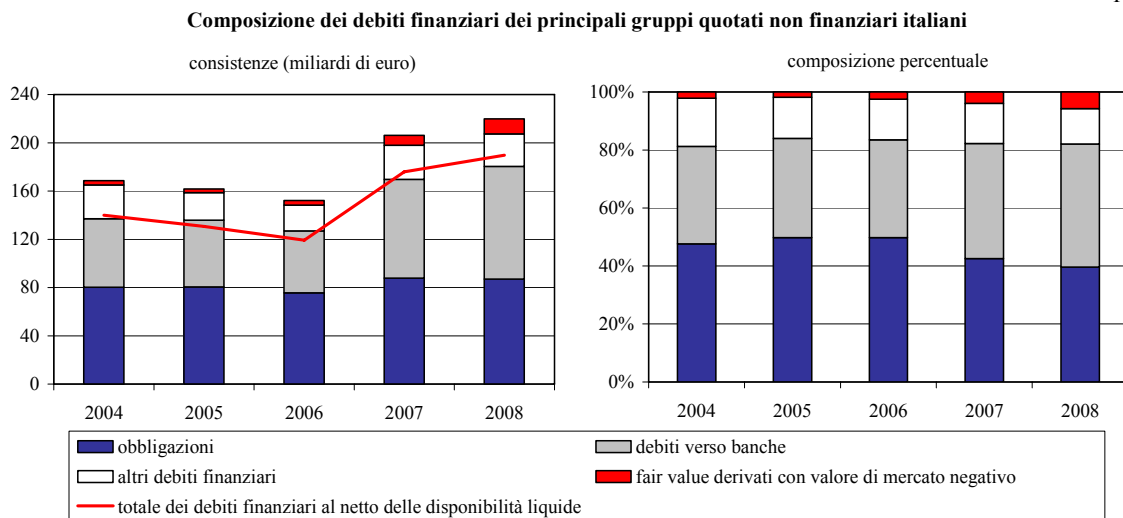
Fig. 3



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S; i dati 2008 sono di fonte Worldscope. I dati relativi alle obbligazioni si riferiscono a quelle con scadenza superiore a 12 mesi. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Confronta Note metodologiche.

I debiti finanziari al netto delle disponibilità liquide sono cresciuti dell'8 per cento circa, passando da 176 a 190 miliardi di euro (Fig. 4), mentre l'ammontare complessivo dei debiti finanziari è passato da 206 a 220 miliardi di euro (+7 per cento circa). È cresciuto sia l'ammontare dei debiti verso banche, passati da 82 a 93 miliardi di euro circa (+14 per cento circa) sia il *fair value* dei derivati con valore di mercato negativo (passati da 8 a 13 miliardi di euro circa; +54 per cento circa); l'ammontare totale delle obbligazioni (sia a breve che a medio-lungo termine), invece, è rimasto praticamente invariato (87 miliardi di euro circa).

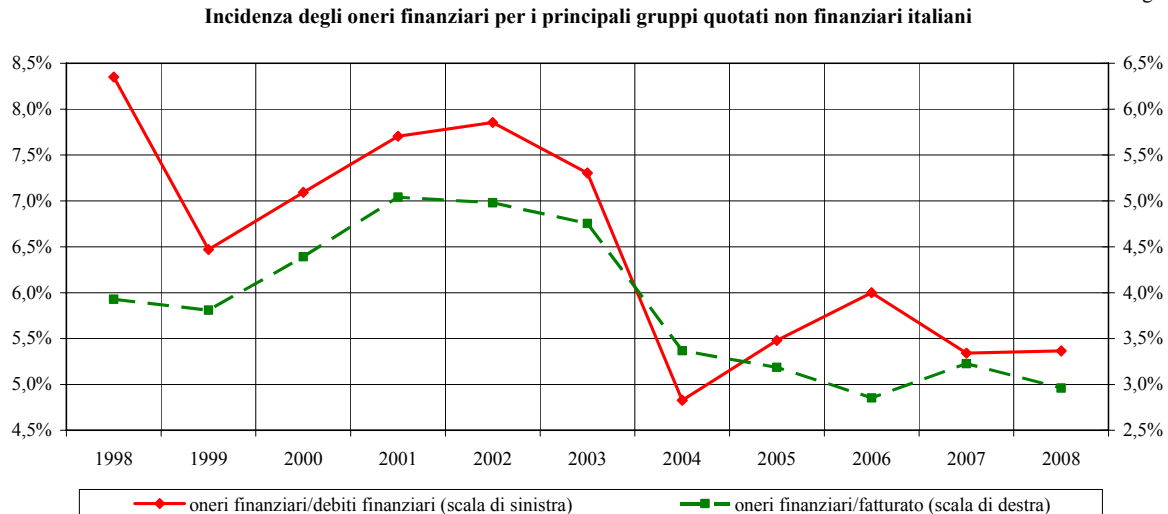
Fig. 4



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Confronta Note metodologiche.

Nel 2008 si è registrata una lieve riduzione del peso degli oneri finanziari sul fatturato (dal 3,2 al 3,0 per cento), mentre l'incidenza degli oneri finanziari sui debiti finanziari è rimasta praticamente invariata (dal 5,3 al 5,4 per cento) (Fig. 5).

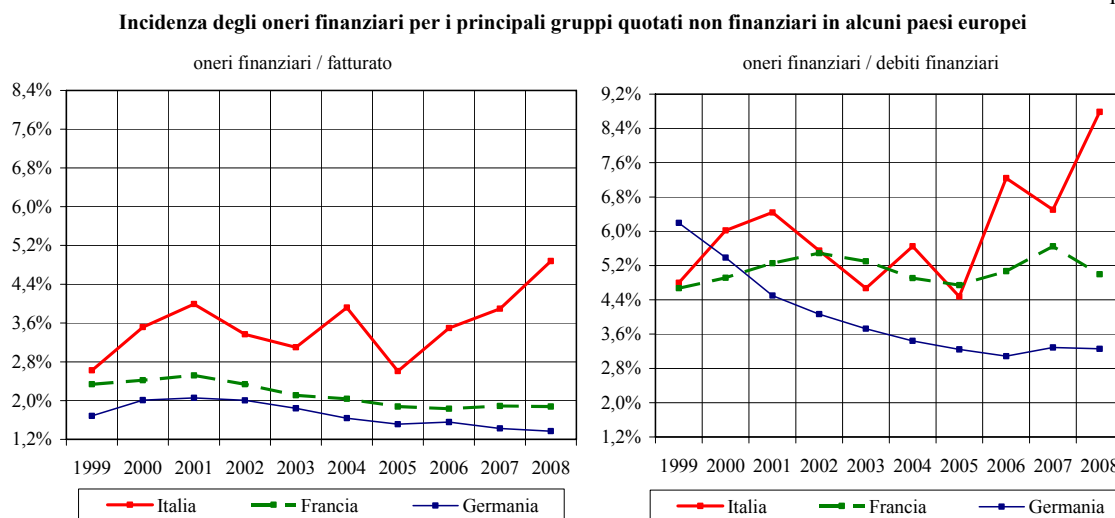
Fig. 5



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S; i dati 2008 sono di fonte Worldscope. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Confronta Note metodologiche.

Dati di bilancio riclassificati per consentire confronti internazionali mostrano che l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato dei grandi gruppi quotati italiani non finanziari rimane su livelli nettamente superiori rispetto ai valori rilevati per i principali gruppi quotati non finanziari francesi e tedeschi (Fig. 6). Anche l'incidenza degli oneri finanziari sui debiti si colloca su valori notevolmente superiori, soprattutto nel confronto con le imprese tedesche.

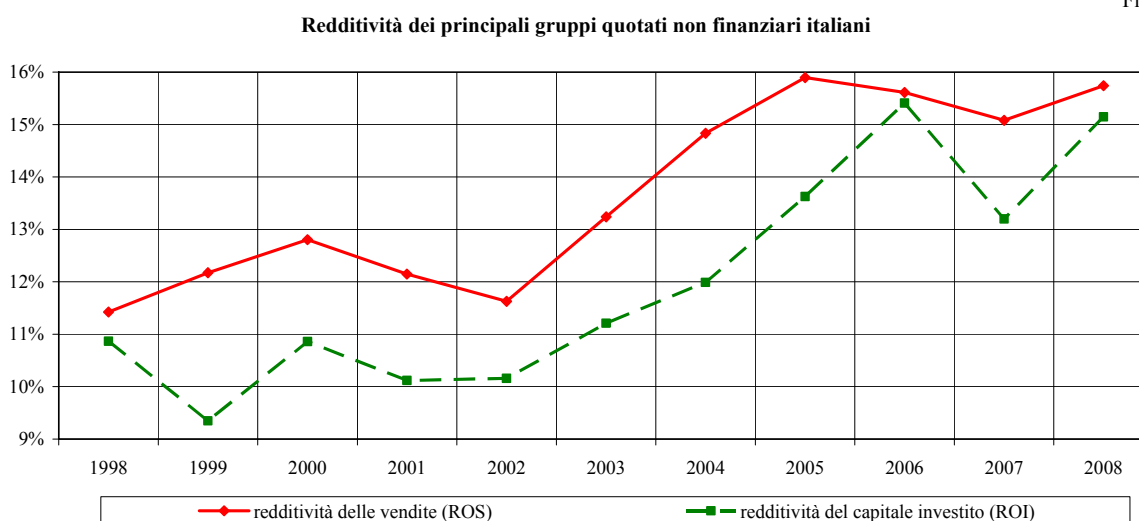
Fig. 6



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per la Francia e la Germania dati relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2009, per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 1. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs.

Come prima evidenziato, la crisi finanziaria e l'amplificarsi degli impulsi recessivi non hanno inciso negativamente sulla redditività operativa dei grandi gruppi quotati italiani non finanziari. Nel 2008 si è registrata, infatti, una crescita della redditività del capitale investito (rapporto fra margine operativo netto e capitale investito), passata dal 13 al 15 per cento circa, e della redditività delle vendite (rapporto fra margine operativo netto e fatturato), passata dal 15 al 16 per cento circa (Fig. 7).

Fig. 7



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S; i dati 2008 sono di fonte Worldscope. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Confronta Note metodologiche.

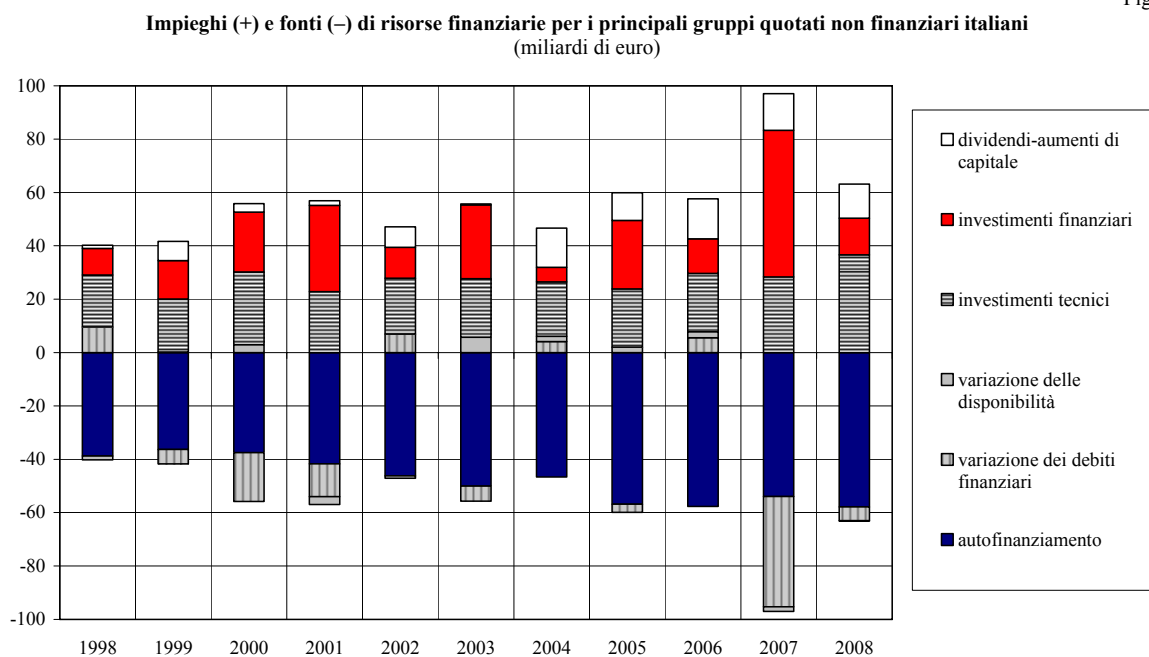
2. I flussi finanziari

Nei 10 anni dal 1998 al 2007 l'autofinanziamento ha rappresentato la fonte di risorse più importante per i grandi gruppi quotati non finanziari italiani. Solo nel 2007 (e in parte nel 2000 e nel 2001) la crescita dell'indebitamento ha avuto un ordine di grandezza simile a quello dell'autofinanziamento (Fig. 8).

Nel 2008 questo *trend* complessivo non è cambiato. L'autofinanziamento è stato pari a circa 58 miliardi di euro (+7 per cento circa rispetto al 2007), mentre i debiti finanziari sono aumentati di circa 5 miliardi di euro.

Le risorse finanziarie sono state impiegate principalmente per effettuare investimenti tecnici (36 miliardi di euro circa, contro 28 miliardi di euro nel 2007), mentre il volume dei dividendi (al netto degli aumenti di capitale) è rimasto molto elevato (13 miliardi di euro circa, contro 14 miliardi di euro nel 2007). L'ammontare degli investimenti finanziari si è attestato, invece, su valori molto più contenuti (14 miliardi di euro circa, contro 55 miliardi di euro nel 2007).

Fig. 8



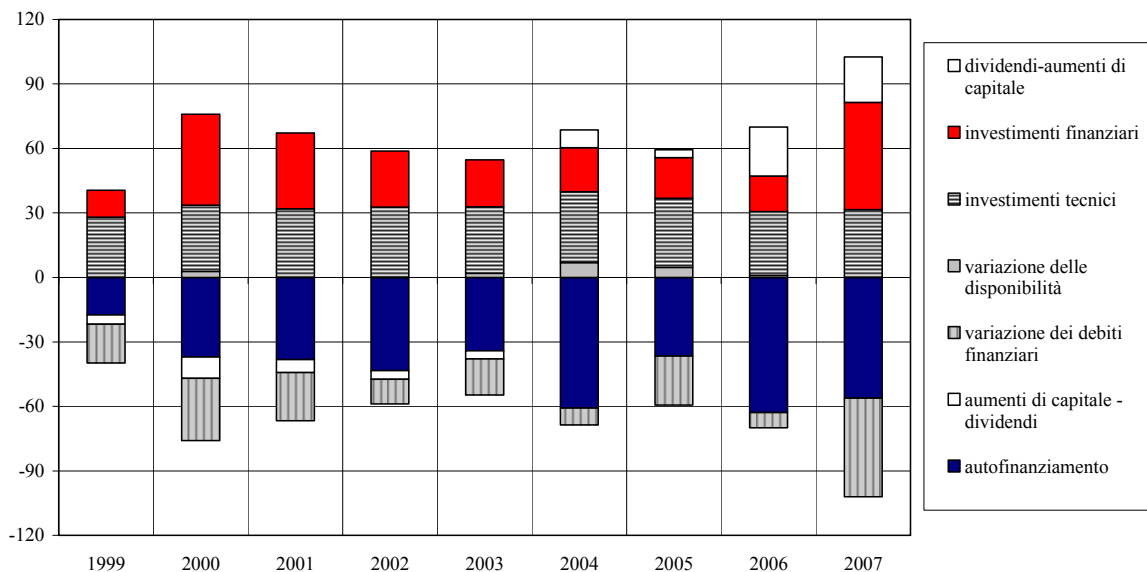
Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. I dati 2008 sono di fonte Worldscope. Confronta Note metodologiche.

L'autofinanziamento (pari a 56 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). Gli ultimi dati disponibili relativi al 2007 indicano che, dal lato degli impieghi, gli investimenti tecnici rimangono particolarmente

elevati (31 miliardi di euro; +6,5 per cento rispetto al 2007); gli investimenti finanziari sono significativamente cresciuti da 17 a 50 miliardi di euro circa. Le risorse finanziarie destinate agli azionisti (dividendi al netto degli aumenti di capitale), infine, si sono lievemente ridotte da 23 a 21 miliardi di euro (-7,1 per cento).

Fig. 9

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



Fonte: Mediobanca, "Dati cumulativi di 2.020 società italiane", edizione 2008. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

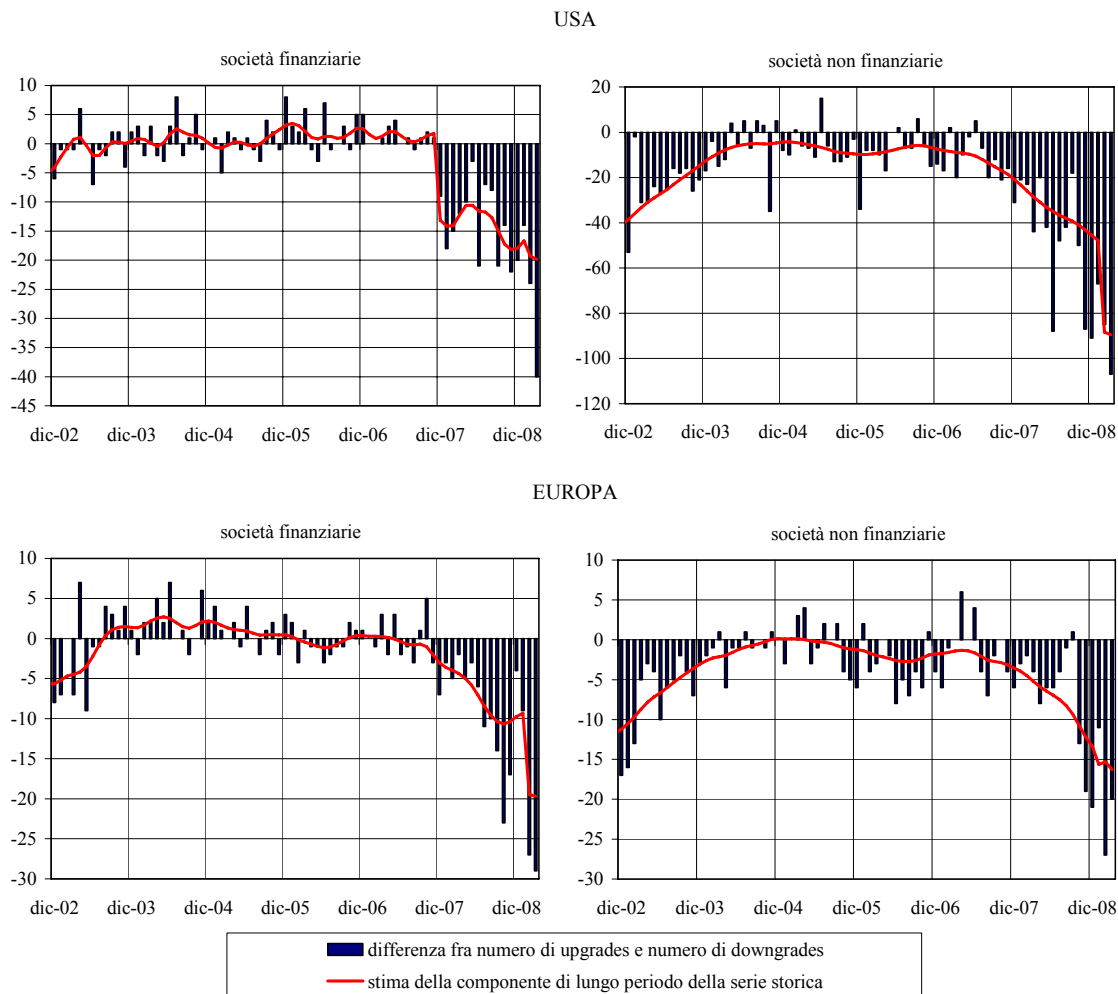
3. La qualità del credito

I dati sull'evoluzione dei giudizi delle agenzie di rating relativamente alle imprese private (società finanziarie e non finanziarie) pongono in evidenza un netto peggioramento della qualità del credito nei principali paesi avanzati a partire dall'inizio del 2008 (Fig. 10).

Negli Usa la differenza tra il numero di revisioni al ribasso (downgrades) e il numero di revisioni al rialzo (upgrades) dei giudizi rilasciati dall'agenzia di rating Moody's è cresciuta sensibilmente a partire dal secondo semestre 2008, sia per le società finanziarie (passando da 79 a 92) che per le società del settore corporate (da 238 a 336). Nei primi tre mesi del 2009 tale differenza è stata pari a 259 per le società non finanziarie e a 78 per le società finanziarie.

Fig. 10

Differenza fra *upgrades* e *downgrades*
(dati mensili; settembre 2002 - marzo 2009)

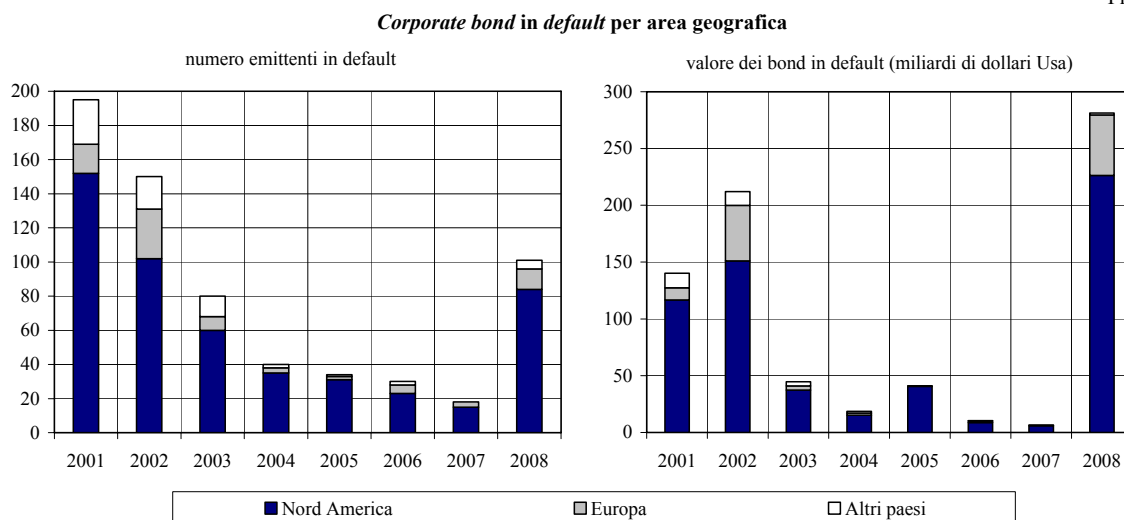


Fonte: Moody's. La componente di lungo periodo è stimata attraverso tecniche non parametriche di analisi delle serie storiche.

In Europa, nella seconda metà del 2008, i downgrades hanno superato gli upgrades di 79 unità per le società finanziarie (contro 24 nei primi sei mesi) e di 57 unità per le società corporate (contro 29 nei primi sei mesi). Da gennaio 2009 a marzo 2009, le revisioni al ribasso hanno superato le revisioni al rialzo di 58 unità per le società del settore corporate e di 65 unità per le società finanziarie.

Il peggioramento della qualità del credito si riflette anche in un aumento degli emittenti di obbligazioni classificate in *default*, passati da 18 nel 2007 (15 nel Nord America e 3 in Europa) a 101 nel 2008 (84 nel Nord America, 12 in Europa e 5 nel resto del mondo; Fig. 11); il valore dei *bond* dichiarati in *default* è, inoltre, significativamente aumentato, passando da 6 a 281 miliardi di dollari Usa.

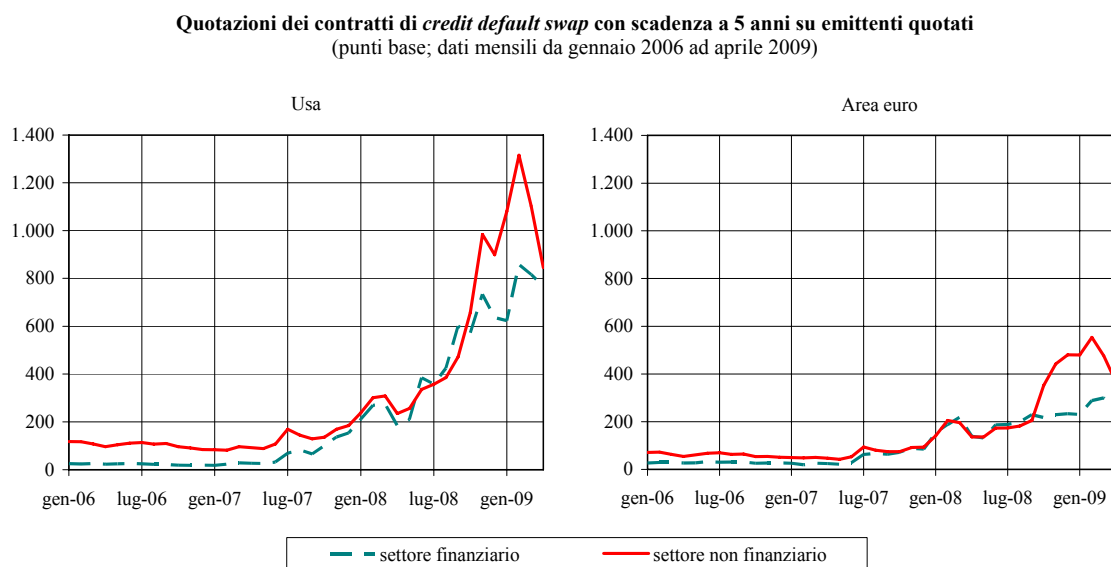
Fig. 11



Fonte: Moody's.

Il peggioramento della qualità del credito delle società quotate si è riflesso in un aumento del costo della protezione dal rischio di insolvenza, rilevabile dall'andamento delle quotazioni dei *credit default swap* (Cds) (Fig. 12).

Fig. 12



Fonte: Thomson Reuters-Datastream. I dati sono calcolati come medie degli indici Datastream settoriali relativi a *credit default swap* con scadenza 5 anni. 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 per cento del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

Tale fenomeno ha interessato soprattutto le società americane, per le quali in media, da gennaio 2008 a febbraio 2009, le quotazioni dei Cds sono aumentate di 647 punti base nel settore finanziario e di 1.077 punti base nel settore corporate. In corrispondenza del manifestarsi di alcuni segnali di attenuazione delle turbolenze sui mercati finanziari (si veda anche il successivo Capitolo II "I mercati"), nei mesi di marzo e aprile 2009 la percezione del rischio di default degli investitori è sensibilmente diminuita sia per le imprese del settore finanziario (le cui quotazioni dei Cds sono diminuite in media da 858 punti base a febbraio 2009 a 767 punti base ad aprile 2009) sia per quelle del settore corporate (845 punti base ad aprile 2009 contro 1.315 punti base a febbraio 2009).

Per le società dell'area euro la crescita dei premi dei Cds è stata molto più contenuta e ha interessato principalmente le società non finanziarie a partire dalla seconda metà del 2008. Nei mesi di marzo e aprile 2009 si è verificata una riduzione delle quotazioni dei Cds, scese da 289 a 260 punti base per le società del settore finanziario e da 553 a 368 punti base per le società del settore non finanziario.

La dinamica di forte deterioramento della qualità del credito nel 2008 e di moderato miglioramento a partire dal terzo trimestre 2009, segnalata dall'andamento delle quotazioni dei Cds, emerge anche dalle evidenze derivanti dai modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza.

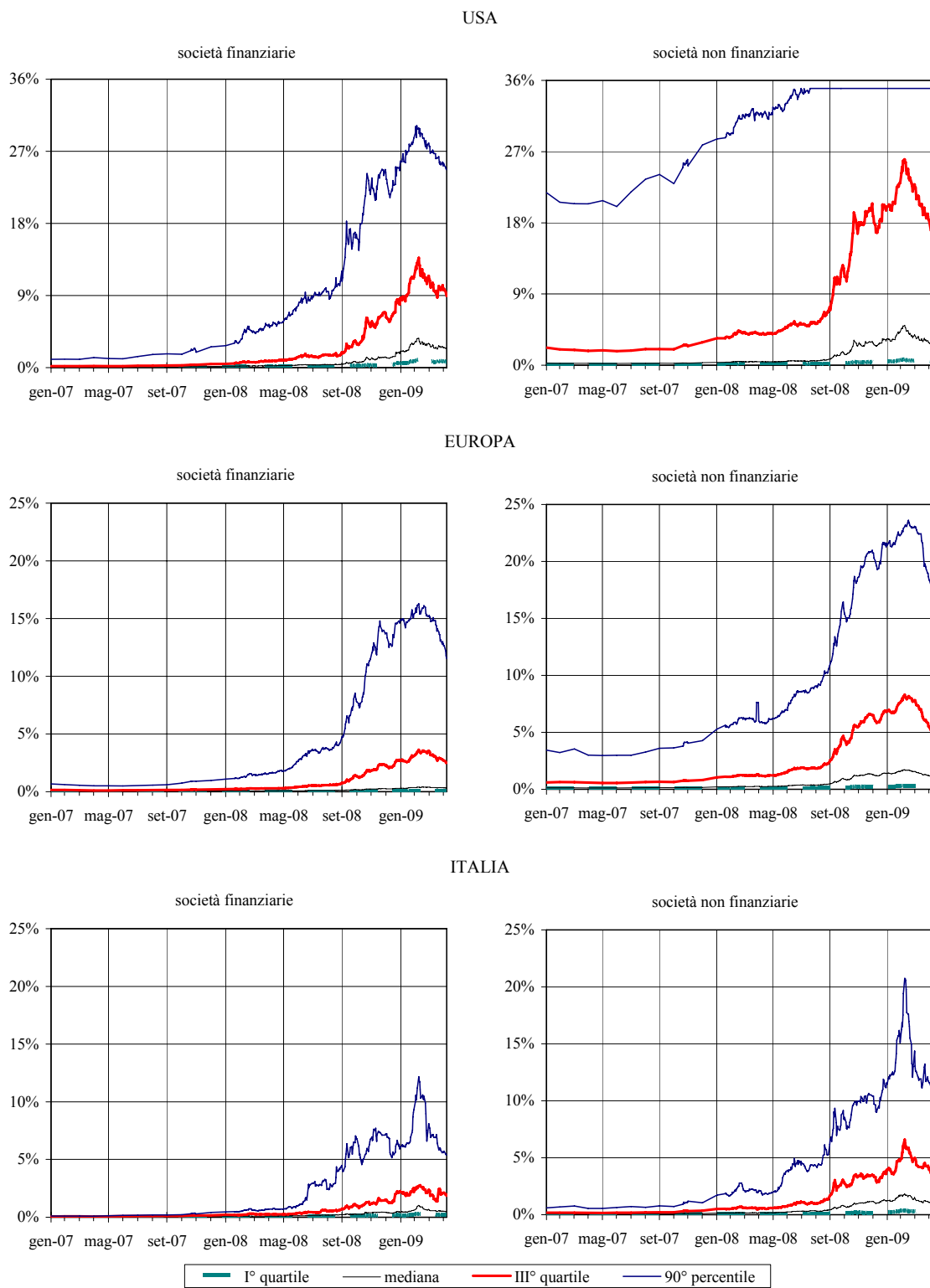
Da gennaio 2008 agli inizi di marzo 2009, la probabilità di default mediana delle società quotate americane (50° percentile della distribuzione delle probabilità di default) è passata dallo 0,2 al 4 per cento circa nel settore finanziario e dallo 0,3 al 5 per cento circa nel settore corporate (Fig. 13). A partire da marzo 2009 si è verificato un miglioramento delle stime delle probabilità di insolvenza, che agli inizi di maggio 2009 risultava scesa su un valore pari al 2,3 per cento per le società finanziarie e al 2,6 per cento per le società del settore non finanziario. In Europa, da gennaio 2008 agli inizi di marzo 2009, la probabilità di default mediana delle società quotate è passata da 0,1 a 0,4 per cento nel settore finanziario e da 0,2 a 1,7 per cento nel settore corporate. Nei mesi di marzo e aprile 2009 si è verificato un miglioramento delle stime della probabilità di insolvenza delle società quotate e i valori mediani sono scesi allo 0,3 per cento per il settore finanziario e all'1,1 per cento per quello non finanziario.

In Italia la probabilità di default relativa al gruppo delle società finanziarie più rischiose (90° percentile della distribuzione delle probabilità di default) è aumentata da 0,4 per cento a gennaio 2008 a 12 per cento agli inizi di marzo 2009, attestandosi su valori comunque più bassi rispetto a quelli rilevati negli Usa (30 per cento circa) e in Europa (16 per cento). Nello stesso periodo è cresciuta in modo ancora più significativo la probabilità di default delle società non finanziarie più rischiose, che ha raggiunto il 21 per cento circa (contro il 35 per cento negli Usa e il 23 per cento in Europa). Successivamente, nei mesi di marzo e aprile 2009, si è verificata una rilevante riduzione delle stime della probabilità di insolvenza: il 90° percentile è sceso al 5,4 per cento per le società finanziarie e all'11,1 per cento per le società del settore corporate.

Anche per l'Italia si è osservata una crescita delle quotazioni dei Cds fino a febbraio 2009, quotazioni che successivamente sono notevolmente calate, soprattutto per le società del settore finanziario (Fig. 14).

Fig. 13

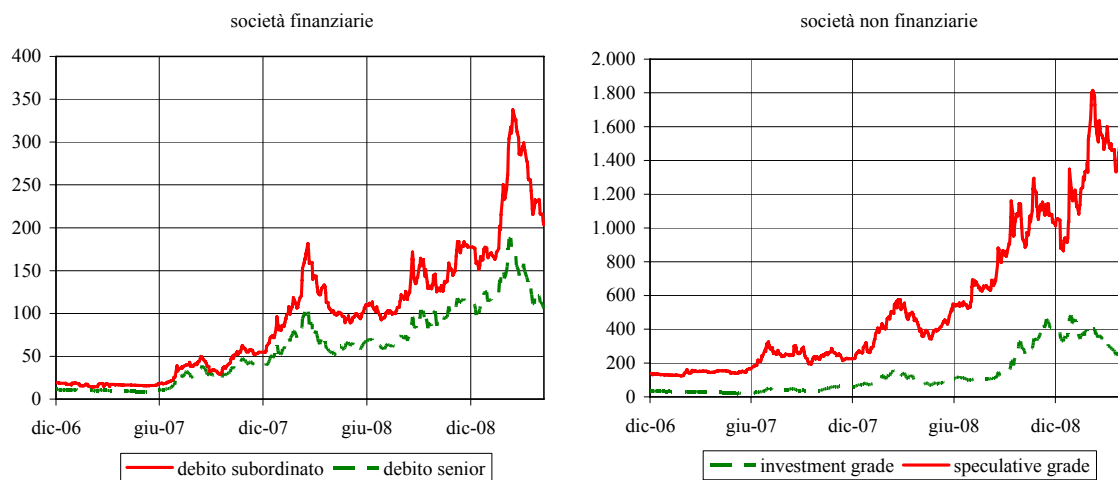
Distribuzione della probabilità di default delle società quotate
(dati giornalieri dal 31/01/2007 al 06/05/2009)



Fonte: Moody's KMV - Credit Edge.

Fig. 14

Quotazioni dei contratti di credit default swap con scadenza a 5 anni su emittenti quotati italiani
(punti base; dati giornalieri dal 31/12/2006 al 06/05/2009)

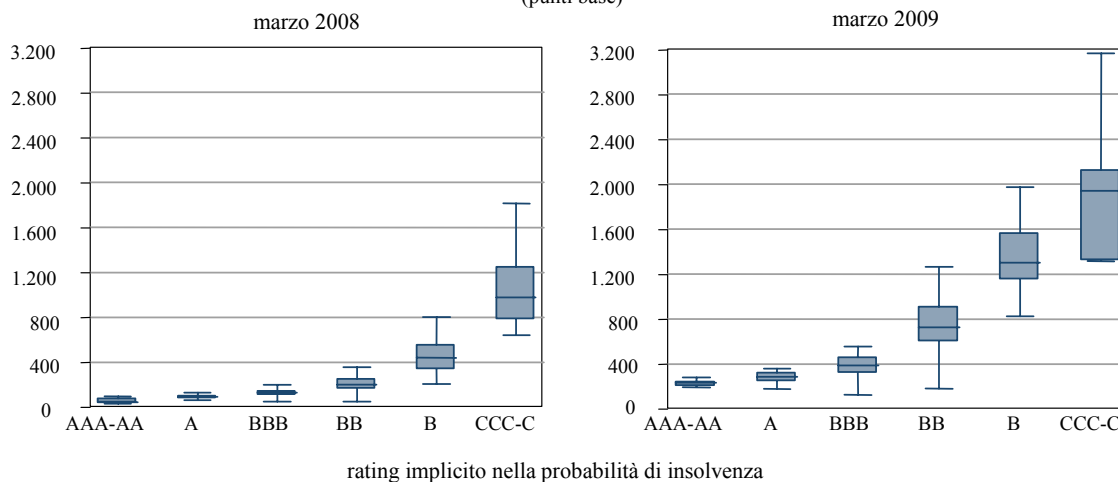


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters-Datastream. Per le imprese non finanziarie i dati sono calcolati come medie delle quotazioni giornaliere dei *credit default swap* di imprese con uguale rating, mentre per le banche i dati sono medie delle quotazioni giornaliere relative ai principali gruppi 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 per cento del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

Anche le quotazioni teoriche dei credit default swap per le società quotate italiane non finanziarie, stimate da Moody's sulla base di modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza, sono cresciute notevolmente fra marzo 2008 e marzo 2009. In particolare, la mediana delle quotazioni delle società appartenenti alla categoria di credito più rischiosa (rating equivalente pari a C-CCC) è passata da 976 a 1.940 punti base con un aumento di 964 punti base(Fig. 15).

Fig. 15

Quotazioni teoriche dei contratti di credit default swap a 5 anni per le società quotate non finanziarie italiane
(punti base)



rating implicito nella probabilità di insolvenza

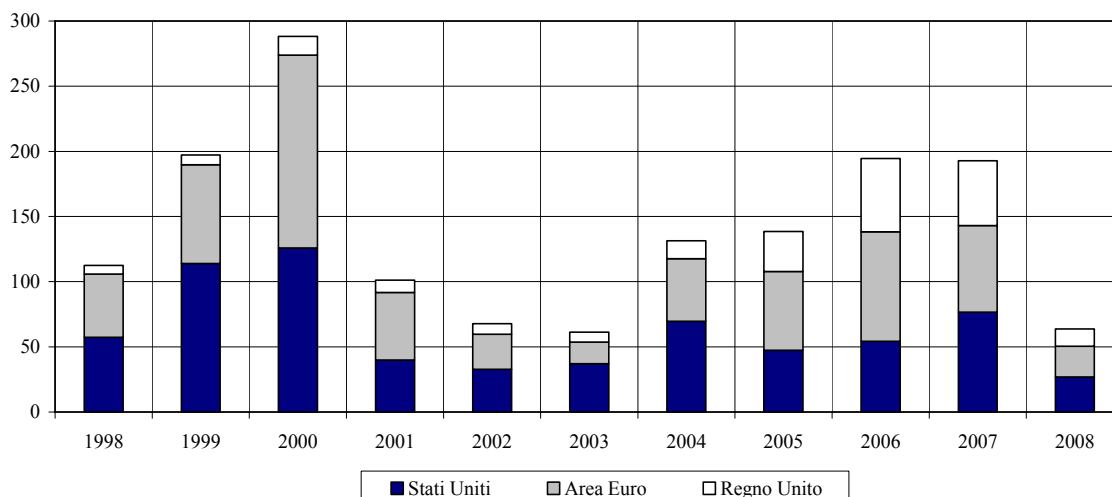
Fonte: elaborazioni su dati Moody's KMV-Credit Edge. La probabilità di insolvenza è stimata tramite il modello di valutazione del rischio di credito sviluppato da Moody's KMV e l'attribuzione del rating implicito alle società avviene sulla base della probabilità di *default* stimata dal modello. Nel grafico è rappresentata la distribuzione delle quotazioni 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 il *range* di valori in cui è contenuta ciascuna distribuzione.

4. La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa

La crisi finanziaria ha avuto un impatto negativo molto rilevante sulla raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese quotate nel 2008. L'ammontare delle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione è nettamente diminuito in tutti i principali paesi avanzati (Fig. 16): negli Usa è sceso da 76 miliardi di euro nel 2007 a 27 miliardi di euro (-64 per cento), mentre nell'area dell'euro è sceso da 83 a 63 miliardi di euro e nel Regno Unito da 50 a 13 miliardi di euro.

Fig. 16

Risorse raccolte dalle società di nuova quotazione nelle borse dei principali paesi industrializzati (miliardi di dollari Usa)

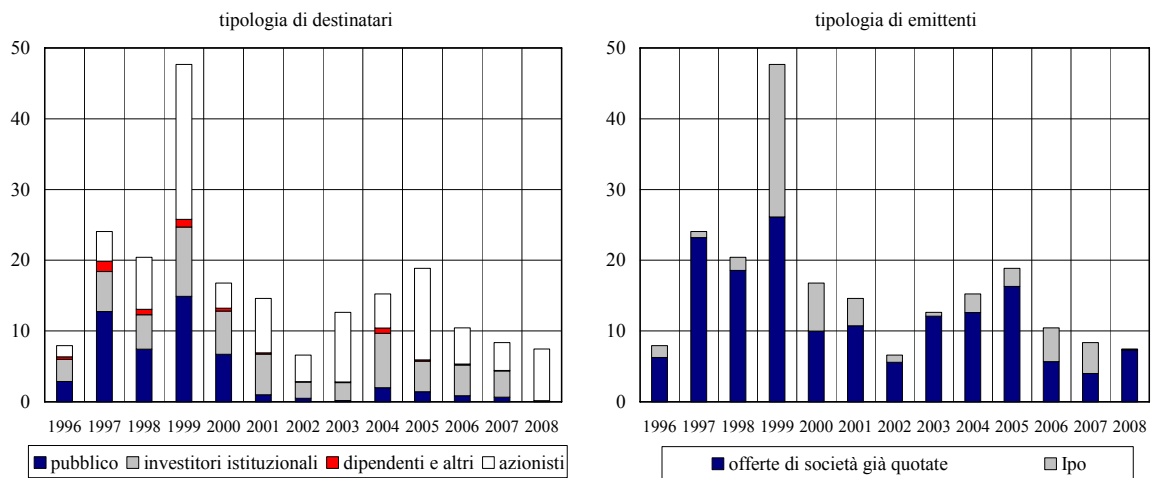


Fonte: elaborazioni su dati World Federation of Stock Exchanges. I dati relativi agli Stati Uniti si riferiscono alle società quotate al Nyse e al Nasdaq.

In Italia i collocamenti complessivi di titoli azionari (raccolta di nuovo capitale di rischio e offerte pubbliche di titoli già in circolazione) sono scesi da 8,3 a 7,5 miliardi di euro (-11 per cento; Fig. 17), principalmente a causa della diminuzione del controvalore delle Ipo (da 4,4 miliardi di euro a 143 milioni di euro). Sono aumentate, invece, le emissioni di nuovi titoli tramite offerte di società già quotate (da 4 miliardi di euro circa a 7,3 miliardi di euro; Fig. 18); quasi nulle sono state, infine, le offerte di titoli già in circolazione (solo 3 milioni di euro e finalizzate esclusivamente a Ipo).

Fig. 17

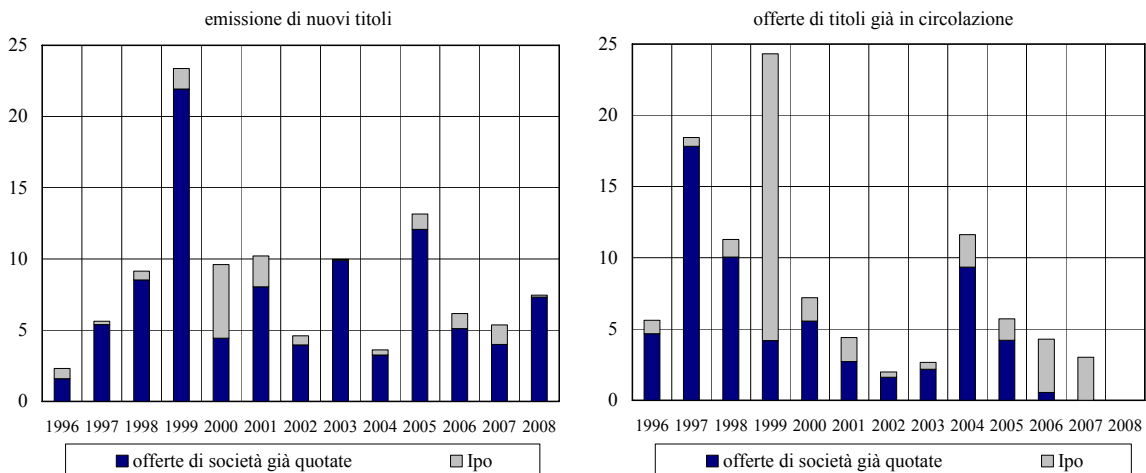
Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane
(emissioni di nuovi titoli e offerte di titoli già in circolazione; miliardi di euro)



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Fig. 18

Tipologia di offerte di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane
(miliardi di euro)



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Nel 2008 sono entrate in borsa 6 nuove società, 2 sull'Mta e 4 sull'Expandi, (contro 29 nel 2007) caratterizzate da una capitalizzazione complessiva *ante offerta* molto ridotta (268 milioni di euro contro 9.770 nel 2007; Tav. 1).

In 3 delle società di nuova quotazione erano presenti nell'azionariato investitori istituzionali; la loro quota media ante offerta si attestava a circa il 60 per cento del capitale sociale per scendere, dopo il collocamento, a circa il 33 per cento (Tav. 2).

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 ante offerta ¹	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione post offerta ²
			sottoscrizione	vendita	totale	
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
2008	6	268	128	6	134	33,9

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. ¹ Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni ante offerta. ² In rapporto alla capitalizzazione post quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004.

Tav. 2

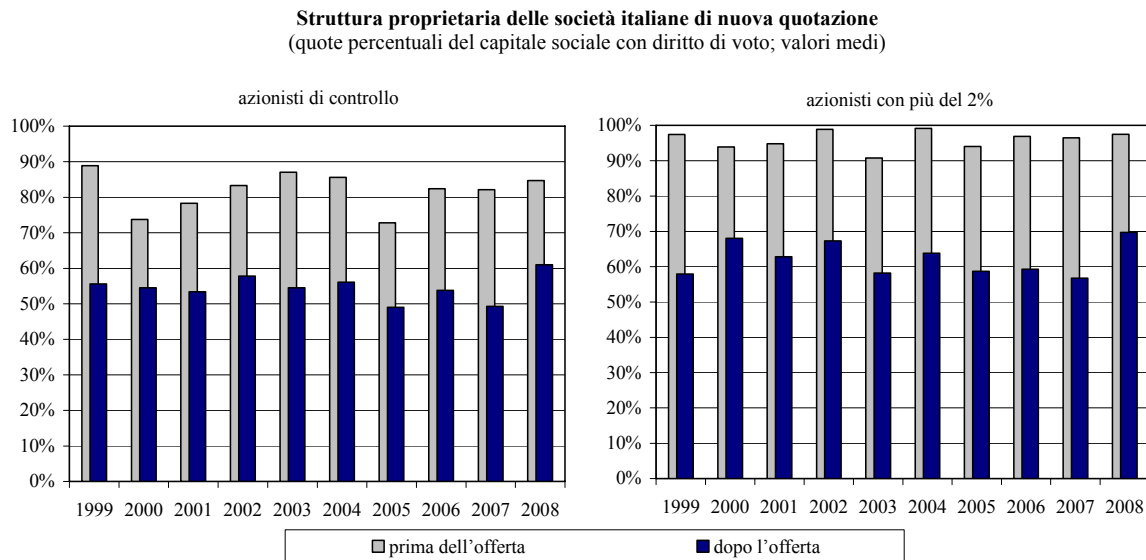
Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane¹

	Società		Numero medio investitori istituzionali ⁴	Quota media ante offerta ⁵	Quota media post offerta ⁶
	numero ²	quota sul totale ³			
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
2008	3	50,0	2,7	58,6	32,9

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. ¹ 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. ² Numero di società, quotate nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. ³ In percentuale del totale delle neoquotate nel corso dell'anno. ⁴ Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. ⁵ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. ⁶ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

Gli assetti proprietari delle società di nuova quotazione sono in parte simili a 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'85 per cento (contro 82 per cento nel 2007), quota che si riduce a circa il 61 per cento dopo l'offerta (contro 50 per cento nel 2007; Fig. 19).

Fig. 19



Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

I titoli delle società di nuova quotazione sono stati allocati prevalentemente presso investitori istituzionali italiani (38,5 per cento) ed esteri (32 per cento); è cresciuta, tuttavia, considerevolmente (da 1,5 a 17,8 per cento) la quota collocata presso soggetti nominativamente individuati o presso gruppi di investitori inferiori a 100 unità (che, tuttavia, in taluni casi potrebbero includere anche investitori istituzionali). Il rapporto fra domanda e offerta è ulteriormente diminuito sia nel collocamento pubblico (1,0 contro 2,8 a fine 2007) che in quello istituzionale (1,1 contro 4,0 nel 2007; Tav. 3).

Nessuna società di nuova quotazione presentava rapporti partecipativi con gli intermediari collocatori o gli sponsor, mentre una sola società aveva rapporti creditizi con gli intermediari collocatori o gli sponsor (Tav. 4).

Nel 2008 sono state ammesse alla negoziazione sul Mac (Mercato alternativo dei capitali) 2 società la cui capitalizzazione ante offerta è stata pari a circa 73 milioni di euro (contro 82,2 milioni di euro per le 3 società ammesse nel 2007) (Tav. 5).

Tav. 3

Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte¹

	Quota assegnata ²				Rapporto domanda/offerta ³	
	pubblico	investitori istituzionali italiani	investitori istituzionali esteri	altri soggetti ⁴	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 ⁵	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 ⁶	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
2008	11,8	38,5	31,9	17,8	1,0	1,1

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. ¹ 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. ² Relativamente all'assegnazione agli investitori istituzionali, nei casi in cui la ripartizione tra italiani ed esteri non è nota, il dato riportato rappresenta una stima. ³ 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. ⁴ Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione. ⁵ La rimanente quota (0,1 per cento) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Cairo Communication. ⁶ La rimanente quota (0,1 per cento) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Trevisan.

Tav. 4

Rapporti creditizi e partecipativi fra società italiane ammesse a quotazione e intermediari collocatori¹

	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 ²	Quota media dei finanziamenti concessi da sponsor o soggetti collocatori ³	Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione ²	Quota media della partecipazione di sponsor o soggetti collocatori ⁴
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
2008	1	16,7	49,4	--	--	--

Fonte: elaborazioni su dati delle attestazioni degli *sponsor* e dei prospetti informativi. Confronta Note metodologiche. ¹ 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. ² Valori in percentuale. ³ In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale. ⁴ In rapporto al capitale sociale *ante* offerta; valori in percentuale.

Offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sul Mercato alternativo dei capitali
(valori monetari in milioni di euro)

Numero società	Capitalizzazione ante offerta ¹	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione post offerta ²	Quota dell'azionista di controllo post offerta ³
		sottoscrizione	vendita	totale		
2007	3	82,2	12,9	7,4	20,3	59,5
2008	2	72,6	18,7	--	18,7	77,3

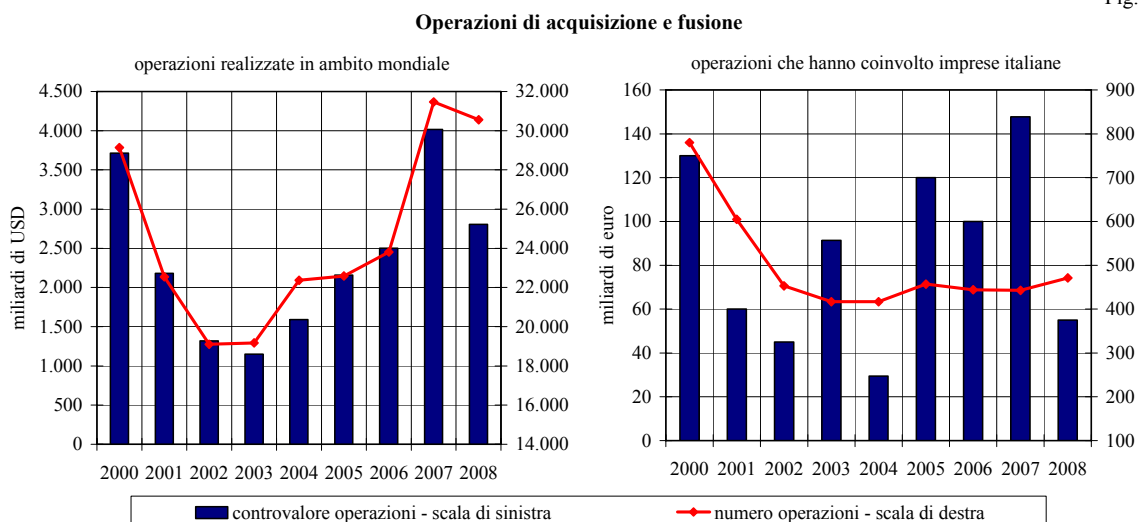
Fonte: Borsa Italiana Spa. ¹ Capitalizzazione delle società ammesse alle negoziazioni, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni ante offerta. ² In rapporto alla capitalizzazione post offerta, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. ³ Quota percentuale; media semplice.

5. Le operazioni di acquisizione e fusione

Nel corso del 2008 a livello globale si è verificata una forte diminuzione del controvalore delle operazioni di fusione e acquisizione (da 4.018 miliardi di dollari nel 2007 a 2.804 nel 2008; -30 per cento) (Fig. 20). Il numero delle operazioni concluse si è ridotto, invece, in misura più contenuta (da 31.500 a fine 2007 a 30.500 a dicembre 2008; -3,2 per cento).

Sulla base dei dati riportati nello studio realizzato da KPMG, in Italia il controvalore delle operazioni di acquisizione e fusione è drasticamente diminuito (da 148 a 55 miliardi di euro; Fig. 20); il numero delle operazioni è, invece, lievemente aumentato da 443 a 471.

Fig. 20



Fonte: KPMG e Thomson Reuters.

Nel 2008 l'operazione di maggiore rilievo è stata l'acquisizione di Antonveneta da parte di Monte dei Paschi di Siena per 9 miliardi di euro. Nel 2007, invece, si erano verificate operazioni di

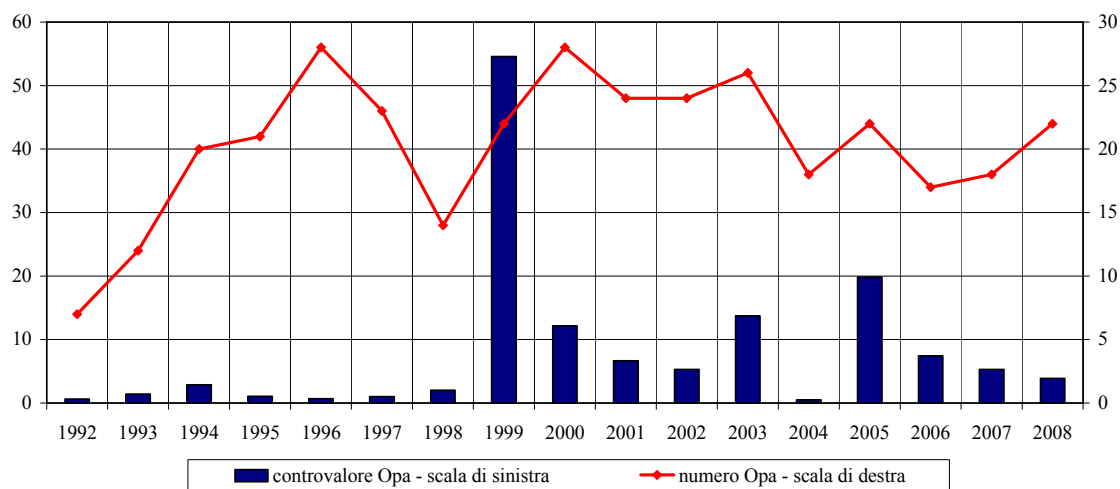
importo molto più rilevante, quali l'acquisizione di Endesa da parte di Enel (per 28,5 miliardi di euro) e quella di Capitalia da parte di Unicredit (per 22 miliardi di euro). Il numero di acquisizioni all'estero continua a essere elevato (117 contro le 121 de 2007), fra le quali 21 hanno avuto come paese target gli Usa.

Nel corso del 2008 il controvalore delle offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio (Opa) su società quotate si è ulteriormente ridotto, passando da 5,3 a 3,9 miliardi di euro, mentre il numero delle Opa è leggermente aumentato (da 18 a 22; Fig. 21). Molte delle Opa realizzate nell'anno sono state promosse dagli stessi azionisti di controllo della società target e sono state finalizzate a ritirare il flottante in circolazione per pervenire al *delisting* delle società.

Nel 2008 i trasferimenti di controllo di società quotate sono stati 5 e sono avvenuti tramite cessioni concordate del pacchetto di controllo seguite da Opa successive; in una circostanza (l'operazione VIIT-Sirti) l'offerta ha dato luogo all'applicazione dell'Opa cosiddetta a "cascata". Il 43 per cento del controvalore delle offerte pubbliche di acquisto eseguite nel 2008 è riferibile all'Opa successiva lanciata da Intesa Sanpaolo sulle azioni ordinarie Banca Cr Firenze, per un valore pari a 1,7 circa miliardi di euro; l'offerta consegue all'acquisizione, da parte dell'offerente, del 69 per cento circa del capitale sociale dell'emittente.

Fig. 21

Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società quotate italiane
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e documenti di offerta. Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno precedente l'annuncio dell'offerta.

II – I MERCATI

1. La congiuntura economica e i mercati azionari

La crisi finanziaria innescata dal *default* Lehman Brothers ha avuto pesanti riflessi negativi sull'andamento dei mercati e dell'economia reale, sebbene nei primi mesi del 2009 siano emersi alcuni timidi segnali di miglioramento del quadro congiunturale che hanno favorito una moderata ripresa dei corsi azionari.

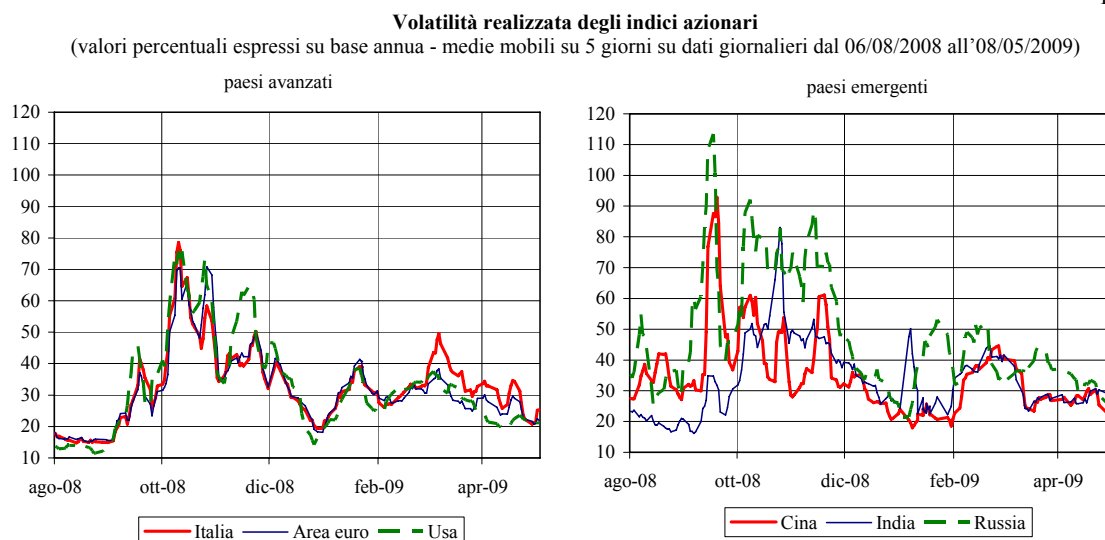
Sulla base delle previsioni diffuse dalle principali organizzazioni internazionali, per il 2009 si va delineando comunque un quadro fortemente recessivo in tutti i principali paesi avanzati. Inoltre, crescono le preoccupazioni per la situazione dei conti pubblici e per l'aumento del deficit connesso alle politiche di sostegno all'economia adottate dai governi. Per ciò che riguarda i paesi emergenti, si profila un rallentamento della crescita in India e Cina, a causa della riduzione della domanda mondiale e della contrazione degli afflussi di capitale dall'estero, mentre per i paesi più dipendenti dalle esportazioni di materie prime, quali Brasile e Russia, vi sono attese di una contrazione del prodotto.

Per l'Italia la riduzione attesa del Pil per il 2009 potrebbe configurare una delle più gravi recessioni degli ultimi decenni. Il calo degli ordini nell'industria, la riduzione dei consumi delle famiglie, la contrazione degli investimenti, il peggioramento dei conti pubblici e il rallentamento delle esportazioni sono tra i principali fattori che incidono negativamente sulle prospettive di crescita per il 2009.

La crisi finanziaria e il forte deterioramento del quadro congiunturale hanno avuto riflessi molto negativi sui corsi azionari (Fig. 22). Da gennaio 2008 agli inizi di marzo 2009 l'indice S&P500 (riferito alle maggiori società del mercato statunitense) è diminuito del 54 per cento circa, mentre l'indice Dow Jones Euro Stoxx (relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro) e l'indice S&P/Mib (relativo alle imprese più importanti del mercato italiano) sono diminuiti, rispettivamente, del 59 e del 67 per cento circa. Ancora più consistente è stata la flessione degli indici azionari bancari (-80 per cento circa negli Usa, nell'area dell'euro e in Italia). A partire all'incirca dalla seconda metà del 2008 le turbolenze sui mercati azionari hanno incominciato a interessare anche i principali paesi emergenti. Infatti, da gennaio 2008 agli inizi di marzo 2009 si è verificata una contrazione dei corsi azionari del 60 per cento circa sul mercato azionario cinese, indiano e russo; pure significative sono state le flessioni degli indici bancari (rispettivamente, -43 per cento per la Cina, -65 per cento per l'India e -85 per cento per la Russia; Fig. 23).

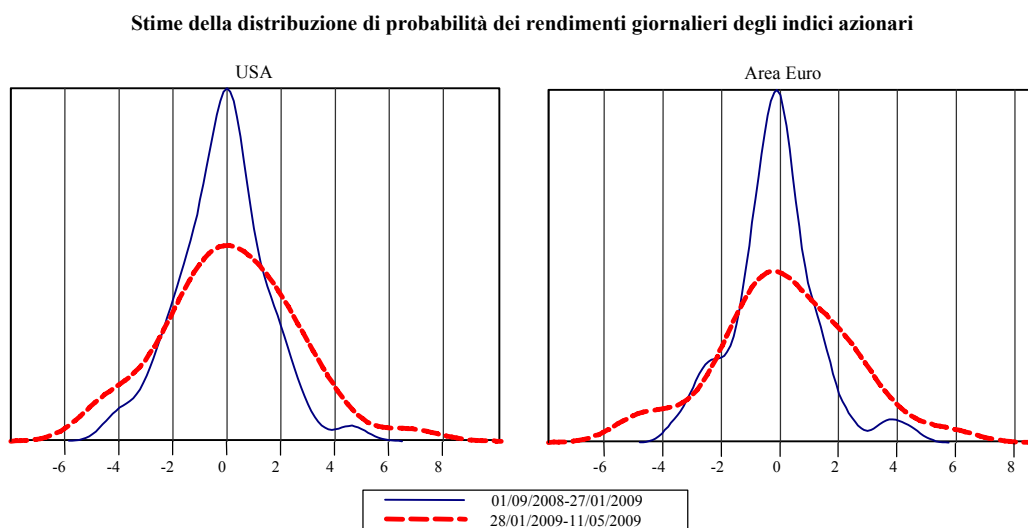
A partire dagli inizi di marzo 2009 si è registrata una significativa ripresa dei corsi azionari e nei successivi due mesi gli indici sono aumentati del 34 per cento circa negli Usa e nell'area dell'euro e del 60 per cento circa in Italia, mentre si è pressoché raddoppiato il valore degli indici bancari. La risalita dei corsi azionari ha interessato anche i mercati dei paesi emergenti e, seppure in maniera non omogenea, i relativi titoli del settore bancario.

Fig. 24



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. La volatilità realizzata è stimata sulla base dei rendimenti infragiornalieri degli indici azionari.

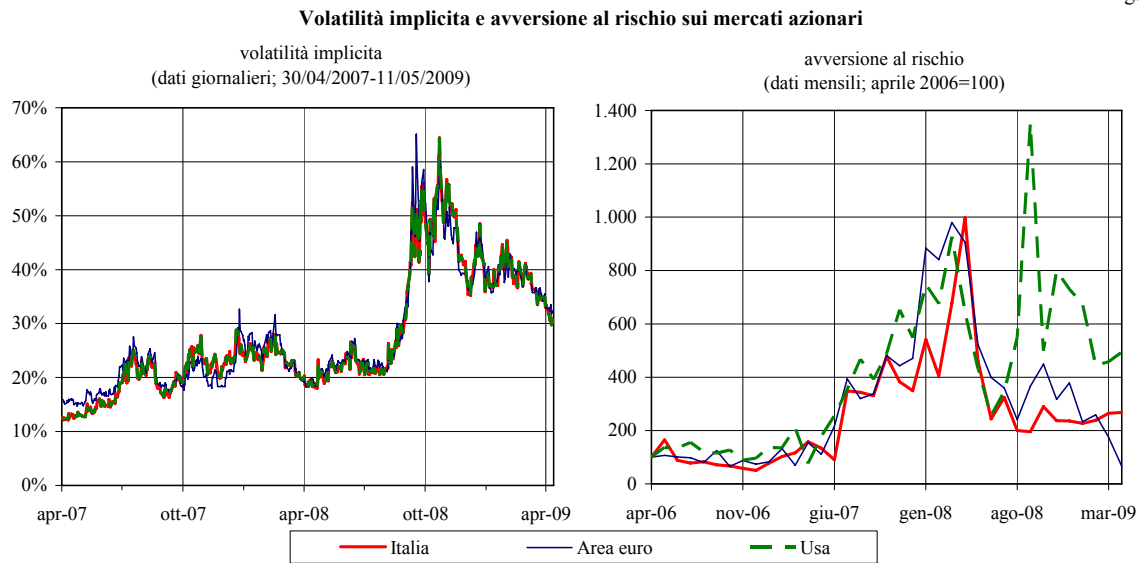
Fig. 25



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters-Datastream. Le funzioni di densità sono stimate applicando metodi non parametrici.

L'andamento della volatilità implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari, dopo il fortissimo aumento conseguente al default di Lehman, è stata connotata da un significativo trend decrescente. Negli Usa, l'avversione al rischio degli investitori, dopo aver subito un rilevante incremento a settembre 2008, si è ridotta notevolmente nei mesi successivi, mentre nell'area dell'euro si è riportata sui livelli precedenti alla situazione di crisi (Fig. 26). Sulla base di stime della distribuzione di probabilità dei rendimenti azionari attesi su un orizzonte temporale di un mese (implicita nei prezzi delle opzioni), a fine aprile 2009 negli Usa e nell'area dell'euro le aspettative di rendimenti negativi estremi (e quindi di ulteriori correzioni al ribasso dei corsi azionari) erano meno forti rispetto a quelli prevalenti a febbraio 2009 (Fig. 27).

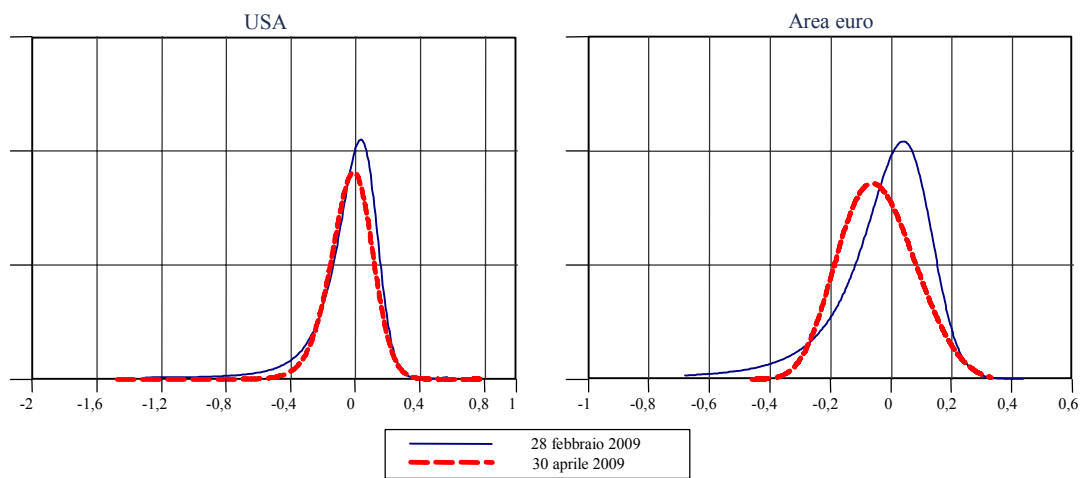
Fig. 26



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters-Datastream e Borsa Italiana. La volatilità implicita è desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici azionari con scadenza a 3 mesi. 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.

Fig. 27

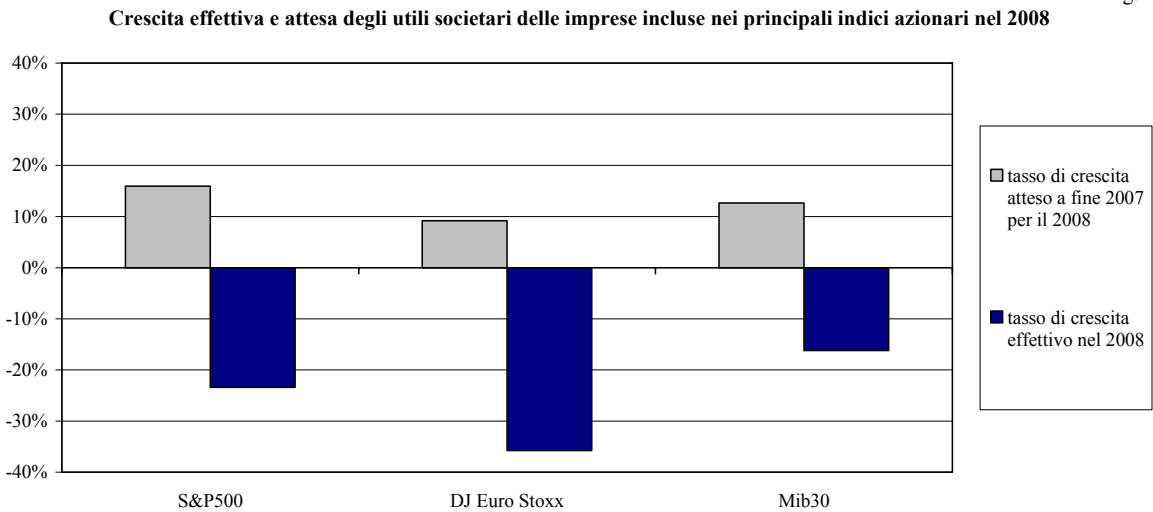
Aspettative sulla distribuzione di probabilità dei rendimenti azionari su un orizzonte temporale di un mese



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters-Datastream. Le funzioni di densità sono stimate sulla base dei prezzi delle opzioni su indice.

La flessione dei corsi azionari ha riflesso aspettative di una contrazione degli utili societari. La redditività effettiva delle principali imprese quotate nel 2008 è risultata infatti largamente inferiore alle attese prevalenti a fine 2007. Le società americane incluse nell'indice S&P500 hanno subito una riduzione degli utili del 23 per cento, quelle europee incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx una riduzione del 36 per cento e quelle italiane incluse nell'indice S&P/Mib del 16 per cento (Fig. 28).

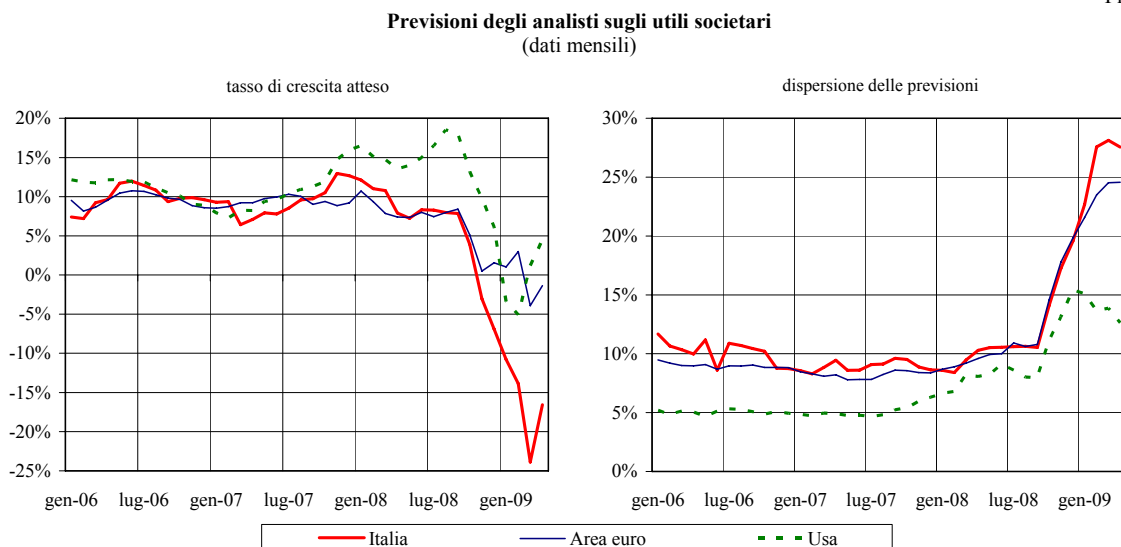
Fig. 28



Fonte: Thomson Reuters-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 2007 e sull'utile effettivo 2008 (stima a marzo 2009).

Le aspettative degli analisti sull'andamento futuro degli utili delle società sono incominciate a peggiorare nel quarto trimestre del 2008, soprattutto per le società italiane incluse nell'indice S&P/Mib, ed è aumentato il grado di dispersione delle previsioni. A partire da marzo 2009, invece, sono lievemente migliorate le attese degli analisti sul tasso di crescita degli utili ed è diminuito il grado di dispersione delle previsioni (Fig. 29).

Fig. 29

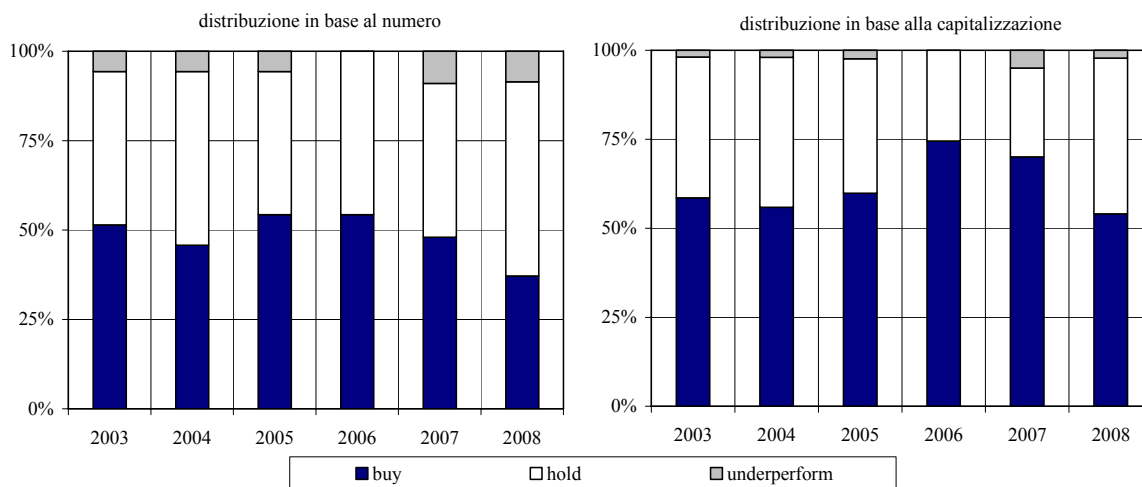


Fonte: Thomson Reuters-Datastream; dati IBES sulle previsioni su 12 mesi degli utili prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito. La dispersione è data dal rapporto fra la deviazione standard delle previsioni dei singoli analisti finanziari e la previsione media ed è stata stimata su dati trimestrali. Per ogni trimestre è riportata la media dei tassi di crescita attesi nei singoli mesi. Per gli Usa i dati sono riferiti alle società incluse nell'indice S&P 500, per l'area euro alle società incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx e per l'Italia alle società incluse nell'indice S&P/Mib.

La distribuzione dei giudizi degli analisti finanziari sulle società italiane incluse nell'indice S&P/Mib ha subito nel 2008 un sensibile peggioramento rispetto al 2007. In particolare, la quota delle società con giudizio "buy" è passata dal 48 al 37 per cento circa, mentre la quota di società con giudizio "hold" è cresciuta dal 43 al 54 per cento circa. Analogamente, il peso in termini di capitalizzazione delle società "buy" è sceso dal 70 al 54 per cento, mentre il peso delle società "hold" è cresciuto dal 25 al 44 per cento circa (Fig. 30).

Fig. 30

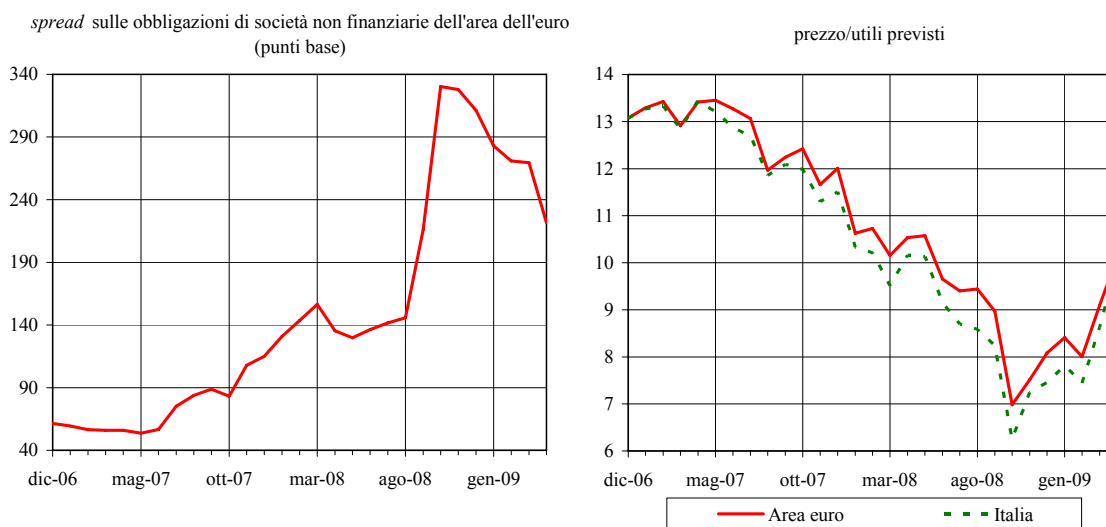
Distribuzione delle società incluse nell'indice S&P/Mib per tipologia di giudizio degli analisti (dati di fine periodo)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters-IBES sul *Consensus* degli analisti finanziari. Dati relativi alle società incluse nell'indice S&P/Mib al 31.12.2008. 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.

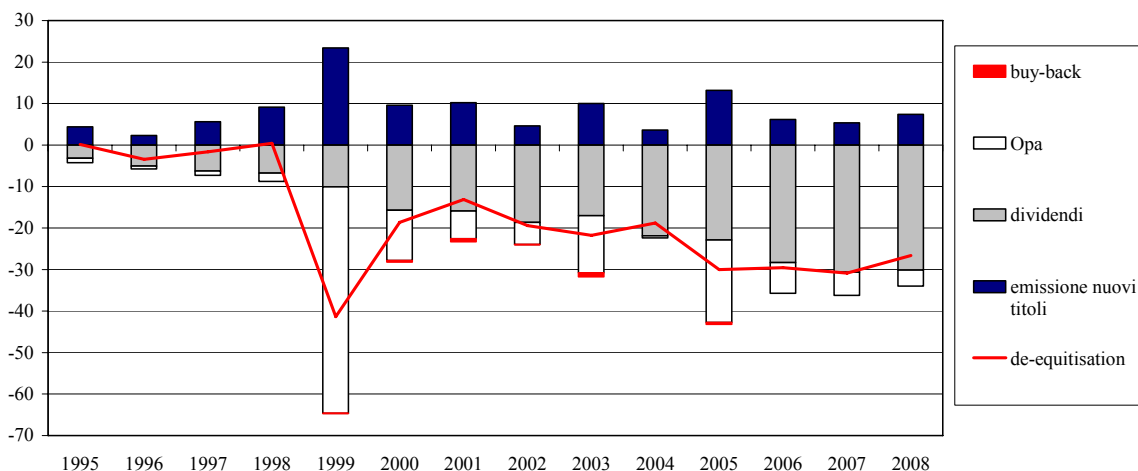
Nonostante la riduzione degli utili societari, la forte contrazione dei corsi azionari ha comportato una significativa riduzione del rapporto prezzo/utigli sia per le società quotate italiane che per quelle europee (Fig. 31). Successivamente, nel primo trimestre 2009, con la risalita dei corsi azionari e il permanere di attese negative sul livello degli utili, il rapporto prezzo/utigli si è riportato su valori di inizio 2008. Tuttavia, le restrizioni negli standard di concessione dei prestiti da parte delle banche e l'elevato livello del costo della raccolta obbligazionaria (segnalato dall'incremento degli spread delle obbligazioni corporate) hanno frenato le operazioni di acquisizione e fusione e di private equity. La discesa dei corsi e il basso livello dei moltiplicatori prezzo/utigli e capitalizzazione/patrimonio netto hanno disincentivato gli aumenti di capitale e la raccolta di capitale di rischio. In Italia, in particolare, la differenza fra le risorse raccolte tramite aumenti di capitale e le risorse restituite agli azionisti tramite Opa, dividendi e riacquisti di azioni proprie è largamente negativa, sebbene si tratti di un trend che ha caratterizzato stabilmente il nostro mercato nell'ultimo decennio (Fig. 32).

Rapporto prezzo/utigli per azione¹ e spread su obbligazioni di società non finanziarie con rating investment grade² (dati mensili dal 31/12/2006 al 30/04/2009) Fig. 31



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters-IBES e JP Morgan. ¹ Media ponderata (per la capitalizzazione) del rapporto tra i prezzi dei titoli del Dow Jones Euro Stoxx e del MIB30 e le previsioni degli utigli per azione su un orizzonte temporale di 12 mesi. ² 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 (miliardi di euro) Fig. 32



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Borsa Italiana, Consob, Thomson Reuters-Datastream. L'indicatore di *de-equitisation* è dato dalla differenza fra le emissioni di nuovi titoli rispetto ai dividendi, alle Opa e ai *buy-back*. I dividendi del 2008 costituiscono delle stime. Per il 2008 manca il dato sui *buy-back*.

Nel 2008 la capitalizzazione delle società domestiche quotate sui mercati Mta/Mtax gestiti da Borsa italiana è diminuita nettamente rispetto al 2007, sia in valore assoluto (da 723 a 368 miliardi di euro; -49 per cento) che in rapporto al Pil (dal 49 al 23 per cento). L'indice Mib storico si è ridotto del 49 per cento (-8 per cento nel 2007) ed è diminuito il volume degli scambi (da 1,5 a 1,2 miliardi di euro; -20 per cento). Il numero di società domestiche quotate è sceso da 263 a 251, a fronte di 4 nuove quotazioni e 16 cancellazioni (Tav. 6).

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

	Borsa ¹									Mercato Expandi ²			Nuovo Mercato			
	Capitalizzazione ³	Capitalizzazione ³ (% del Pil)	Scambi di titoli azionari ³	N° società quotate (domestiche)	N° società nequotate (domestiche)	N° società cancellate (domestiche)	Variazione del MIB storico ⁴	Rapporto dividendi - prezzi ⁴	Rapporto utili - prezzi ⁴	Capitalizzazione ³	Scambi di titoli azionari ³	N° società quotate (domestiche)	Capitalizzazione ³	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Variazione dell'indice NM ⁴
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 ⁵
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	1076	258	17	16	19,0	3,4	6,0	10	2	26	—	—	—	—
2007	723	49,0	1.510	263	19	14	-8,0	4,1	8,4	11	4	38	—	—	—	—
2008	368	23,2	1.156	251	4	16	-49	8,4	13,7	7	1	43	—	—	—	—

Fonte: Borsa Italiana Spa, Thomson Reuters. ¹ Dal 2005 Mta/Mtax. ² Dal 2007 sono inclusi i dati del Mac. ³ Dati riferiti alle sole società domestiche. ⁴ Valori in percentuale rilevati a fine anno. ⁵ Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

Il numero di società ammesse a negoziazione sul segmento Mta International (riservato alle società di diritto estero già quotate su altri mercati regolamentati europei da più di 18 mesi) si è ridotto di un'unità, scendendo da 37 a 36.

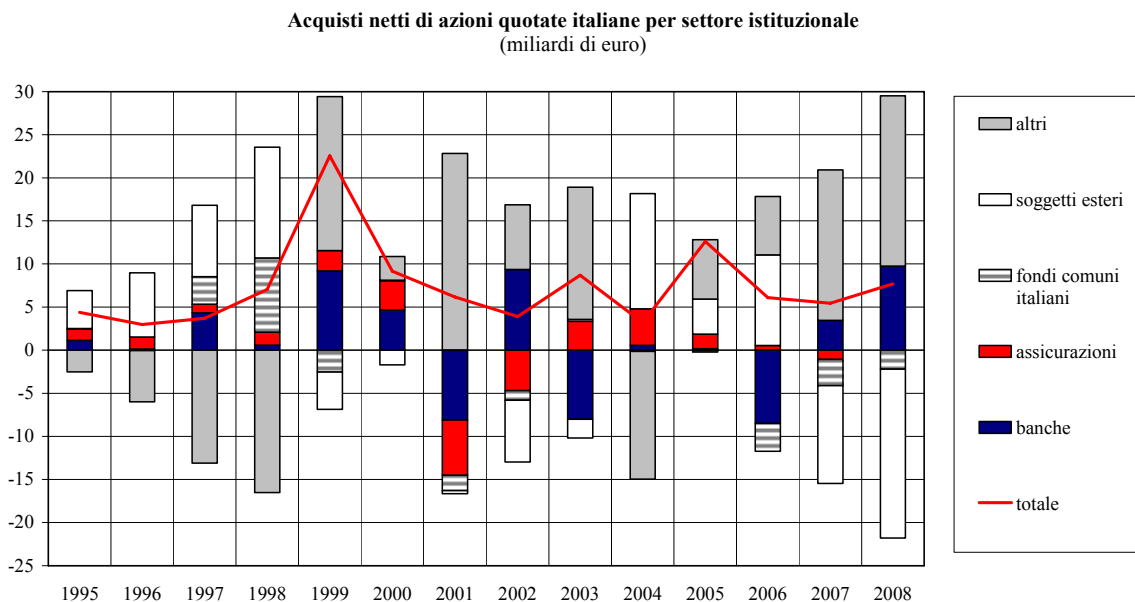
La capitalizzazione dei mercati riservati alle piccole e medie imprese – il Mercato Expandi e il Mercato alternativo dei capitali (Mac) – è scesa da 11 a 7 miliardi di euro, nonostante l'aumento del numero delle società quotate (passate da 38 a 43).

In particolare, sul Mac, che è un sistema di scambi organizzati di azioni destinato alle piccole e medie imprese, a fine 2008 risultavano ammesse a negoziazione 4 società (3 a dicembre 2007).

Nel corso del 2008 le emissioni di nuovi titoli azionari sui mercati gestiti da Borsa Italiana sono aumentate del 39 per cento, passando da 5,4 a 7,5 miliardi di euro. Tale crescita è dovuta interamente agli aumenti di capitale a pagamento (7,3 miliardi di euro, contro 4 miliardi di euro circa nel 2007). L'ammontare delle risorse raccolte tramite Ipo è stato pari, invece, solo a 143 milioni di euro (si veda anche il paragrafo 4 del precedente Capitolo I "Le società").

Sulla base dei dati stimati dalla Banca d'Italia, nel 2008 gli acquisti di azioni quotate italiane hanno superato le vendite per 7,7 miliardi di euro (valore tendenzialmente coincidente con gli aumenti di capitale) in virtù soprattutto dell'attività delle banche, che sono risultate acquirenti netti di azioni per 10 miliardi di euro circa (Fig. 33); i principali venditori netti sono stati, invece, i soggetti esteri (per 19,6 miliardi di euro) e i fondi comuni italiani (per 2,2 miliardi di euro).

Fig. 33



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 2008 la categoria "Altri" include anche le assicurazioni.

2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati

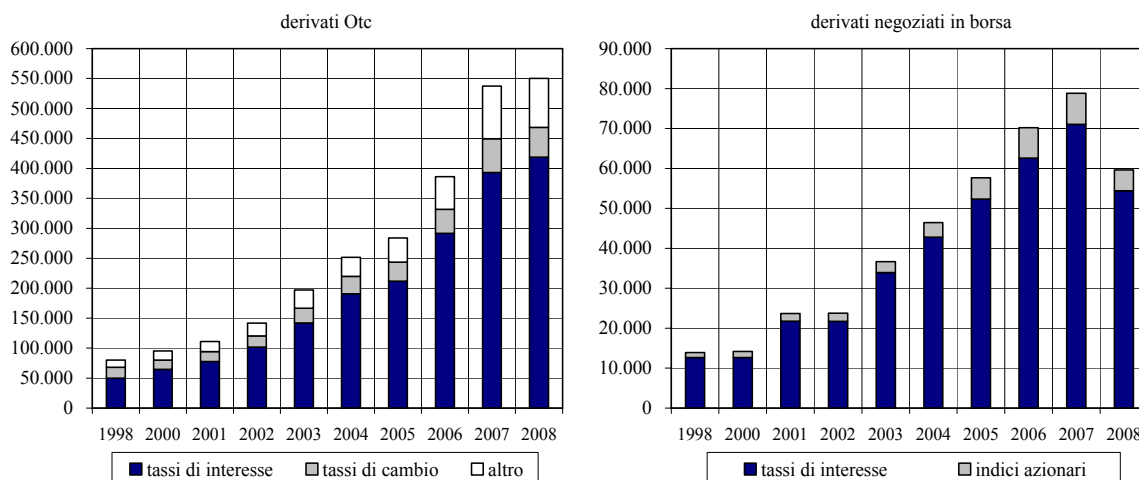
Nel 2008 si è registrato un forte rallentamento del tasso di crescita del controvalore nozionale degli strumenti finanziari derivati non quotati (cosiddetti *over the counter* o Otc), mentre il controvalore nozionale degli strumenti derivati quotati si è ridotto, invertendo un *trend* di crescita in atto da diversi anni (Fig. 34).

Secondo le rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali relative ai paesi del G10, a dicembre 2008 il valore nozionale delle consistenze dei derivati Otc era pari a 550.000 miliardi di dollari Usa, contro quasi 538.000 miliardi di dollari a fine 2007, facendo registrare un tasso di crescita del 2 per cento, contro una crescita del 39 per cento nel 2007. Gli strumenti finanziari derivati su tassi di interesse continuano ad avere un peso preponderante sulle consistenze complessive (76 per cento); diminuisce, invece, il peso dei derivati Otc su tassi di cambio (dal 10 al 9 per cento).

Il valore nozionale dei derivati negoziati in borsa è sceso da 80.000 a 60.000 miliardi di dollari circa (-24 per cento) a causa principalmente della dinamica dei derivati su tassi di interesse (scesi da 71.000 a 54.000 miliardi di dollari; -23 per cento). Ha subito una significativa flessione anche il valore nozionale dei derivati su indici azionari (da 7.757 a 5.138 miliardi di dollari circa; -34 per cento).

Fig. 34

Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati nei Paesi del G-10
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)



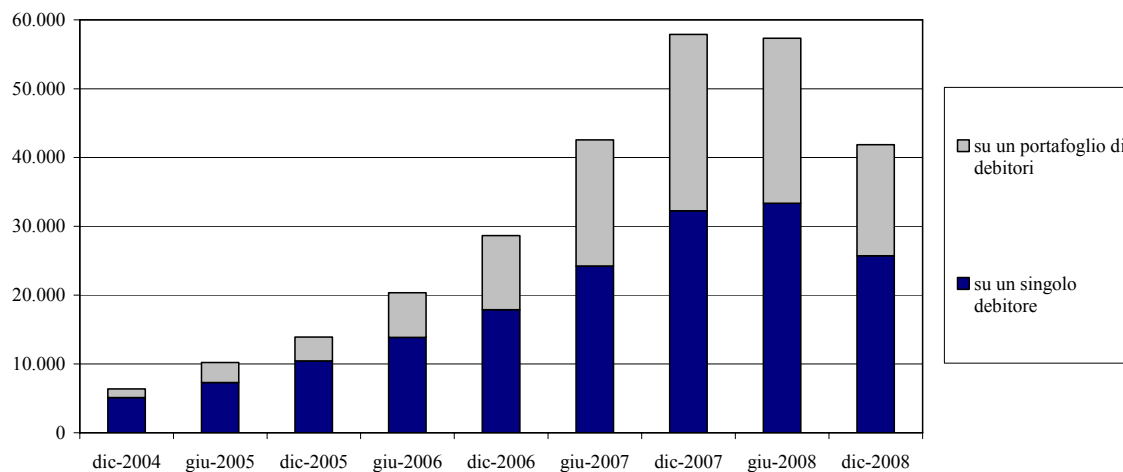
Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Nel 2008 si è registrata una marcata flessione del valore nozionale dei derivati sul rischio di credito, dovuta prevalentemente alle dinamiche che hanno interessato il mercato nel secondo semestre dell'anno.

Sempre sulla base delle rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali, nel 2008 il valore nozionale dei derivati sul rischio di credito rappresentati dai contratti di credit default swap (Cds) è significativamente diminuito (-28 per cento), invertendo un trend di crescita in atto da diversi anni (Fig. 35). In particolare, il valore nozionale dei Cds su un singolo debitore si è ridotto del 20 per cento, passando da 33.000 a 26.000 miliardi di dollari, mentre il valore nozionale dei Cds su un portafoglio di debitori ha subito una flessione del 37 per cento, scendendo da 24.000 a 16.000 miliardi di dollari circa.

Fig. 35

Valore nozionale dei credit default swap nei Paesi del G-10
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)

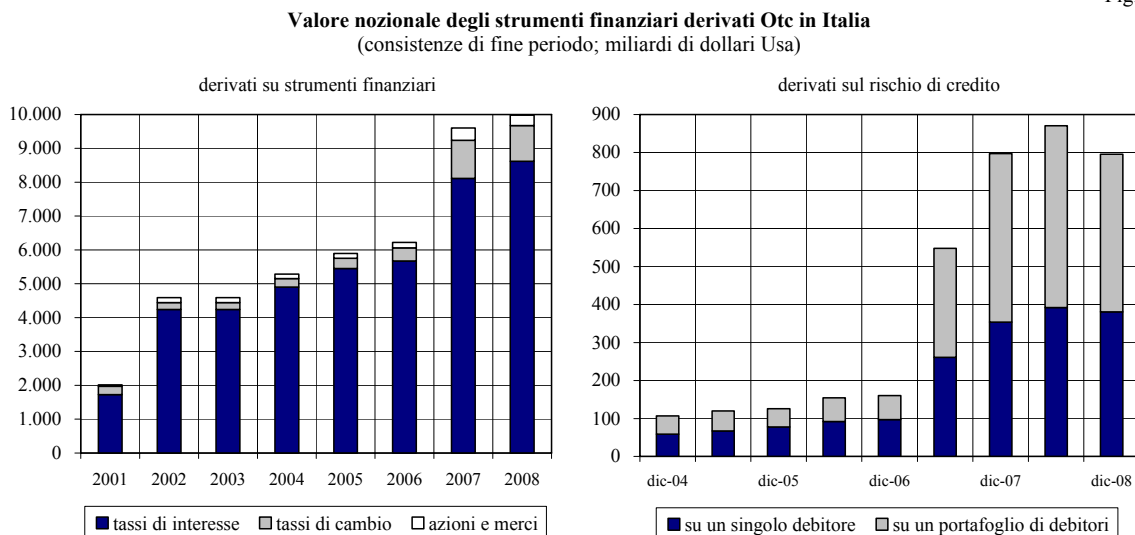


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Sulla base dell'indagine semestrale effettuata dalla Banca d'Italia relativa all'operatività dei principali gruppi bancari italiani su strumenti derivati, nel corso del 2008 il valore nozionale dei derivati Otc detenuti da intermediari italiani è aumentato da 9.600 a 10.000 miliardi di dollari circa (+4 per cento; Fig. 36).

In particolare, il valore nozionale dei derivati su tassi di interesse è aumentato del 6 per cento (da 8.100 a 8.600 miliardi di dollari), mentre il valore nozionale dei derivati su tassi di cambio è diminuito da 1.125 a 1.059 miliardi di dollari (-6 per cento) e quello su azioni e merci del 15 per cento (da 363 a 307 miliardi di dollari). Il valore nozionale dei contratti di credit default swap è diminuito da 871 miliardi di dollari a giugno 2008 a 796 miliardi di dollari a dicembre 2008 (-9 per cento), contro un tasso di crescita del 45 per cento fra giugno e dicembre 2007.

Fig. 36



Fonte: Banca d'Italia.

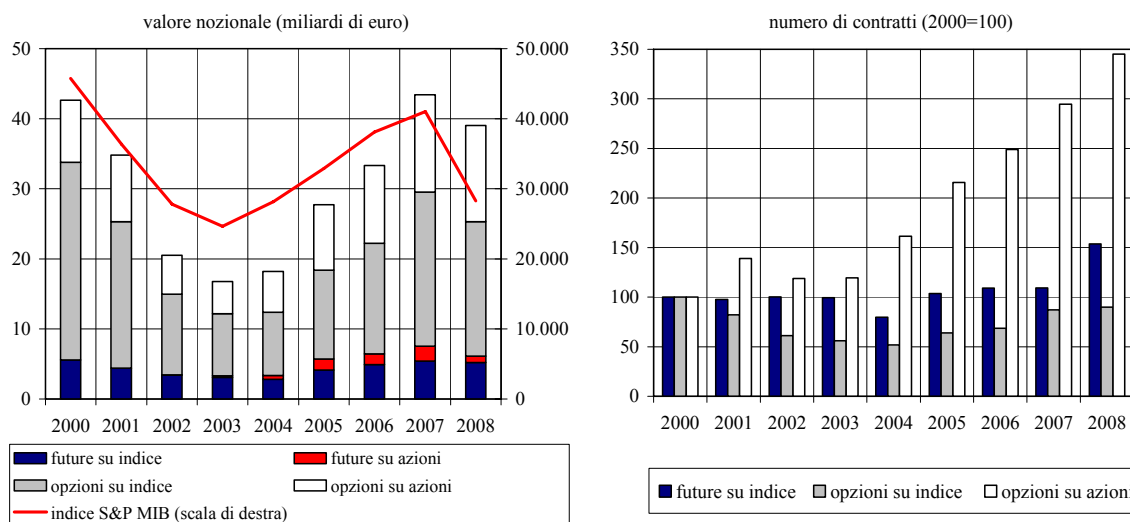
Gli strumenti finanziari derivati cosiddetti *exchange traded* negoziati su mercati regolamentati italiani sono quelli negoziati sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa e hanno come sottostante indici azionari e azioni.

Nel 2008 il valore nozionale dei contratti aperti (cosiddetto *open interest*) sull'Idem (calcolato come media giornaliera) è diminuito del 10 per cento, passando da 43 a poco meno di 40 miliardi di euro (Fig. 37).

In termini di controvalore medio giornaliero, la quota preponderante dei contratti aperti è costituita dalle opzioni sull'indice (49 per cento del totale), seguite dalle opzioni su azioni (35 per cento) e dai future e minifuture su indice (13 per cento). Rispetto al numero medio dei contratti aperti, le opzioni su azioni continuano a mostrare il tasso di crescita più elevato.

Fig. 37

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



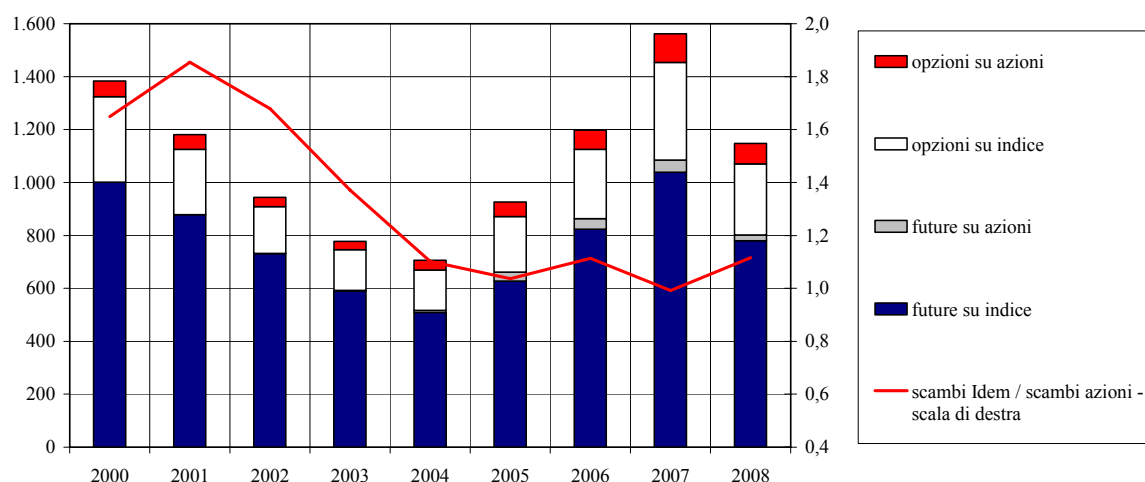
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria "future su indice" include i *minifuture* su indice. I valori annuali dell'indice S&P/Mib sono medie dei dati di fine mese.

Nel 2008 il valore nozionale degli scambi sull'Idem è sceso, rispetto al 2007, da 1.600 a 1.100 miliardi di euro circa (-31 per cento; Fig. 38). È cresciuto leggermente, invece, il rapporto fra scambi su derivati e scambi su azioni (da 1,0 a 1,1).

I volumi di scambi più consistenti interessano soprattutto i future su indice (68 per cento del totale); seguono le opzioni su indice (23 per cento del totale), mentre le opzioni su azioni, i minifuture su indice e i future su azioni rappresentano una quota residuale degli scambi.

Fig. 38

Valore nozionale degli scambi su strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nella categoria "future su indice" sono inclusi i *minifuture* su indice.

3. Il mercato dei covered warrant e dei certificates

Nel corso del 2008 il controvalore degli scambi sul SeDeX si è ridotto in misura molto consistente, scendendo da 88 a 22 miliardi di euro (-75 per cento; Tav. 7). Il numero complessivo di strumenti in circolazione si è ridotto da 4.408 a 3.192 (-27 per cento).

Gli scambi sono alimentati per il 45 per cento dagli *specialist*, gli operatori incaricati di fornire liquidità al mercato, per il 40 per cento da *trader on line* e per il restante 15 per cento dagli intermediari che effettuano arbitraggi in conto proprio.

Gli emittenti dei titoli sono costituiti da 25 intermediari italiani e stranieri; gli specialist sono, invece, 19, dei quali 17 sono anche emittenti dei titoli stessi.

I titoli emessi nel 2008 nell'80 per cento dei casi hanno avuto una scadenza inferiore ai 12 mesi. Tra le nuove tipologie di covered warrant emessi si segnalano i cash collect (caratterizzati da una cedola con componente aleatoria dipendente dall'andamento del prezzo del sottostante) e alcuni covered warrant di tipo esotico con prezzo espresso in funzione del valore nominale anziché in termini di parità.

Tav. 7

Covered warrant e certificates quotati sul SeDeX
(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero di emissioni			Controvalore degli scambi
	in essere ¹	nuove ²	scadute ³	
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
2008	3.192	6.148	7.364	22

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

Nel 2008 è continuato a diminuire il peso dei *covered warrant plain vanilla* sul totale degli strumenti in circolazione (dal 64 al 54 per cento circa; Tav. 8), sebbene questi restino, comunque, gli strumenti più diffusi. Il numero di emissioni di *investment certificates*, invece, è cresciuto da 1.016 a 1.149 unità, con un peso pari al 36 per cento sul totale degli

strumenti in circolazione. *Leverage certificates* e *covered warrant* esotici/strutturati, il cui numero di emissioni ha subito una riduzione rispetto al 2007, hanno un peso sempre più marginale sul totale degli strumenti finanziari negoziati sul SeDeX.

Tav. 8

Tipologie di *covered warrant* e *certificates* quotati sul SeDeX
(situazione al 31 dicembre)

Segmento e categoria	2006		2007		2008	
	Numero di emissioni	Peso sul totale ¹	Numero di emissioni	Peso sul totale ¹	Numero di emissioni	Peso sul totale ¹
<i>Covered warrant</i>						
Plain vanilla	3.548	76,3	2.839	64,4	1.728	53,8
Esotici	142	3,1	154	3,5	108	3,4
<i>Certificates</i>						
Leverage	276	5,9	399	9,0	215	6,7
Investment	681	14,7	1.016	23,0	1.149	36,0
<i>Totale</i>	<i>4.647</i>	<i>100</i>	<i>4.408</i>	<i>100</i>	<i>3.192</i>	<i>100,0</i>

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

Con riguardo alla distribuzione dei *covered warrant* sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio dell'opzione (cosiddetta *moneyness*), si rileva che il 67 per cento circa dei *covered warrant* plain vanilla call emessi nel 2008 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 per cento al prezzo di mercato sottostante). Per gli strumenti put emessi nel 2008, il 34 per cento risultava deep out of the money al momento dell'emissione (ossia emesso con un prezzo di esercizio inferiore dell'8 per cento rispetto al prezzo di mercato del sottostante; Tav. 9). A causa dell'andamento negativo dei mercati finanziari, i *covered warrant* put emessi deep in the money hanno rappresentato una quota delle emissioni (22 per cento) più alta rispetto ai *covered warrant* call deep in the money (8 per cento).

L'analisi condotta sulla categoria dei *leverage certificates* mostra un netto incremento di strumenti revocati prima della scadenza (63 per cento dei titoli emessi contro il 47 per cento nel 2007). Tali strumenti sono caratterizzati dal meccanismo della barriera, o stop loss, che si attiva in caso di andamento sfavorevole del sottostante determinando l'estinzione dello strumento e la perdita del capitale investito.

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 ¹	
	all'emissione ²	alla scadenza ³
Call		
> 8% (deep out of the money)	67,06	90,46
da 8% a 4% (out of the money)	10,32	2,63
da 4% a 0 (at the money)	8,06	1,86
da 0 a -4% (in the money)	6,34	2,01
< -4% (deep in the money)	8,21	3,04
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Put		
< -8% (deep out of the money)	33,79	6,54
da -8% a -4% (out of the money)	10,60	2,98
da -4% a 0 (at the money)	19,10	3,64
da 0 a 4% (in the money)	14,27	3,89
> 4% (deep in the money)	22,25	82,9
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

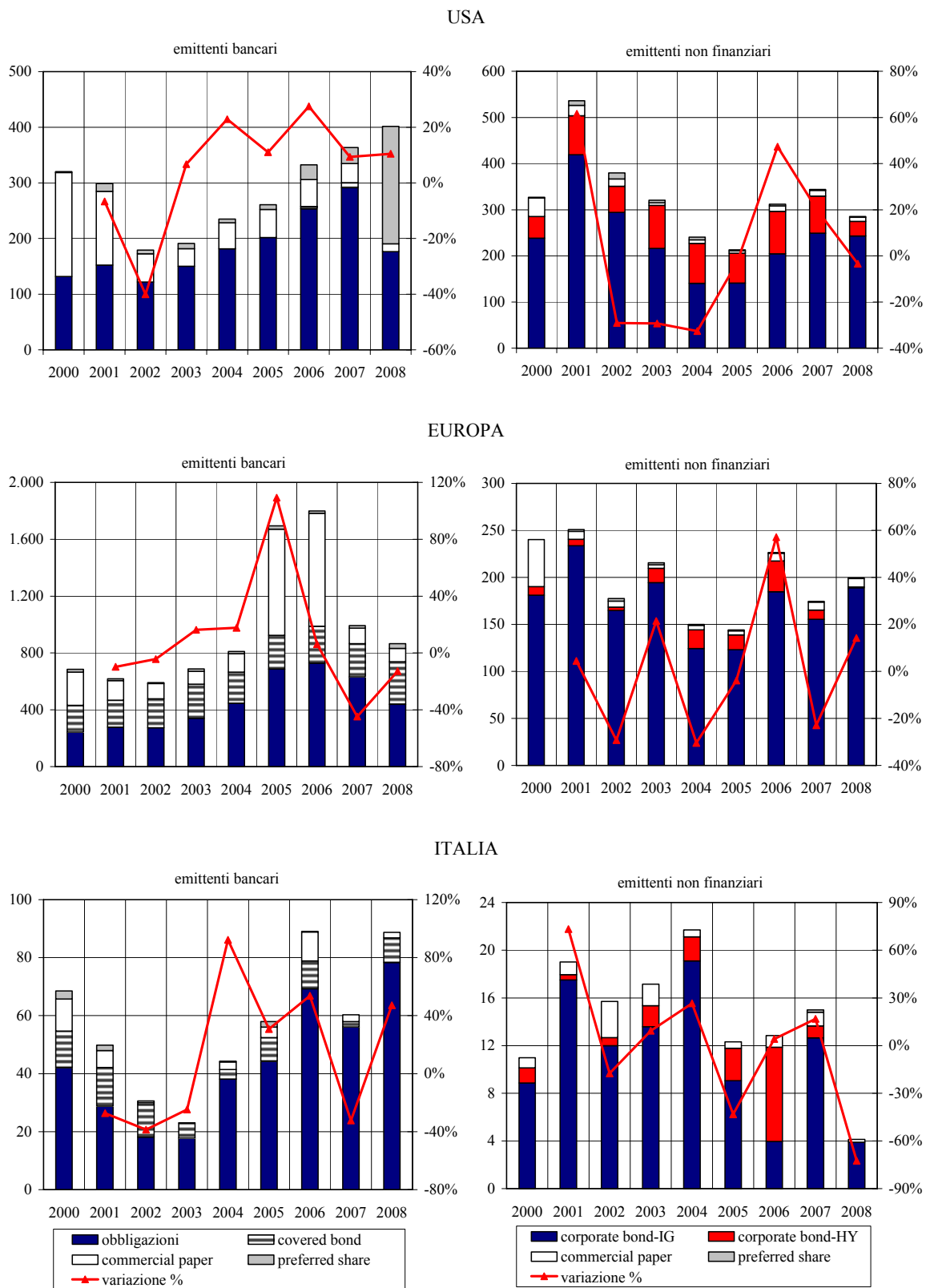
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. ¹ Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del covered warrants. ² Dati relativi ai covered warrants plain vanilla su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2008. ³ Dati relativi ai covered warrants plain vanilla su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2008.

4. Il mercato obbligazionario

Nel 2008 le emissioni obbligazionarie di emittenti privati (finanziari e non finanziari) negli Usa e in Europa sono state caratterizzate da dinamiche differenti. Negli Usa l'ammontare delle emissioni di titoli bancari è cresciuto da 363 miliardi di euro nel 2007 a 401 miliardi di euro nel 2008 (+10 per cento), a causa principalmente del forte aumento delle preferred share (da 29 a 211 miliardi di euro circa; Fig. 39). In Europa, invece, le emissioni di titoli bancari si sono ridotte del 13 per cento circa.

Fig. 39

Emissioni obbligazionarie di imprese private
(miliardi di euro e variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)



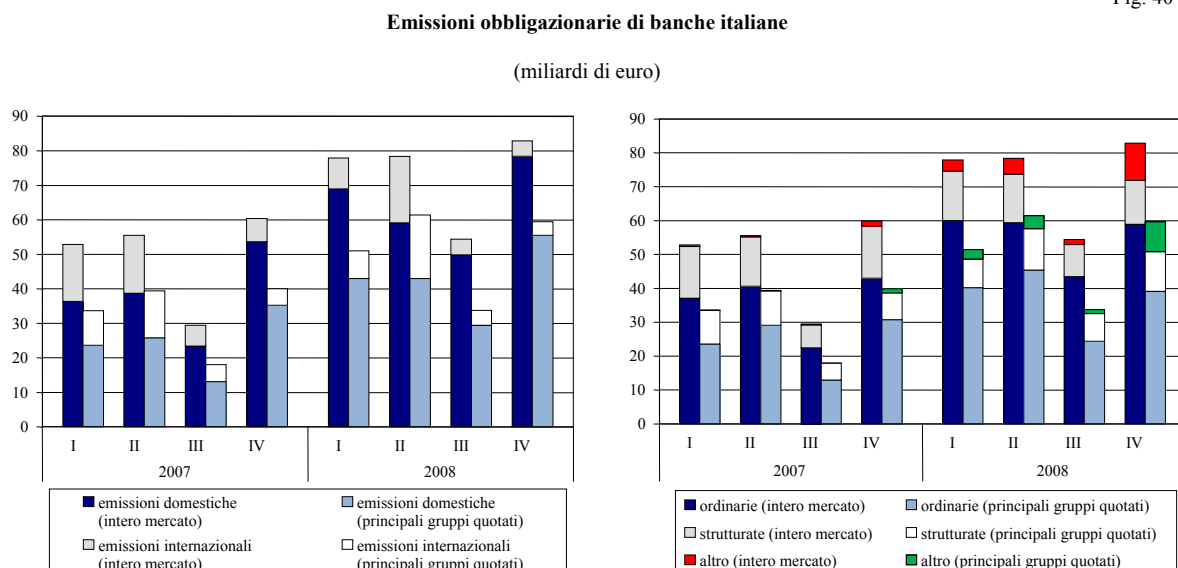
Fonte: elaborazioni su dati Dealogic. Per l'Italia i dati sui *covered bond* includono le emissioni di soggetti esteri controllati da banche italiane.

Negli Usa le emissioni di titoli di emittenti non finanziari si sono ridotte del 17 per cento circa, a causa principalmente della diminuzione dei collocamenti di obbligazioni *high yield* (da 80 a 31 miliardi di euro; -61 per cento) e *commercial paper* (da 12 a 9 miliardi di euro; -26 per cento). In Europa, invece, le emissioni di titoli di emittenti non finanziari sono aumentate da 174 a 199 miliardi di euro (+14 per cento), in virtù principalmente dell'incremento dei collocamenti di obbligazioni *investment grade* (salite da 155 a 189 miliardi di euro; +22 per cento).

In Italia le emissioni di titoli bancari presso investitori istituzionali sono cresciute da 60 a 89 miliardi di euro (+47 per cento), registrando un incremento superiore a quello rilevato negli Usa. Si sono ridotte drasticamente, invece, le emissioni di società non finanziarie (-72 per cento), per effetto di un calo delle emissioni di titoli *investment grade* (da 12 a 3,9 miliardi di euro; -69 per cento) e di *commercial paper* (da 1,1 miliardi di euro a 240 milioni di euro circa; -79 per cento), mentre non si sono registrate emissioni di obbligazioni *high yield*.

Considerando l'ammontare complessivo dei collocamenti di titoli bancari presso investitori istituzionali e presso investitori *retail*, le emissioni lorde di obbligazioni di banche italiane sono aumentate da 152 a 256 miliardi di euro (+72 per cento). Sono cresciuti, in particolare, i volumi delle obbligazioni bancarie ordinarie (da 143 a 222 miliardi di euro; +55 per cento), mentre hanno subito un lieve calo le emissioni di titoli strutturati (da 52 a 51 miliardi di euro; Fig. 40).

Fig. 40

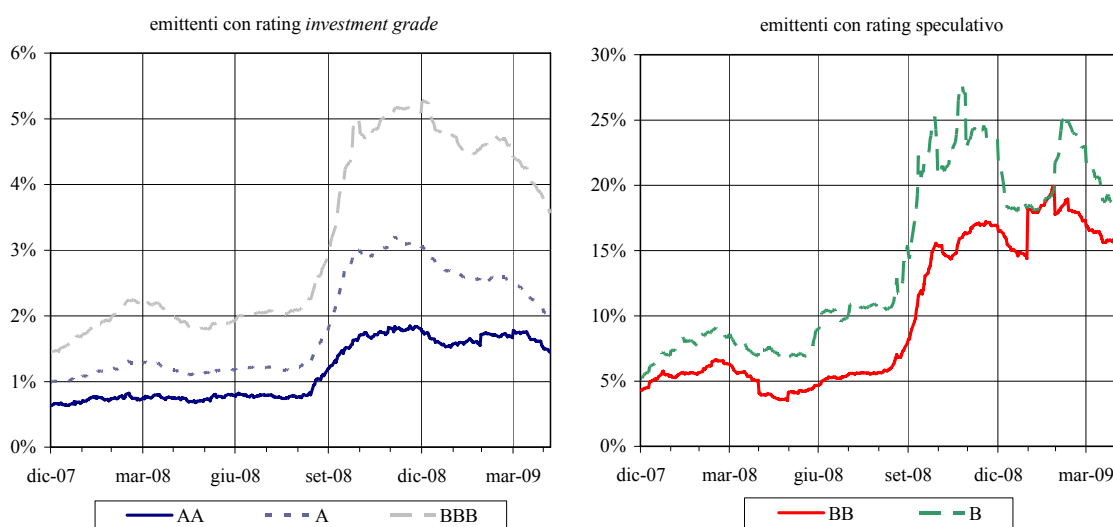


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic e sui prospetti informativi.

Le turbolenze sui mercati finanziari hanno determinato una forte crescita degli *spread* fra i rendimenti delle obbligazioni *corporate* e quelli dei titoli di Stato, soprattutto per quanto riguarda le società con rating speculativo. Agli inizi di maggio 2009 tali differenziali erano pari al 16 per cento circa per gli emittenti con rating BB (contro il 4,3 per cento a fine 2007) e al 18 per cento per quelli con rating B (5 per cento circa a fine 2007; Fig. 41).

Fig. 41

Differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni in euro di società non finanziarie e i rendimenti dei titoli di Stato in euro
(dati giornalieri dal 31/12/2007 al 06/05/2009)



Fonte: elaborazioni su dati Merrill Lynch e Thomson Reuters-Datastream. I rendimenti dei titoli di Stato si riferiscono ai titoli tedeschi.

Con riferimento ai mercati secondari, gli scambi di obbligazioni sui mercati regolamentati italiani sono diminuiti da 2.512 a 1.636 miliardi di euro (-35 per cento circa). È diminuito il volume degli scambi sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), passati da 1.665 a 873 miliardi di euro (-48 per cento), mentre è ritornato sui livelli del 2005 il volume degli scambi su Bondvision; crescono, invece, gli scambi sul mercato Tlx (da 25 a 63 miliardi di euro) e sul Mot (da 149 a 177 miliardi di euro; +19 per cento, Tav. 10).

Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani¹
(miliardi di euro)

	Mts	Bondvision	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot ²	Euro Mot	Tlx ³	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	149	—	25	2.512
2008	874	522	1	177	—	63	1.636

Fonte: elaborazioni su dati Mts Spa, Borsa Italiana Spa e Tlx Spa. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dal 2005 sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMot. ³ Mercato attivo dal 20 ottobre 2003.

5. Il mercato delle cartolarizzazioni

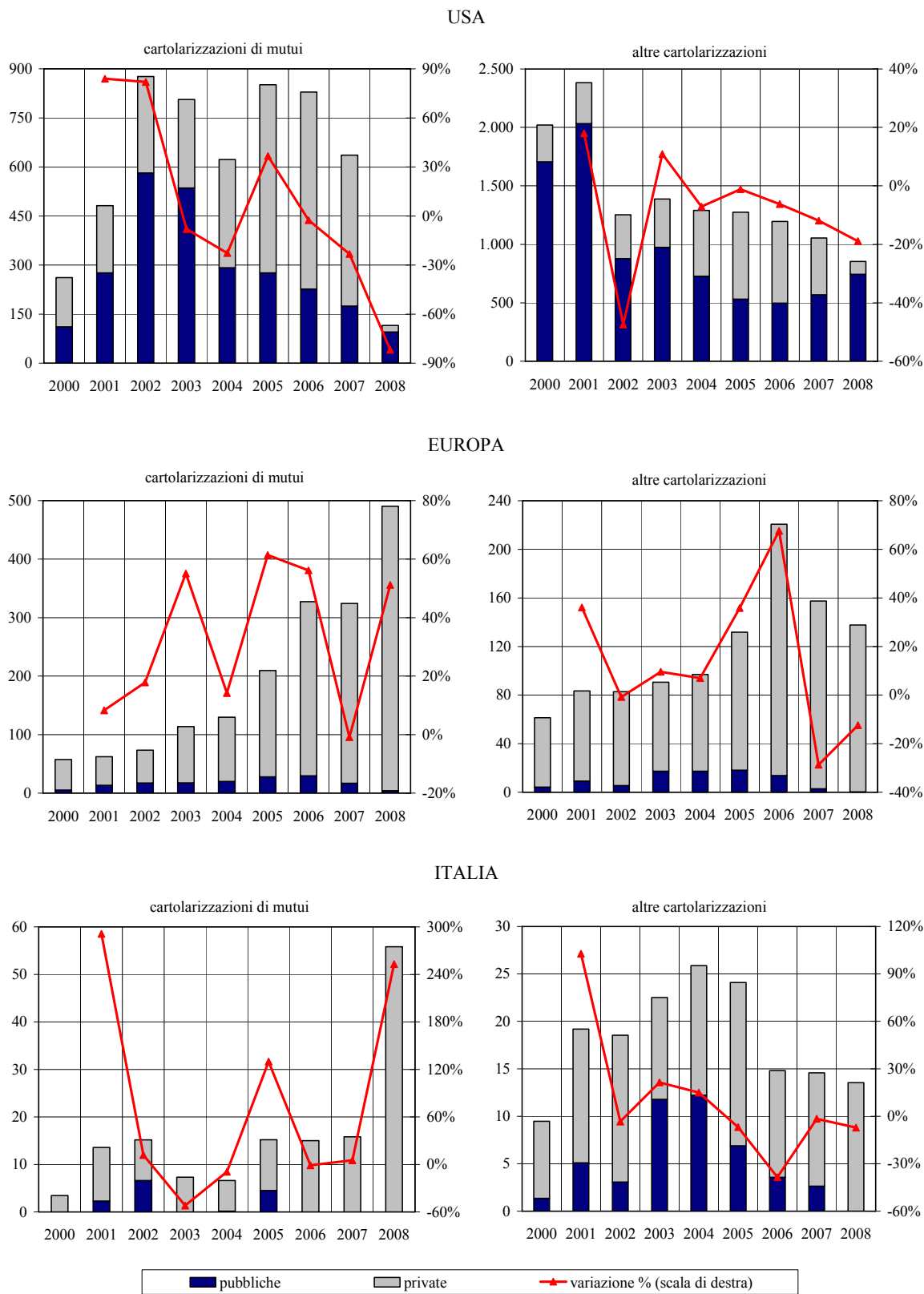
La crisi finanziaria e le tensioni sul mercato dei mutui *subprime* hanno determinato una drastica riduzione delle emissioni di cartolarizzazioni collegate a mutui negli Usa (da 636 a 115 miliardi di euro; -82 per cento); le altre cartolarizzazioni hanno subito anch'esse una riduzione, ma di entità più lieve (da 1.053 a 854 miliardi di euro; -19 per cento Fig. 42).

La forte contrazione delle emissioni di cartolarizzazioni su mutui negli Usa si è associata a un elevato numero di revisioni al ribasso del rating assegnato a tali prodotti. Sulla base di dati diffusi da Fitch, la differenza fra downgrades e upgrades ha raggiunto un picco di 10.355 unità nell'ultimo trimestre del 2008 (Fig. 43). Le revisioni al ribasso dei rating si sono accompagnate a una drastica riduzione del valore di mercato dei titoli cartolarizzati, all'aumento delle perdite sui mutui (in rapporto al totale dei mutui in essere) e alla crescita del tasso di incidenza degli avvii di procedure esecutive relative a mutuatari insolventi (Fig. 44).

In Europa, invece, le emissioni di cartolarizzazioni su mutui sono cresciute da 324 miliardi di euro nel 2007 a 490 nel 2008, nonostante le revisioni al ribasso dei rating (soprattutto nell'ultimo trimestre del 2008; Fig. 43). Tali titoli, nella maggioranza dei casi, sono stati riacquistati dalle stesse banche al fine di detenere strumenti utilizzabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con la Banca Centrale Europea. In Italia le emissioni di cartolarizzazioni su mutui si sono quasi quadruplicate, salendo da 16 a 56 miliardi di euro. Le emissioni di altre cartolarizzazioni sono scese, invece, da 14,6 a 13,5 miliardi di dollari (-7,2 per cento).

Fig. 42

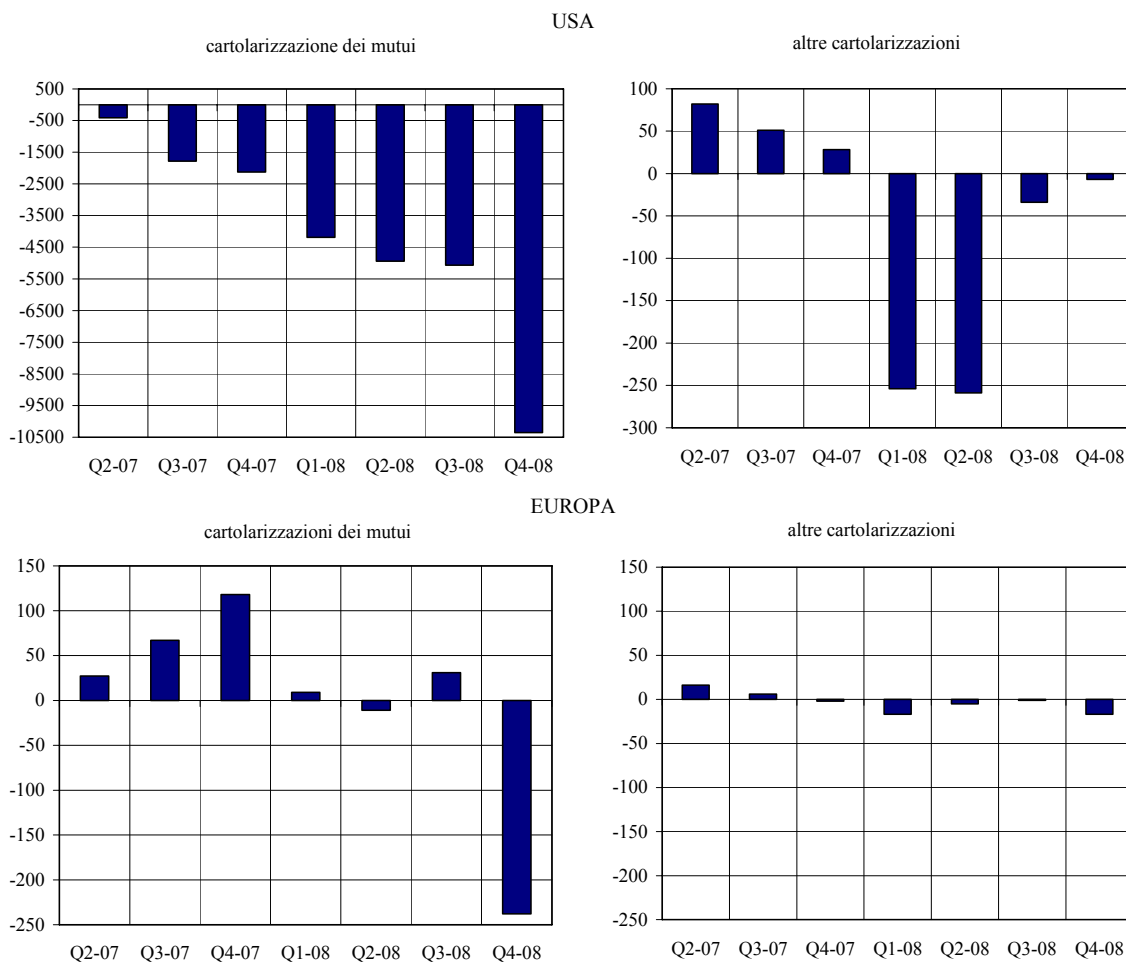
Emissioni di cartolarizzazioni
(miliardi di euro e variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)



Fonte: Dealogic.

Fig. 43

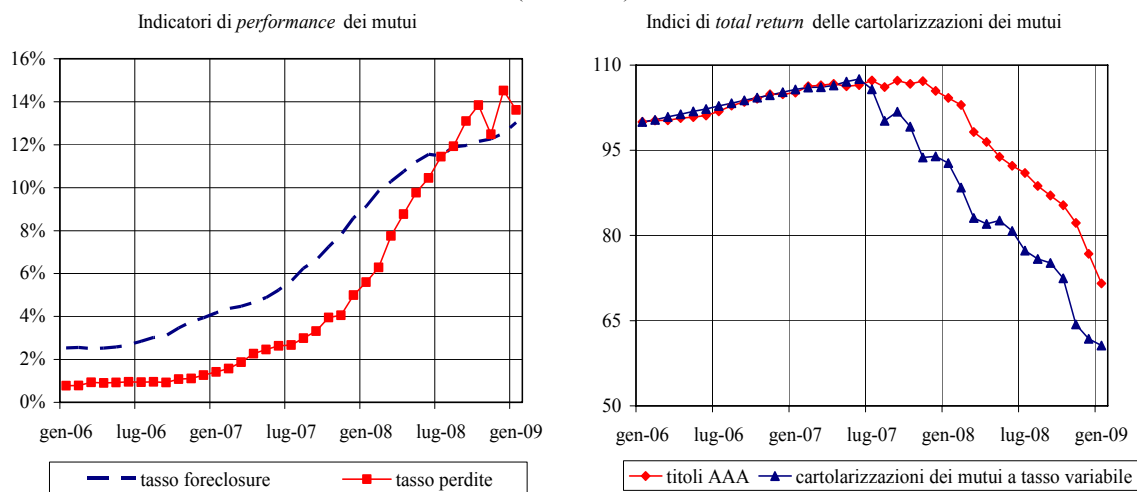
Cambiamenti di rating dei prodotti strutturati
(differenza fra numero di *upgrades* e numero di *downgrades*)



Fonte: Fitch.

Fig. 44

Performance dei mutui e delle cartolarizzazioni su mutui negli Usa
(dati mensili)



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Moody's e Merrill Lynch. Il tasso *foreclosure* indica il tasso di incidenza degli avvii di procedure esecutive (*foreclosure*) sui mutui in essere. Nel grafico di sinistra viene rappresentato anche il rapporto percentuale dell'ammontare delle perdite sui mutui in essere. L'indice di *total return*, posto uguale a 100 il capitale iniziale, è la somma della rivalutazione del capitale e degli incassi delle cedole.

III – GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE

1. I principali gruppi bancari

I bilanci 2008 dei principali gruppi bancari italiani hanno risentito negativamente degli effetti della crisi finanziaria. Nonostante la crescita del margine di interesse (+17,5 per cento), il margine di intermediazione si è ridotto dell'1,4 per cento a causa di una flessione delle commissioni nette (-7,3 per cento) e di perdite su operazioni finanziarie per circa 2,2 miliardi di euro. Il risultato di gestione è calato del 13,4 per cento a causa di una crescita dell'8,5 per cento dei costi operativi. L'utile netto si è invece dimezzato per effetto di un forte aumento delle rettifiche su crediti e altre partite finanziarie (Tav. 11).

Tav. 11

Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani
(valori in milioni di euro)

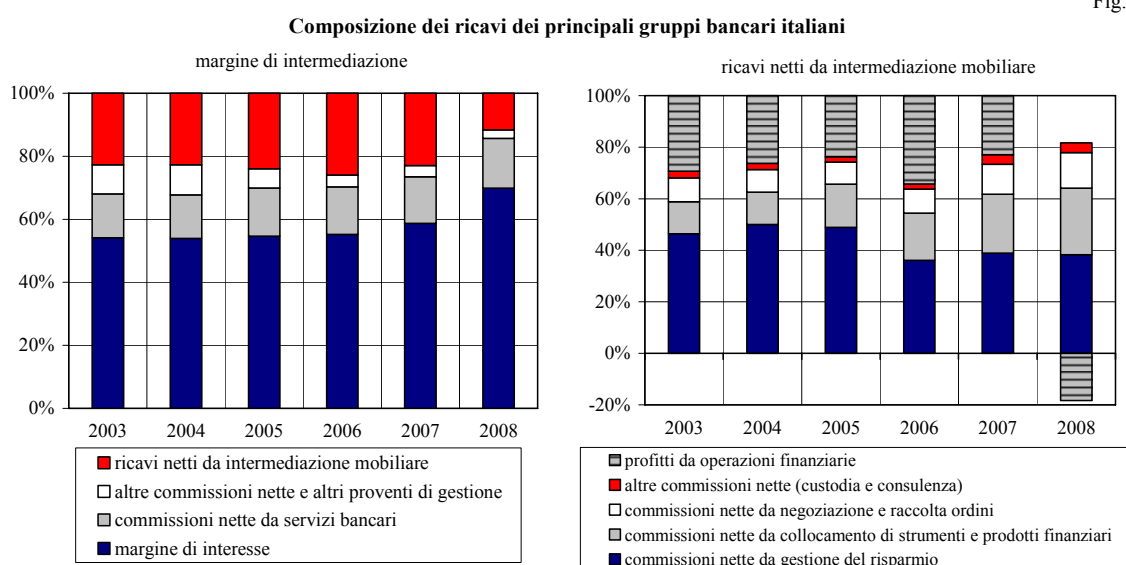
	2004	2005	2006	2007	2008	variazione % 2008 / 2007
Margine di interesse (a) ¹	28.504	30.045	39.016	38.444	45.169	+17,5
Commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)	17.257	19.860	23.414	21.955	20.352	-7,3
<i>di cui:</i>						
<i>da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)</i>	<i>8.862</i>	<i>10.066</i>	<i>12.088</i>	<i>11.596</i>	<i>9.731</i>	<i>-16,1</i>
negoziante titoli e valute e raccolta ordini	1.055	1.131	1.711	1.745	1.639	-6,1
gestioni individuali	788	1.035	1.237	1.062	956	-10,0
gestioni collettive	4.828	5.022	4.993	4.444	3.346	-24,7
banca depositaria	390	388	409	347	255	-26,6
custodia titoli	213	188	220	234	125	-46,6
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	1.512	2.217	3.364	3.442	3.085	-10,4
consulenza	77	85	154	321	326	+1,4
<i>da servizi bancari (b.2)²</i>	<i>7.308</i>	<i>8.417</i>	<i>10.658</i>	<i>9.669</i>	<i>10.193</i>	<i>+5,4</i>
<i>altre commissioni nette (b.3)³</i>	<i>1.086</i>	<i>1.377</i>	<i>667</i>	<i>688</i>	<i>428</i>	<i>-37,8</i>
Profitti/perdite da operazioni finanziarie (c) ⁴	3.156	3.126	6.291	3.450	-2.184	-163,3
Altri proventi netti di gestione (d)	3.977	1.988	1.978	1.628	1.333	-18,1
Risultato della gestione assicurativa (e)	...	626	537	526	410	-22,1
Margine di intermediazione (f = a+b+c+d+e)	52.894	55.645	71.235	66.003	65.080	-1,4
Costi operativi (g) ⁵	32.994	32.148	39.744	36.085	39.158	+8,5
Risultato di gestione (f-g)	19.900	23.497	31.491	29.918	25.922	-13,4
Rettifiche nette su crediti	-5.596	-4.602	-6.194	-5.789	-9.660	+66,9
Rettifiche nette su altre operazioni finanziarie	-917	-541	-454	-479	-2.800	+484,6
Utile netto ⁶	8.747	12.114	16.928	18.473	9.229	-50,0

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. I dati per gli anni precedenti al 2008 tengono conto dei principali gruppi bancari successivamente confluiti nei gruppi esistenti a fine 2008 attraverso operazioni di fusione o acquisizione, salvo che per HVB (consolidato in Unicredit a partire dal 1° novembre 2005). ¹ Inclusi i dividendi su partecipazioni, gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto e il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse. ² 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. ³ Commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie. ⁴ 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. ⁵ Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. ⁶ Incluso l'utile di terzi.

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 diminuito all'11,7 per cento (contro il 23 per cento circa nel 2007) mentre è cresciuto il peso del margine di interesse, pari a quasi il 70 per cento dei ricavi totali (Fig. 45).

Il calo della quota dei ricavi da intermediazione mobiliare sul margine di intermediazione dipende oltre che dalle forti perdite su operazioni finanziarie anche da una rilevante flessione delle commissioni nette da servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio (-16,1 per cento).

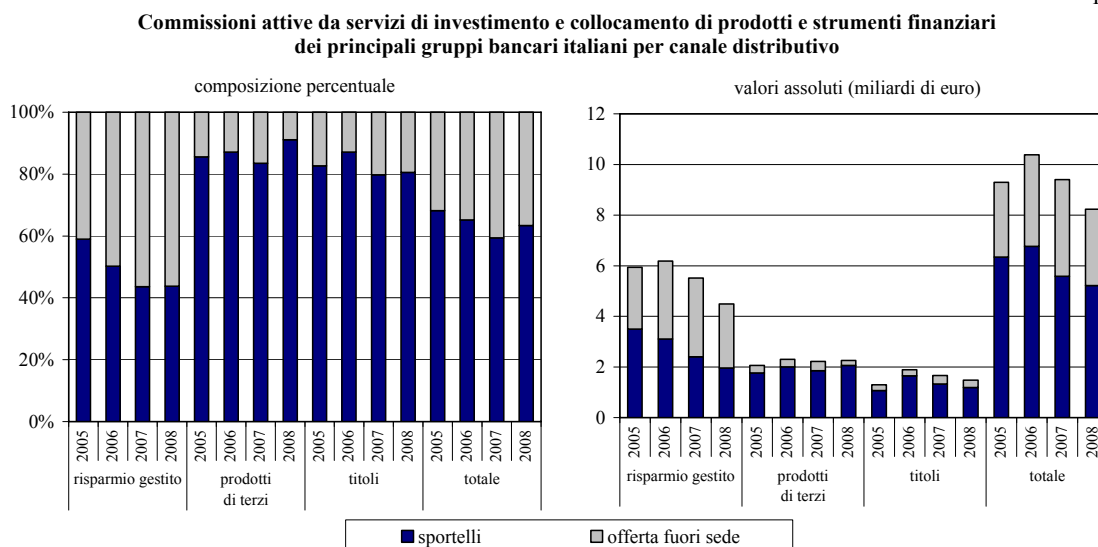
Fig. 45



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, nel 2008 il peso delle commissioni generate dal collocamento fuori sede si è lievemente ridotto dal 40 al 37 per cento circa, a fronte di un aumento 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 (dove arriva a generare quasi il 60 per cento delle commissioni attive), mentre per ciò che riguarda i ricavi da collocamento titoli e prodotti finanziari di terzi rimane preponderante il ruolo degli sportelli (Fig. 46). A livello aggregato, come confermato dai dati di conto economico, la flessione delle commissioni attive totali da 9,4 a 8,2 miliardi di euro (-12,7 per cento) è imputabile essenzialmente alla riduzione dei ricavi da risparmio gestito, mentre i ricavi da collocamento di titoli e prodotti di terzi sono rimasti complessivamente stabili.

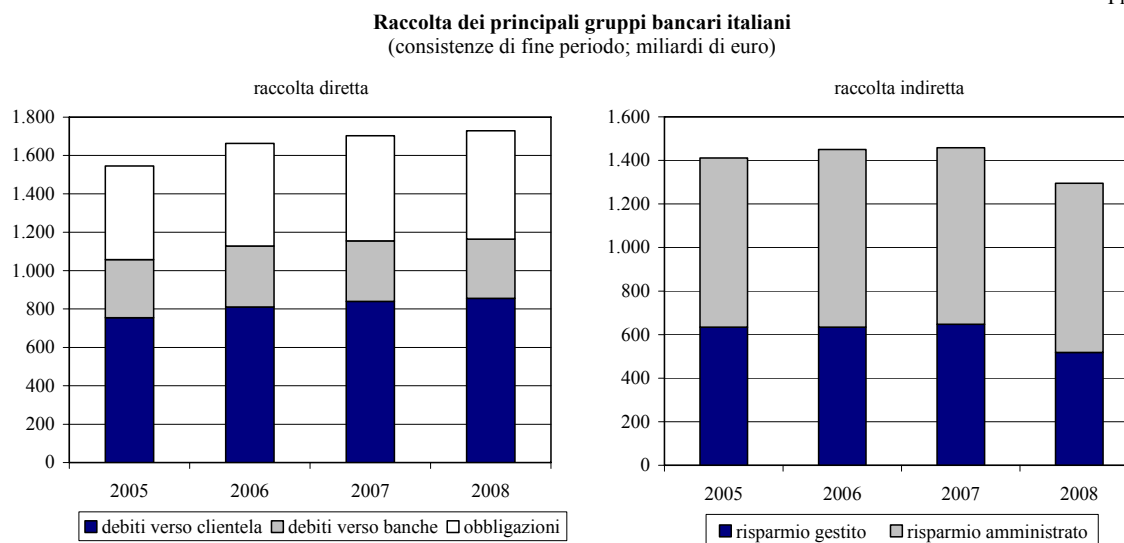
Fig. 46



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Nel 2008 la raccolta complessiva (diretta e indiretta) dei principali gruppi bancari italiani si è complessivamente ridotta di circa 137 miliardi di euro (-1,5 per cento), riportandosi su livelli simili a quelli del 2005. La raccolta diretta è cresciuta di circa 26 miliardi di euro (+1,5 per cento), grazie alla crescita della raccolta obbligazionaria (+3,0 per cento circa) e dei depositi (+1,9 per cento circa), mentre la raccolta da banche è calata del 2,2 per cento. La raccolta indiretta (risparmio gestito e risparmio amministrato) si è invece fortemente contratta, riducendosi di circa 164 miliardi di euro (-11,2 per cento), a causa principalmente di una riduzione del risparmio gestito (-130 miliardi di euro; -20,1 per cento), a fronte di una flessione assai più contenuta del risparmio amministrato (-34 miliardi di euro; -4,2 per cento) (Fig. 47).

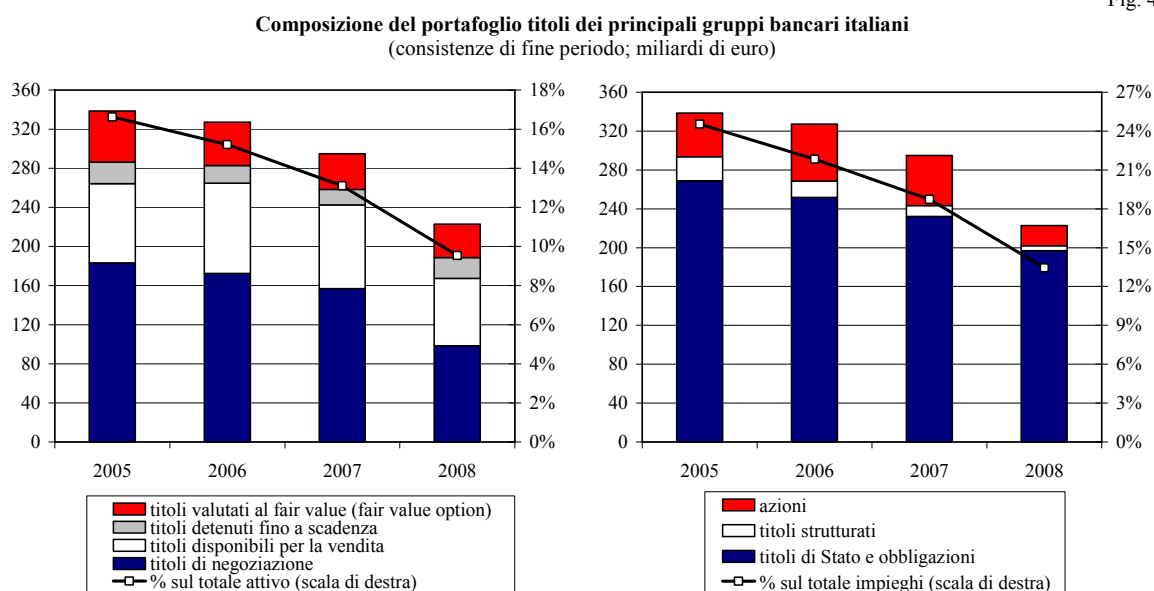
Fig. 47



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.

Nel 2008 il valore complessivo dei titoli di proprietà dei principali gruppi bancari italiani è fortemente diminuito rispetto alla fine del 2007, passando da 297 a 225 miliardi circa (-24,4 per cento) (Fig. 48). In particolare, si è ridotto il controvalore dei titoli di negoziazione (-37,4 per cento), quello dei titoli disponibili per la vendita (-19,1 per cento) e quello dei titoli valutati al *fair value* (sulla base della cosiddetta *fair value option*) (-5,8 per cento). Titoli di Stato e obbligazioni rappresentavano, alla fine del 2008, circa l'88 per cento del totale dei titoli in portafoglio, mentre il peso dei titoli strutturati si è ulteriormente ridotto (dal 5,0 al 2,3 per cento). Il peso del portafoglio titoli sulle attività in bilancio dei principali gruppi bancari italiani ha continuato a ridursi: la quota sul totale attivo è scesa dal 13,1 al 9,5 per cento, mentre la quota sul totale degli impieghi è scesa dal 18,7 al 13,4 per cento.

Fig. 48

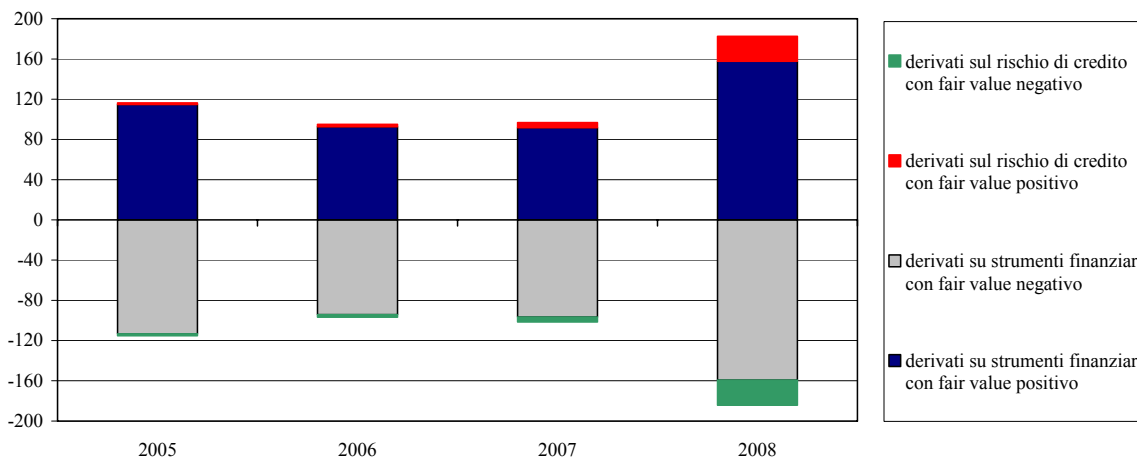


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti) e le attività cedute e non cancellate o deteriorate. Gli Oicr sono ricompresi fra i titoli di Stato e le obbligazioni.

Il valore di mercato lordo dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani (dato dalla somma in valore assoluto del *fair value* delle posizioni con valore di mercato positivo e del *fair value* di quelle con valore di mercato negativo) è cresciuto nel 2008 da 198 a 367 miliardi di euro circa (+ 85,3 per cento) (Fig. 49). A fine 2008 il valore di mercato netto (dato dalla differenza fra il *fair value* delle posizioni con valore di mercato positivo e il *fair value* di quelle con valore di mercato negativo) risultava negativo per circa 1,5 miliardi di euro (-4,8 miliardi nel 2007). Sebbene l'entità del *fair value* netto dei derivati di negoziazione indichi che, complessivamente, i rischi di mercato potrebbero essersi ridotti rispetto al 2007, sia l'ammontare dei derivati con *fair value* positivo (passati da 97 a 183 miliardi di euro circa) che il *fair value* lordo complessivo indicano un aumento del rischio di controparte.

Valore di mercato (*fair value*) dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani
(dati di fine periodo; miliardi di euro)

Fig. 49

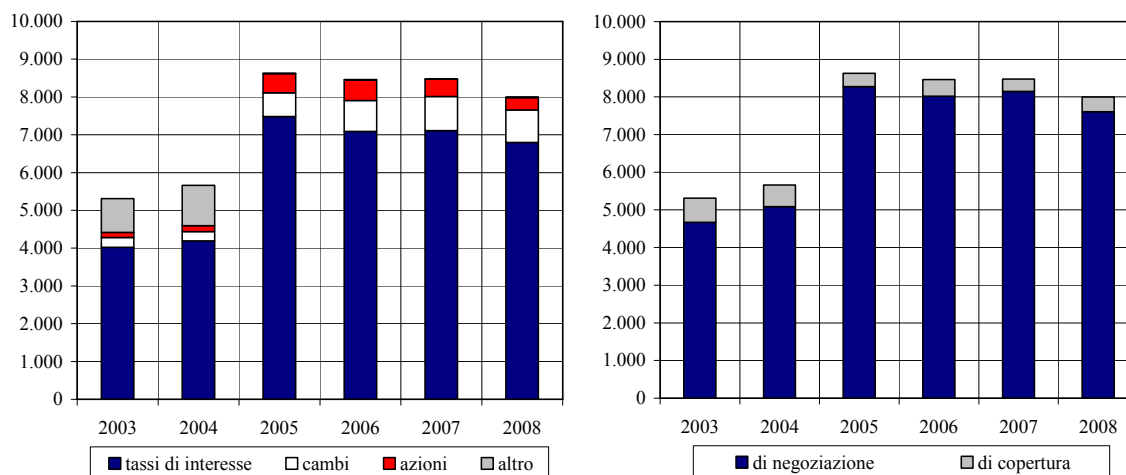


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

La forte crescita del valore di mercato delle posizioni in derivati dei principali gruppi bancari è interamente ascrivibile alle variazioni delle grandezze finanziarie sottostanti (in larga prevalenza tassi di interesse), mentre il controvalore nozionale degli strumenti derivati in portafoglio (per circa il 98 per cento imputabile a strumenti detenuti per finalità di negoziazione) si è ridotto da 8.476 a 7.998 miliardi di euro (-5,6 per cento) (Fig. 50).

Controvalore nozionale degli strumenti derivati dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

Fig. 50



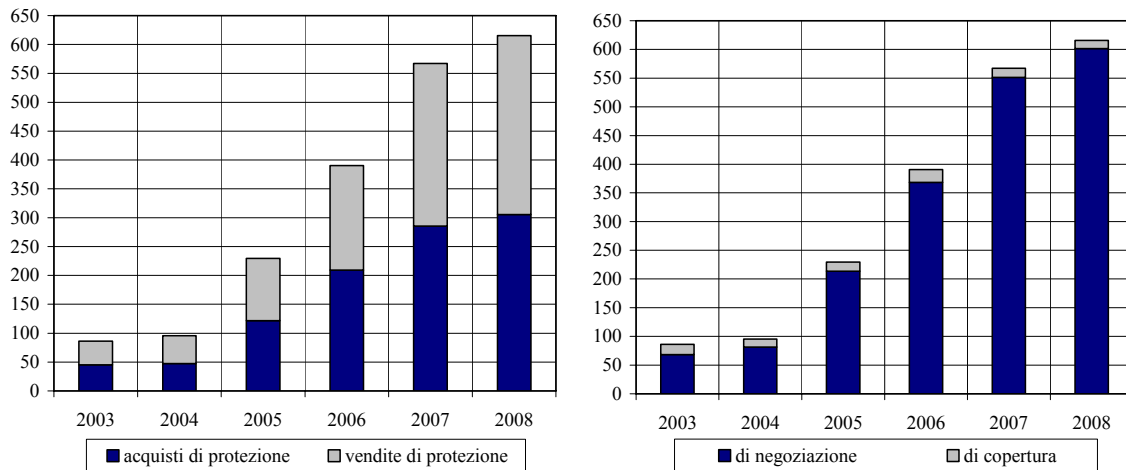
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Il controvalore nozionale dei derivati creditizi è invece cresciuto in maniera significativa nel corso del 2008, passando da 567 a 616 miliardi di euro circa (+8,6 per cento) (Fig. 51). Mentre acquisti e vendite di protezione risultano pressoché bilanciati, le posizioni detenute per finalità di *trading* (sebbene riconducibili per quote molto

significative a un singolo gruppo bancario) risultano di gran lunga prevalenti rispetto a quelle di copertura.

Fig. 51

Controvalore nozionale dei derivati sul rischio di credito dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

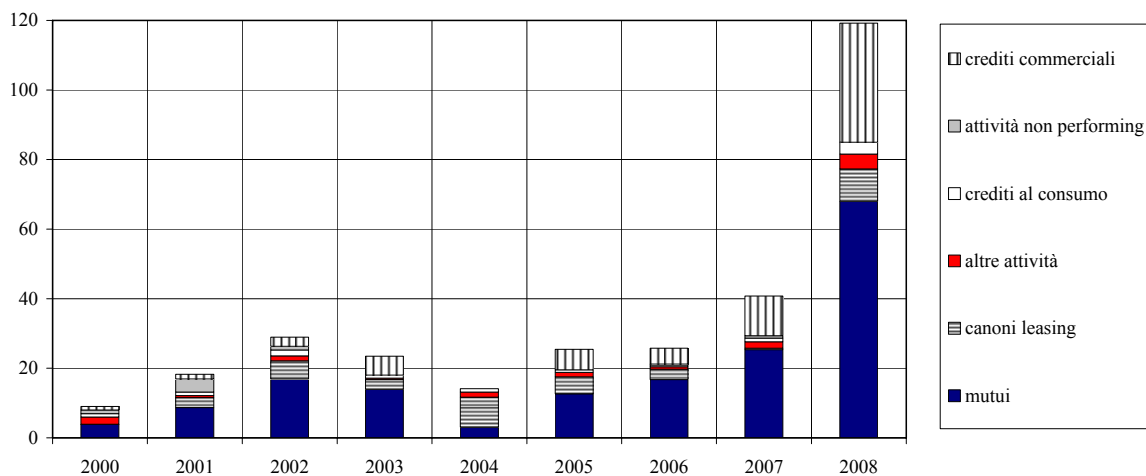


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Nel 2008 si è registrata una crescita molto intensa degli attivi ceduti dai principali gruppi bancari italiani nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione (da 40 miliardi di euro nel 2007 a 120 miliardi di euro); tali operazioni hanno avuto ad oggetto in prevalenza mutui e crediti commerciali (Fig. 52). A questa attività si somma quella realizzata attraverso le prime operazioni di emissioni di *covered bond* da parte di banche italiane per un ammontare complessivo di circa 6 miliardi di euro.

Fig. 52

Attivi oggetto di cessione nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione da parte dei principali gruppi bancari italiani
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

La forte crescita delle operazioni di cartolarizzazione ha determinato un parallelo aumento dell'esposizione complessiva dei principali gruppi bancari italiani verso questo tipo di operazioni. In particolare, nel corso del 2008 l'esposizione verso operazioni di cartolarizzazione è cresciuta di circa 60 miliardi di euro, passando da 70 a 130 miliardi di euro circa (di cui circa il 75 per cento riconducibile a un unico soggetto). In particolare, mentre le esposizioni fuori bilancio sono diminuite da 13,1 a 4,4 miliardi di euro, quelle per cassa sono cresciute da 56,1 a 124,7 miliardi di euro. La crescita delle esposizioni ha riguardato prevalentemente quelle relative a cartolarizzazioni di attività proprie relative sia a mutui che ad altre attività (Tav. 12).

Tav. 12

Esposizioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione dei principali gruppi bancari italiani
(valori in milioni di euro; dati di fine periodo)

	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	2.574	3.757	864	2.928	--	450	1.126	12.725	24.424
	Fuori bilancio	964	202	4	125	--	--	--	--	1.295
	<i>Totale</i>	<i>3.537</i>	<i>3.959</i>	<i>868</i>	<i>3.054</i>	<i>--</i>	<i>450</i>	<i>1.126</i>	<i>12.725</i>	<i>25.719</i>
2006	Cassa	2.272	3.293	412	4.409	78	9.073	579	20.657	40.772
	Fuori bilancio	1.043	202	50	66	--	--	--	16.438	17.799
	<i>Totale</i>	<i>3.315</i>	<i>3.495</i>	<i>462</i>	<i>4.475</i>	<i>78</i>	<i>9.073</i>	<i>579</i>	<i>37.095</i>	<i>58.571</i>
2007	Cassa	1.175	14.865	168	8.844	2	8.783	270	21.972	56.079
	Fuori bilancio	1.114	248	50	33	--	459	--	11.290	13.193
	<i>Totale</i>	<i>2.289</i>	<i>15.113</i>	<i>218</i>	<i>8.877</i>	<i>2</i>	<i>9.242</i>	<i>270</i>	<i>33.262</i>	<i>69.272</i>
2008	Cassa	209	56.563	1.392	41.074	160	8.115	68	17.189	124.772
	Fuori bilancio	--	188	785	34	--	42	--	3.349	4.397
	<i>Totale</i>	<i>209</i>	<i>56.751</i>	<i>2.177</i>	<i>41.108</i>	<i>160</i>	<i>8.157</i>	<i>68</i>	<i>20.538</i>	<i>129.168</i>

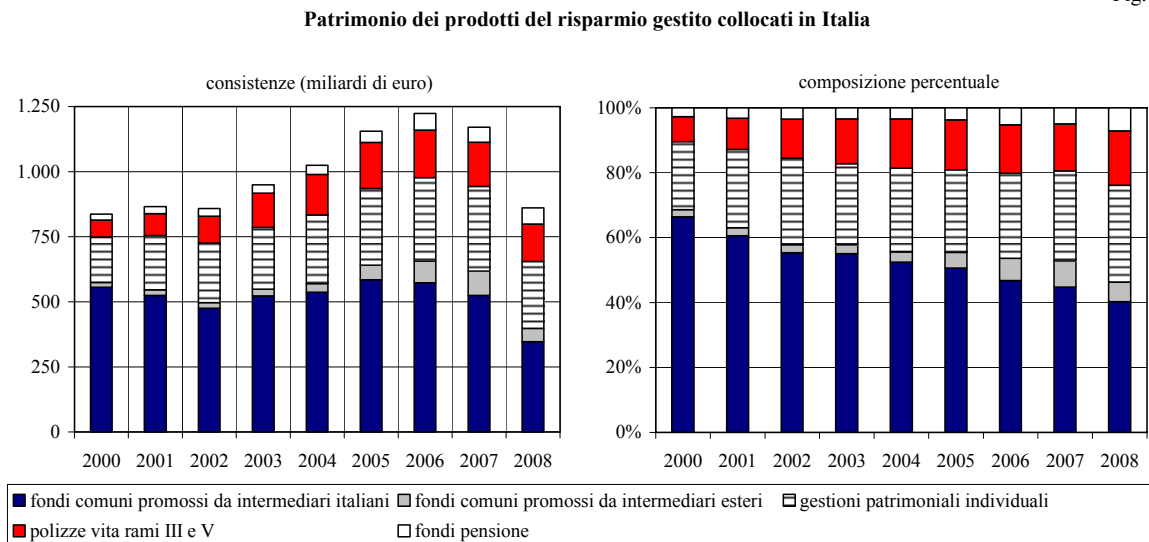
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

2. Gli investitori istituzionali

A fine 2008 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia risultava diminuito di circa il 27 per cento rispetto a fine 2007 (da 1.171 a 861 miliardi di euro circa). Tale riduzione è dovuta principalmente all'andamento dei fondi comuni promossi da intermediari italiani, il cui patrimonio è sceso da 524 a 353 miliardi di euro circa (-33 per cento circa), e delle gestioni patrimoniali, il cui patrimonio si è ridotto da 325 a 257 miliardi di euro (-21 per cento circa); l'ammontare delle riserve tecniche a fronte

delle polizze assicurative vita dei rami III (polizze *linked*) e V (prodotti a capitalizzazione) è diminuito in misura più contenuta (da 170 a 144 miliardi di euro; -15 per cento circa). Per la prima volta dal 2000 si è registrata una riduzione del patrimonio gestito da fondi comuni promossi da intermediari esteri (da 94 a 52 miliardi di euro, -45 per cento circa). Il patrimonio gestito dai fondi pensione è invece leggermente aumentato, passando da 58 a circa 61 miliardi di euro (+5 per cento circa) (Fig. 53).

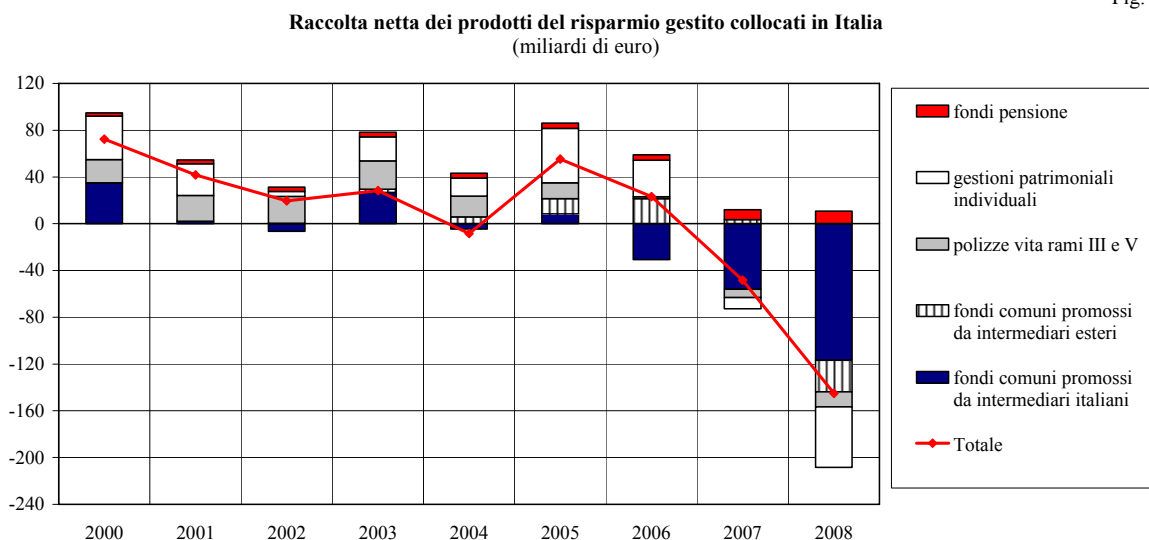
Fig. 53



Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. Dati di fine periodo. I dati sui fondi comuni promossi da intermediari italiani (che includono le società di gestione di diritto italiano controllate da intermediari esteri) comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero (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 2008 la raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia è stata negativa per circa 206 miliardi di euro (153 miliardi circa se non si tiene conto delle sottoscrizioni nette di fondi comuni da parte delle gestioni individuali) (Fig. 54) essenzialmente a causa del deflusso di risorse dai fondi comuni promossi da intermediari italiani (-117 miliardi di euro circa; -56 miliardi di euro nel 2007) e dalle gestioni patrimoniali italiane (-52 miliardi di euro circa nel 2008, contro -9,5 miliardi di euro nel 2007). Anche la raccolta delle polizze assicurative vita del ramo V e delle polizze assicurative vita del ramo III è stata negativa; tali prodotti hanno subito infatti un deflusso di risorse pari a circa 13 miliardi di euro (-7 miliardi di euro circa nel 2007).

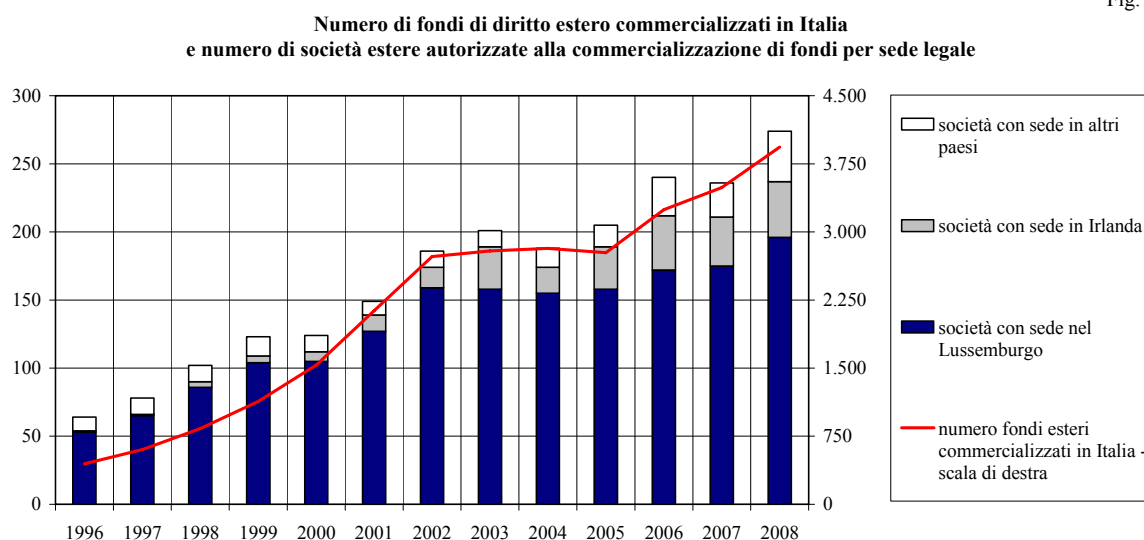
Fig. 54



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). Il dato di totale non tiene conto delle sottoscrizioni nette di fondi comuni da parte delle gestioni patrimoniali individuali.

Nel 2008 la raccolta netta di fondi comuni promossi da intermediari esteri è risultata negativa per circa 27 miliardi di euro (nel 2007 era positiva per 4 miliardi di euro circa). È tornato tuttavia ad aumentare il numero di operatori di diritto estero (quasi tutti con sede legale nel Lussemburgo e in Irlanda) autorizzati alla commercializzazione di fondi e comparti di Sicav (da 236 a 274; Fig. 55) e continua a crescere il numero di fondi esteri commercializzati in Italia (da 3.488 a 3935; +12,8 per cento).

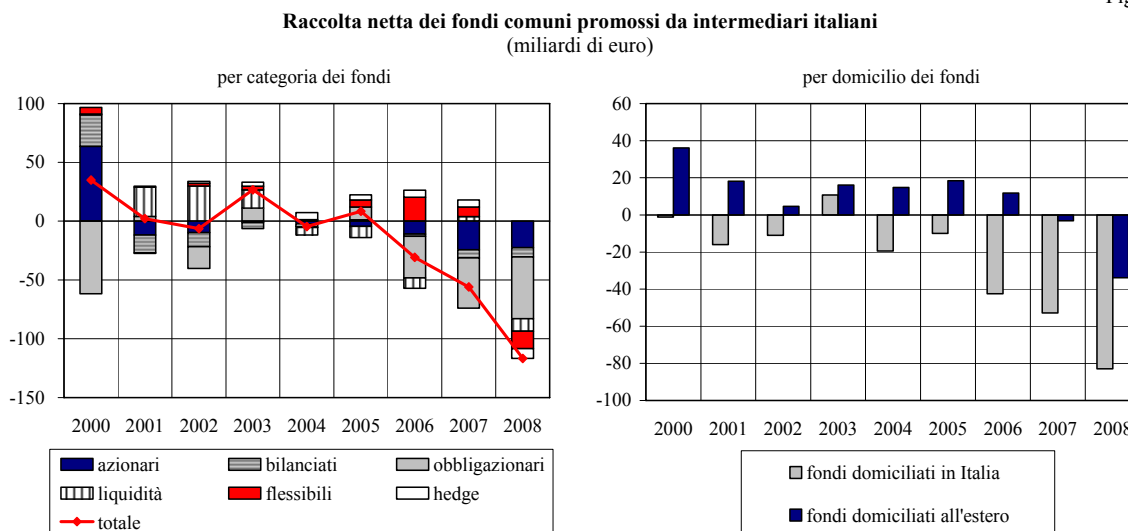
Fig. 55



Fonte: prospetti informativi.

Nel corso del 2008 i fondi comuni promossi da intermediari italiani hanno subito un forte deflusso di risorse (-116,8 miliardi di euro), che ha interessato sia i fondi comuni domiciliati in Italia (-82,9 miliardi di euro) che quelli domiciliati all'estero, cosiddetti fondi *roundtrip* (-33,9 miliardi di euro) (Fig. 56).

Fig. 56

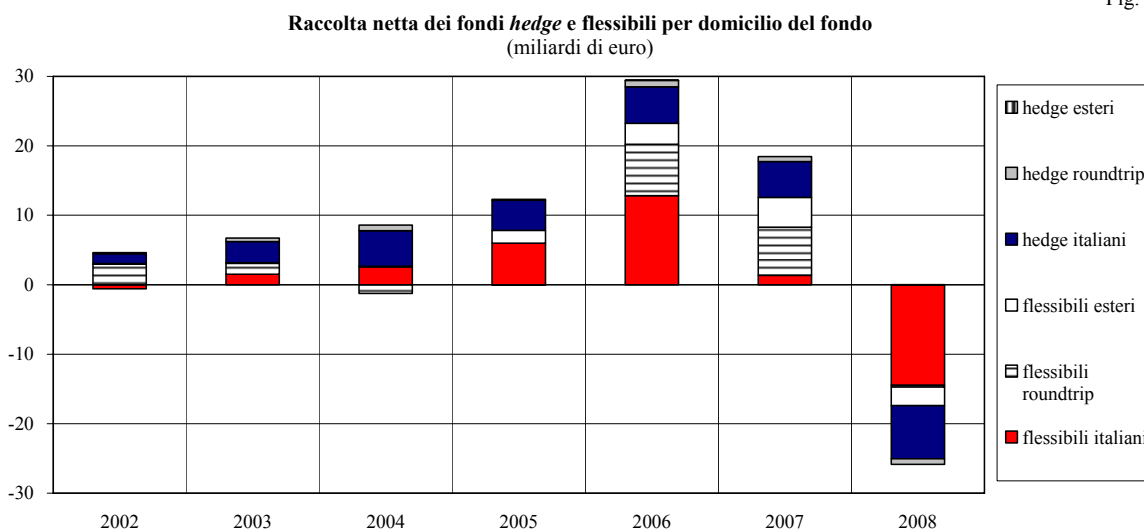


Fonte: Assogestioni. Gli intermediari italiani includono le Sgr di diritto italiano controllate da soggetti esteri. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi 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 tutte le tipologie di fondi e in particolare per quelli obbligazionari (-52,6 miliardi di euro) e per quelli azionari (-22,4 miliardi di euro).

Anche i fondi che in passato avevano sempre fatto registrare una raccolta netta positiva, quali i fondi flessibili e i fondi hedge, nel 2008 hanno fatto registrare forti deflussi di risorse (Fig. 57).

Fig. 57



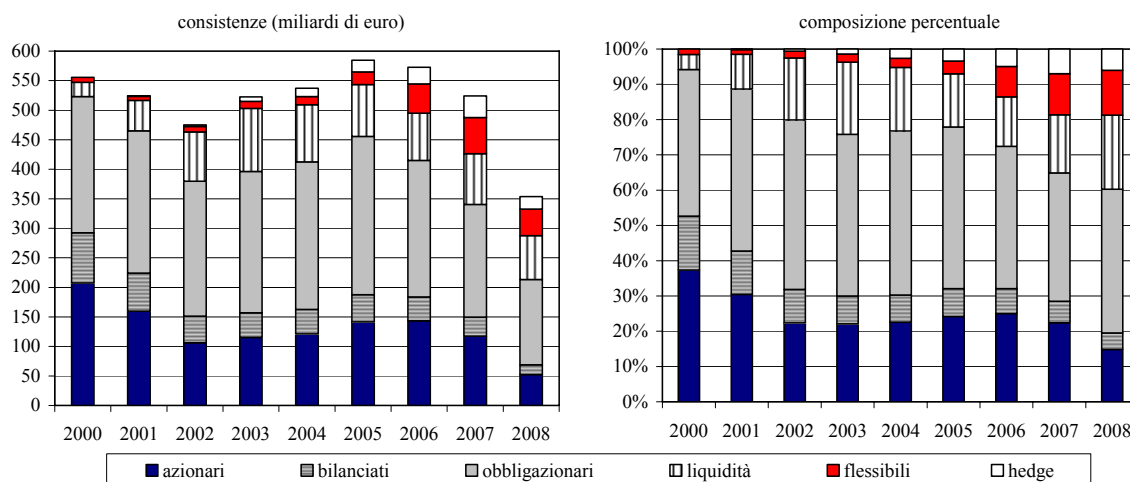
Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni.

Il patrimonio dei fondi comuni promossi da intermediari italiani si è ridotto del 32,5 per cento (Fig. 58); tale riduzione ha colpito in ugual misura sia le risorse gestite tramite fondi comuni di diritto italiano che quelle gestite tramite fondi *roundtrip*.

Il peso dei fondi azionari sul totale del patrimonio gestito dai fondi promossi da intermediari italiani è sceso dal 22 al 15 per cento circa (Fig. 58), quello dei fondi bilanciati dal 6 al 5 per cento circa e quello dei fondi hedge dal 7 al 6 per cento circa. Si è avuto invece un aumento del peso delle risorse gestite da fondi obbligazionari (dal 36,4 al 40,8 per cento), liquidità (dal 16,5 per cento al 21 per cento) e flessibili (dal 11,7 al 12,7 per cento).

Fig. 58

Patrimonio netto dei fondi comuni promossi da intermediari italiani



Fonte: Assogestioni. Gli intermediari italiani includono le Sgr di diritto italiano controllate da soggetti esteri. 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.

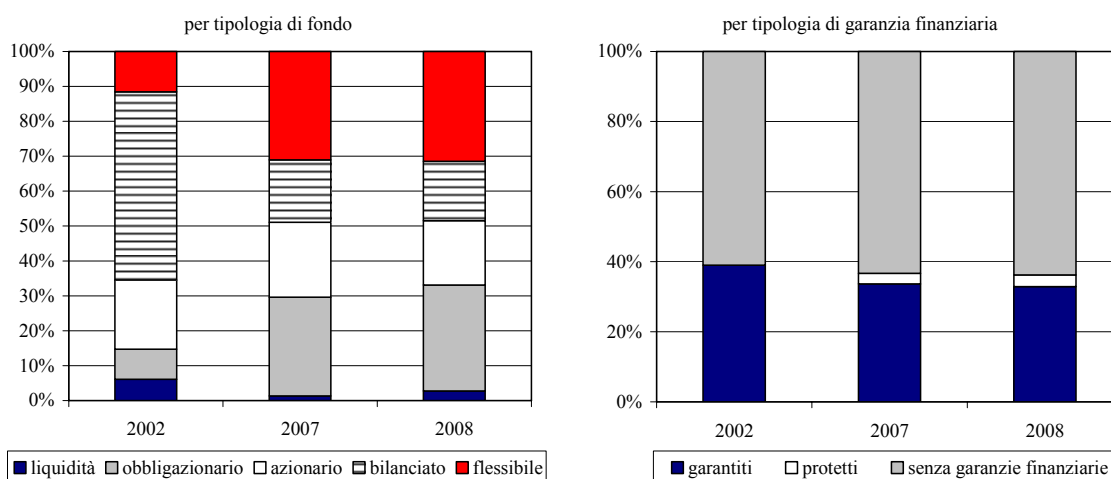
L'evoluzione della composizione del patrimonio gestito dei fondi interni collegati alle polizze unit linked è stata in parte differente rispetto a quella rilevata per i fondi comuni di investimento italiani. Rispetto al 2007, diversamente da quanto avvenuto per i fondi comuni italiani, la percentuale dei fondi interni di tipo flessibile si è mantenuta costante e il peso dei fondi azionari si è ridotto solo marginalmente (Fig. 59).

Nel 2008 le modifiche delle scelte di asset allocation dei fondi di diritto italiano, influenzate dal negativo andamento dei mercati azionari, hanno portato a una riduzione del peso sul totale del portafoglio delle azioni italiane (dal 5,6 al 3,0 per cento) ed estere (dal 21,7 al 13,6 per cento), mentre è aumentato il peso dei titoli di Stato e delle obbligazioni italiane (dal 43,4 al 52,4 per cento) e quello delle obbligazioni estere (dal 29,3 al 31,1 per cento) (Fig. 60). Le scelte di investimento delle gestioni patrimoniali individuali non sono immediatamente confrontabili con quelle dei fondi comuni, poiché circa il 25 per cento del portafoglio è investito a sua volta in fondi comuni; tuttavia, ripartendo la quota investita in fondi secondo la composizione media del portafoglio dei fondi stessi, le gestioni individuali risulterebbero lievemente meno esposte al

mercato azionario rispetto ai fondi comuni (15,7 per cento contro il 16,6 per cento dei fondi). La quota delle risorse investita in titoli di Stato e obbligazioni italiane (51,3 per cento), invece, è simile a quella rilevata per i fondi comuni. Quasi i tre quarti del patrimonio delle gestioni patrimoniali individuali viene gestito da Sgr, mentre la parte rimanente è gestita da banche e Sim (banche 21,8 per cento e Sim 2,1 per cento).

Fig. 59

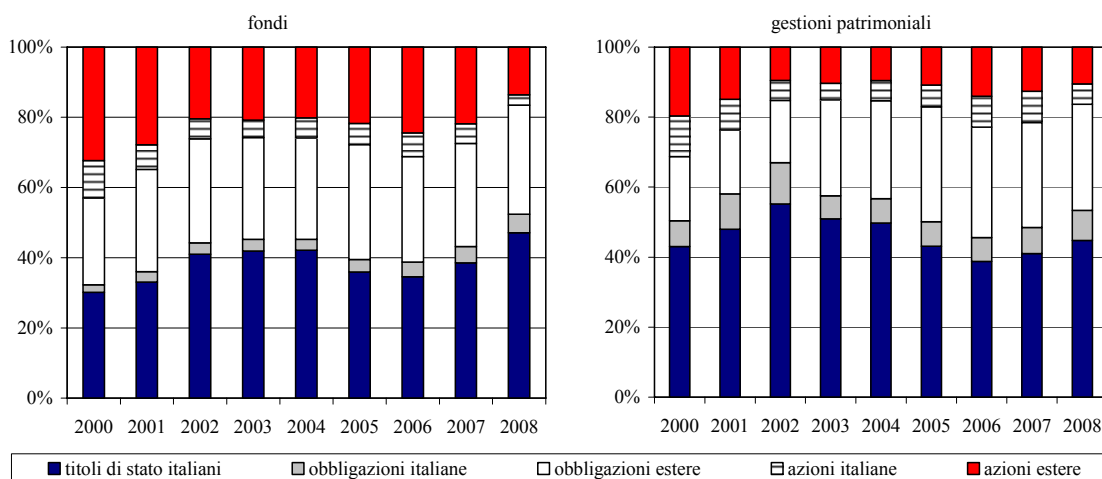
Composizione del patrimonio gestito dei fondi collegati alle polizze unit linked



Fonte: elaborazioni su dati Ania.

Fig. 60

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

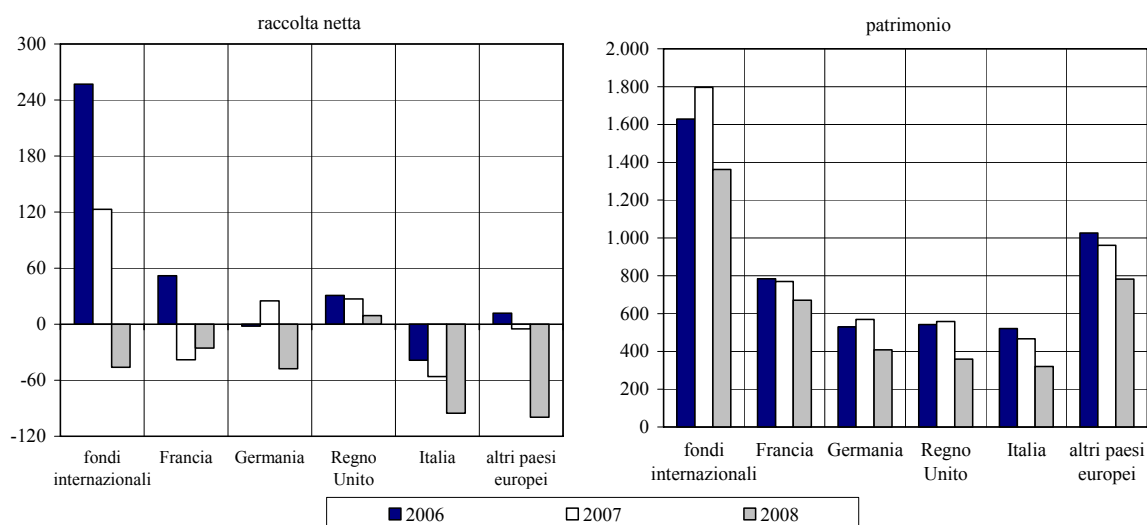


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. La quota investita in Oicr dalle gestioni individuali è stata allocata alle altre attività finanziarie sulla base della composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano nell'anno di riferimento. I dato delle obbligazioni estere includono i titoli pubblici esteri e i dati delle azioni includono quelli degli Oicr.

Nel panorama europeo l'Italia non è l'unico paese caratterizzato da un forte deflusso di risorse dai fondi comuni di investimento italiani. Nel 2008 la raccolta netta è stata largamente negativa anche in Francia (-26 miliardi di euro) e in Spagna (-46,9 miliardi di euro). Anche, la raccolta netta dei fondi domiciliati in Lussemburgo e Irlanda e venduti su base *cross-border* in più paesi europei è risultata negativa per circa 46 miliardi di euro (Fig. 61). Escludendo i fondi internazionali, il mercato italiano rimane comunque al quarto posto in Europa per patrimonio gestito (dopo Francia, Germania e Regno Unito).

Fig. 61

Patrimonio e raccolta netta dei fondi comuni in Europa
(miliardi di euro)



Fonte: Lipper FMI. I fondi sono classificati sulla base del paese dal quale derivano la quota preponderante del patrimonio; tale criterio di classificazione può essere diverso sia da quello del paese di domicilio del fondo, come accade per i fondi cosiddetti *roundtrip*, sia da quello del paese di residenza dell'intermediario promotore. I "fondi internazionali" sono quelli domiciliati in Irlanda e Lussemburgo per i quali non è possibile identificare un singolo paese che concorre per almeno l'80 per cento al patrimonio complessivo (cosiddetti "puri *cross border*"). Gli "altri paesi europei" sono Svizzera, Spagna, Belgio, Svezia, Austria, Olanda, Danimarca, Finlandia, Norvegia, Portogallo, Grecia, Romania, Slovenia, Ucraina, Lettonia, Lituania, Bulgaria, Liechtenstein, Estonia, Russia, Slovacchia, Repubblica Ceca, Croazia, Ungheria, Turchia e Polonia. Sono esclusi i fondi di fondi.

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, dopo essersi ridotte dall'1,54 all'1,22 per cento fra il 2006 e il 2007, nel 2008 sono lievemente aumentate, portandosi all'1,30 per cento (Tav. 13), a causa di un incremento delle commissioni di gestione che ha interessato tutte le categorie di fondi.

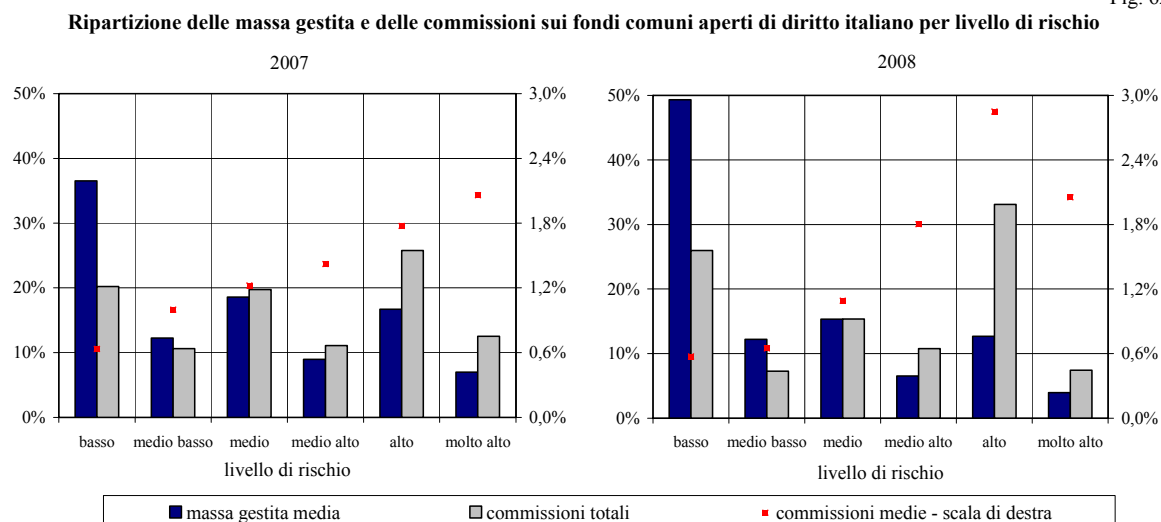
Costi a carico dei fondi aperti di diritto italiano¹
(valori percentuali)

	Peso sulla massa gestita media ²					Ripartizione percentuale				
	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale
2006										
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>0,10</i>	<i>0,07</i>	<i>1,54</i>	<i>6,9</i>	<i>82,1</i>	<i>6,4</i>	<i>4,6</i>	<i>100,0</i>
2007										
Liquidità	0,06	0,43	..	..	0,48	11,76	88,08	..	0,16	100,0
Azionari	0,11	1,94	0,07	0,21	2,33	4,61	83,22	3,07	9,09	100,0
Obbligazionari	0,07	0,83	0,00	0,01	0,92	7,88	90,55	0,35	1,22	100,0
Bilanciati	0,07	1,07	0,01	0,06	1,21	5,95	88,43	0,76	4,86	100,0
Flessibili	0,09	1,28	0,06	0,05	1,47	5,79	87,04	3,86	3,31	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,1</i>	<i>1,06</i>	<i>0,02</i>	<i>0,06</i>	<i>1,22</i>	<i>6,40</i>	<i>86,72</i>	<i>1,99</i>	<i>4,89</i>	<i>100,0</i>
2008										
Liquidità	0,09	0,73	..	..	0,83	11,03	88,80	..	0,16	100,0
Azionari	0,11	2,12	0,03	0,30	2,55	4,12	83,12	1,09	11,67	100,0
Obbligazionari	0,08	0,98	0,00	0,01	1,08	7,79	90,82	0,43	0,96	100,0
Bilanciati	0,10	1,65	0,03	0,10	1,88	5,38	87,79	1,64	5,19	100,0
Flessibili	0,07	1,33	0,03	0,06	1,50	4,80	88,68	2,31	4,21	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,09</i>	<i>1,14</i>	<i>0,01</i>	<i>0,06</i>	<i>1,30</i>	<i>6,83</i>	<i>87,67</i>	<i>0,90</i>	<i>4,60</i>	<i>100,0</i>

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² La massa gestita è calcolata come media dei dati di fine mese.

Ai fondi più rischiosi (ovvero quelli che indicano nel prospetto informativo un livello di rischio “alto” o “molto alto”) è attribuibile circa il 17 per cento della massa gestita nel 2008 e il 41 per cento circa delle commissioni attive (Fig. 62). Sono aumentate di quasi un punto percentuale le commissioni medie sui fondi a rischio “alto”. Ai fondi meno rischiosi (ovvero quelli che indicano nel prospetto informativo un livello di rischio “basso” o “medio basso”) è invece imputabile circa il 62 per cento della massa gestita e circa un terzo delle commissioni attive totali. Le commissioni medie su tali fondi sono lievemente diminuite.

Fig. 62



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e prospetti informativi.

Nel primo semestre del 2008 il settore dei fondi immobiliari italiani ha presentato un andamento in controtendenza rispetto al settore dei fondi mobiliari aperti, sebbene sia stato interessato da un rallentamento del tasso di crescita del patrimonio e della massa gestita (totale attivo) (Tav. 14).

Tav. 14

Struttura del mercato italiano dei fondi immobiliari chiusi¹
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società di gestione	Numero fondi operativi	Patrimonio netto (A)	Totale attivo (B)	Indebitamento ((B-A)/B)%	Composizione percentuale attività			
						immobili e diritti reali immobiliari	strumenti finanziari	valori mobiliari e liquidità	altre attività
2003	11	19	4.434	5.160	14,1	74,7	8,7	10,2	6,4
2004	16	32	8.101	12.326	34,3	86,1	6,1	3,6	4,2
2005	27	64	12.026	18.576	35,3	83,7	8,5	4,8	3,1
2006	34	118	16.291	26.924	39,5	82,0	6,8	6,1	5,1
2007	47	171	21.563	35.866	39,9	85,3	4,7	4,4	5,6
giugno 2008	46	192	22.247	38.509	42,2	85,4	5,7	4,6	4,3

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Fra la fine del 2007 e giugno 2008 l'indebitamento dei fondi immobiliari (patrimonio netto / totale attivo) è lievemente aumentato (dal 40 al 42 per cento circa) mentre la composizione dell'attivo è sostanzialmente invariata rispetto a quella rilevata a fine 2007.

Fra il 2003 e il 2007 il mercato dei fondi speculativi di diritto italiano è cresciuto a ritmi sostenuti sia in termini di numero di prodotti (da 80 a 241) che di massa gestita (da 6,4 a 32,6 miliardi di euro; Tav. 15), mentre nei primi 9 mesi del 2008 si è registrata una contrazione del mercato (il totale attivo è diminuito di circa il 18 per cento e il patrimonio netto del 17 per cento).

Tav. 15

Dati di sintesi sul comparto dei fondi speculativi di diritto italiano

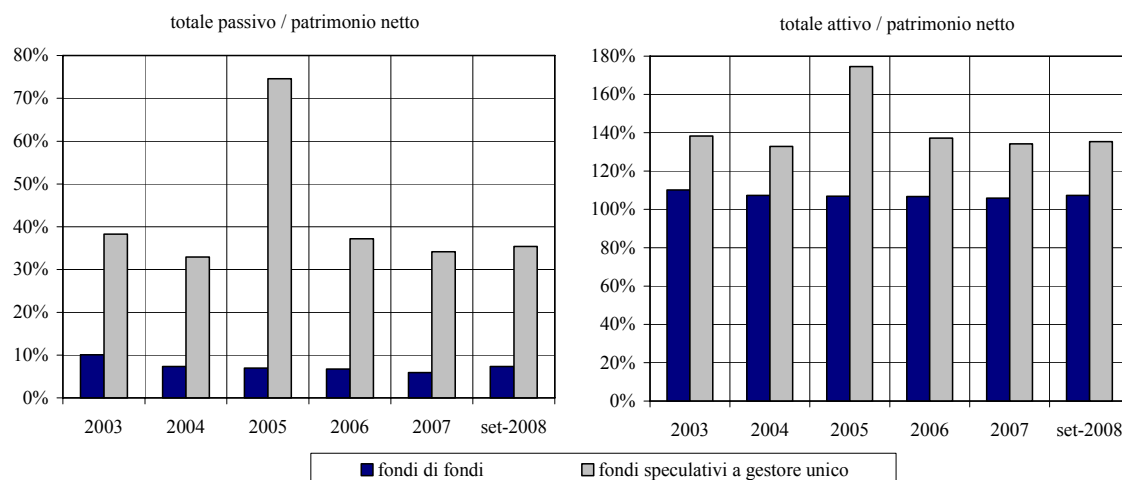
	Numero fondi	Totale attivo (milioni di euro)	Di cui fondi di fondi (peso percentuale sul totale attivo)	Patrimonio netto (milioni di euro)	Numero Sgr
2003	80	6.417	95	5.768	25
2004	135	12.682	96	11.728	27
2005	160	18.465	95	16.957	30
2006	200	25.529	94	23.588	35
2007	241	32.630	94	30.385	37
settembre 2008	260	27.168	92	24.918	39

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza.

L'industria dei fondi speculativi italiani è caratterizzata da uno scarso ricorso alla leva finanziaria, essendo prevalente il peso dei fondi di fondi, per i quali il ricorso all'indebitamento è solitamente poco frequente. Per i fondi speculativi "puri" (o "a gestore unico") si riscontra, invece, una leva finanziaria più elevata ma complessivamente contenuta (le passività superano di poco il 30 per cento del patrimonio netto e il totale attivo è pari a circa 1,4 volte il patrimonio netto; Fig. 63).

Fig. 63

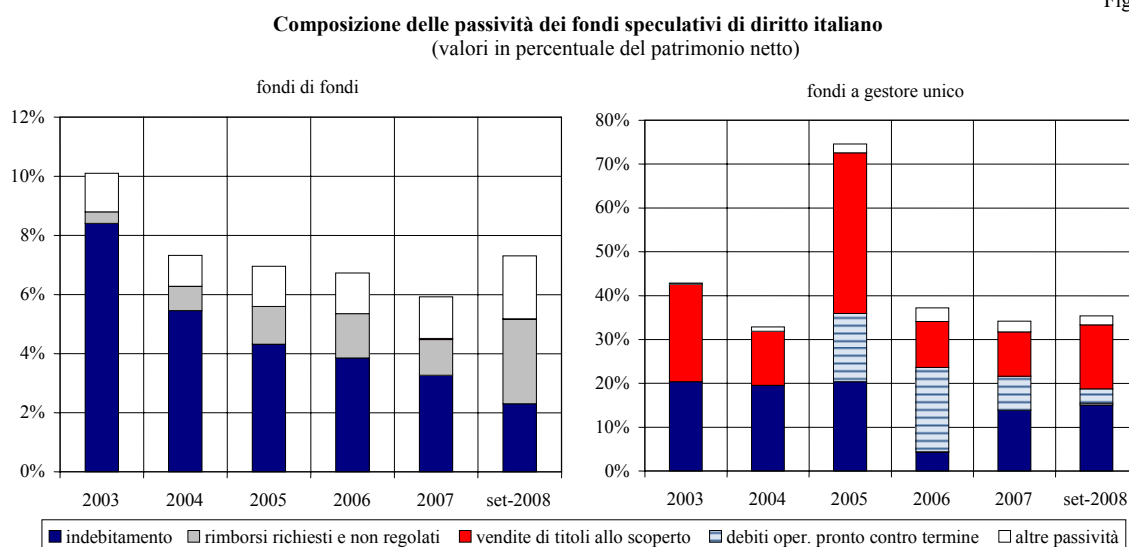
Indicatori di leva finanziaria dei fondi speculativi di diritto italiano



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza.

Dal 2006 al 2008 l'ammontare dei rimborsi non regolati dei fondi di fondi è quasi raddoppiato, passando da 336 a 667 milioni di euro (la quota sul patrimonio netto è cresciuta nello stesso periodo dall'1,5 al 2,8 per cento). Per i fondi speculativi a gestore unico è significativa la quota delle passività rappresentata da impegni per vendite di titoli allo scoperto (14,6 per cento del patrimonio netto a settembre 2008) (Fig. 64).

Fig. 64

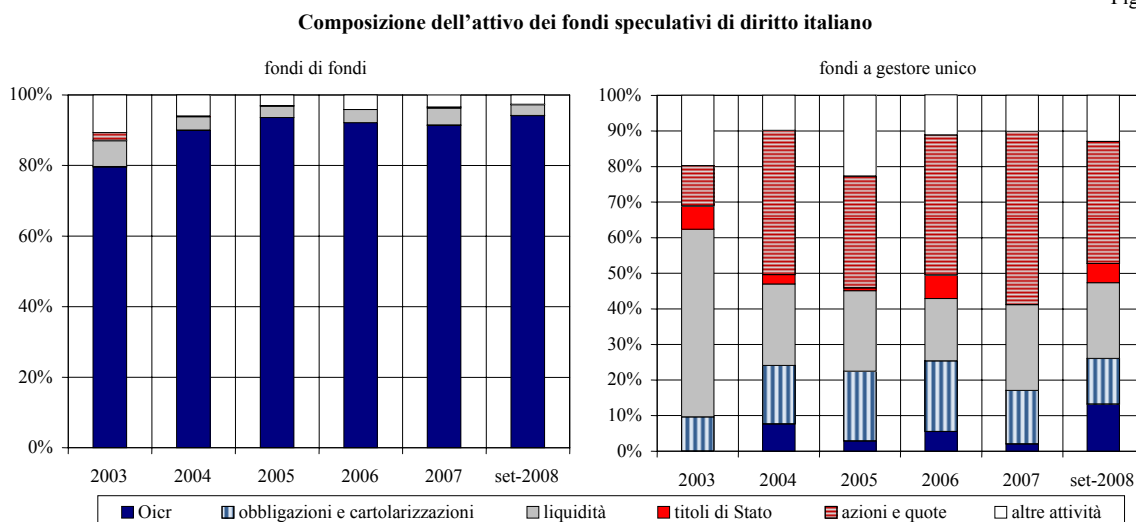


Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza. La voce "altre passività" include provvigioni e oneri maturati e non liquidati, proventi da distribuire, opzioni e altri valori assimilati emessi, debiti d'imposta.

A settembre 2008 i fondi di fondi presentavano al loro attivo soprattutto Oicr (per il 94 per cento), mentre i fondi a gestore unico detenevano principalmente azioni e quote di società (per circa il 50 per cento), obbligazioni (per circa il 9 per cento) e liquidità (per circa il 21 per cento)(Fig. 65). La riduzione dell'investimento in azioni da parte dei fondi speculativi a gestore unico (da più di 1 miliardo di euro a dicembre 2007 a circa 710 milioni di euro a settembre 2008) è riconducibile in parte alla riduzione dei corsi azionari; l'ammontare delle cartolarizzazioni in portafoglio è passato da 125 milioni di euro circa a dicembre 2007 a 56 milioni di euro a settembre 2008 (dal 6 al 3 per cento del totale attivo), mentre sono aumentati gli investimenti in Oicr (dal 2 per cento del totale attivo a fine 2007 al 13 per cento a settembre 2008) e in titoli di Stato (da una quota praticamente nulla al 5 per cento circa dell'attivo).

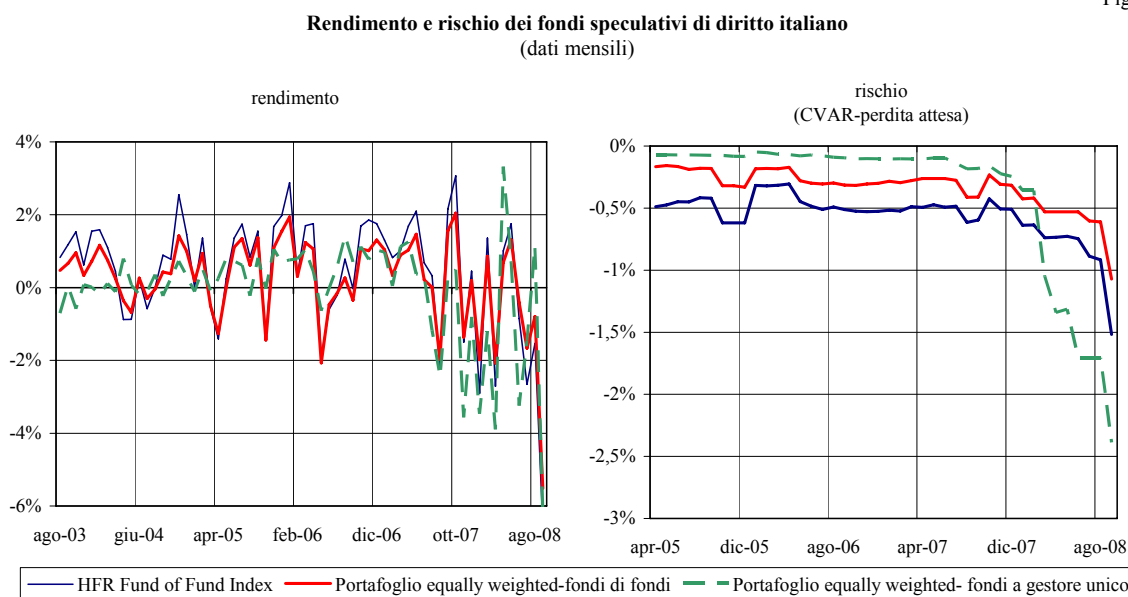
Il deflusso di risorse dal settore dei fondi speculativi di diritto italiano (pari per il 2008 a circa 8 miliardi di euro; si veda anche la precedente Fig. 57) riflette la performance mediamente negativa registrata dai fondi a partire dalla metà del 2007 (Fig. 66).

Fig. 65



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza. La voce "altre attività" comprende *warrants*, *certificates*, opzioni e altri valori assimilati, crediti di imposta, titoli di portafoglio non classificati.

Fig. 66



L'“HFR fund of fund index” è l'indice *Hedge Fund Research* (HFR) dei fondi di fondi speculativi. Il *conditional value at risk* (CVAR) è il valore atteso della perdita derivante dall'investimento in un fondo speculativo nel caso in cui il rendimento sia inferiore al 5° percentile della distribuzione di probabilità dei rendimenti. Il portafoglio *equally weighted* è un portafoglio in cui ogni fondo ha lo stesso peso e quindi il rendimento del portafoglio è dato dalla media aritmetica dei rendimenti dei singoli fondi che lo compongono.

I fondi speculativi di diritto italiano presentano forti similitudini tra loro in termini di *performance* e profilo rischio-rendimento e non sempre vi è una chiara corrispondenza fra la strategia di investimento dichiarata a priori nei regolamenti dei fondi e le *performance* valutate *ex post* sulla base dei rendimenti effettivi (Riquadro 1).

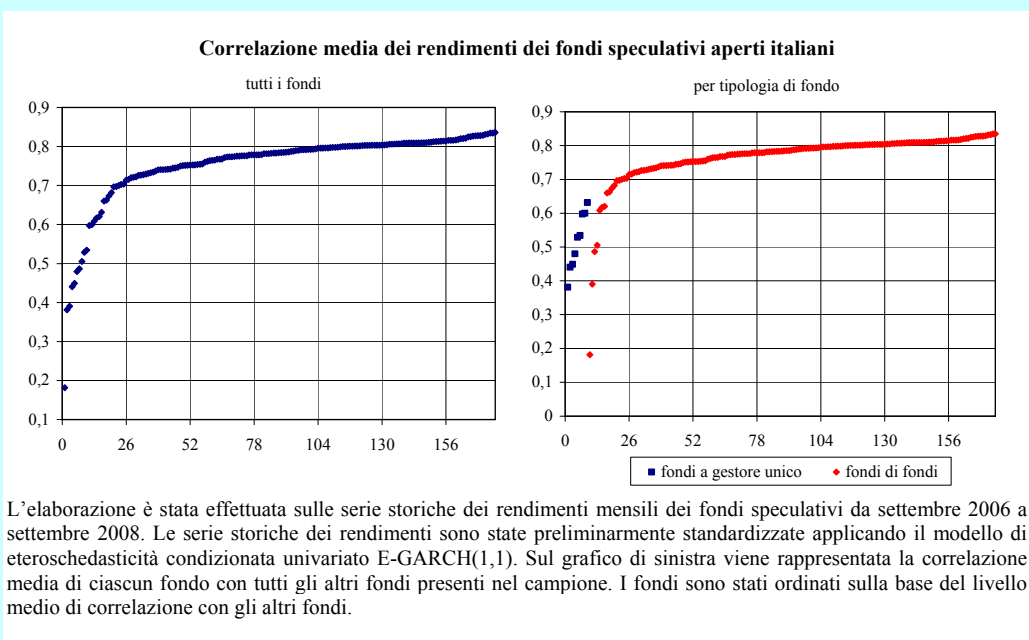
Riquadro 1

Gli stili di gestione dei fondi speculativi di diritto italiano

Le informazioni presenti nei regolamenti indicano che i fondi speculativi di diritto italiano sono prevalentemente di tipo *multistrategy* (ossia possono applicare strategie di investimento appartenenti a categorie differenti - arbitraggio, *event driven* e direzionali).

L'utilizzo di opportune tecniche statistiche consente di verificare la coerenza tra le strategie dichiarate *ex-ante* nei regolamenti dei fondi e quelle dedotte *ex-post* dalle serie storiche dei rendimenti conseguiti dai fondi.

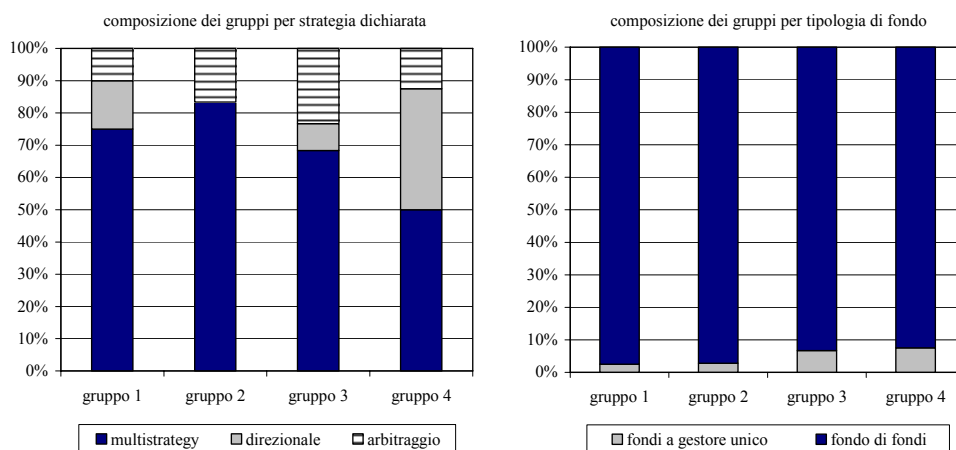
In primo luogo, i rendimenti, soprattutto quelli dei fondi di fondi, sono fortemente correlati fra di loro (solo circa il 10 per cento dei fondi ha una correlazione media con i rendimenti degli altri fondi inferiore a 0,7).



In secondo luogo, sebbene tecniche di *cluster analysis* applicate alle serie storiche dei rendimenti consentano di individuare 4 gruppi omogenei di fondi (nel senso che i rendimenti dei fondi appartenenti allo stesso gruppo sono maggiormente correlati fra di loro), la “distanza” in termini statistici fra i 4 gruppi è comunque modesta.

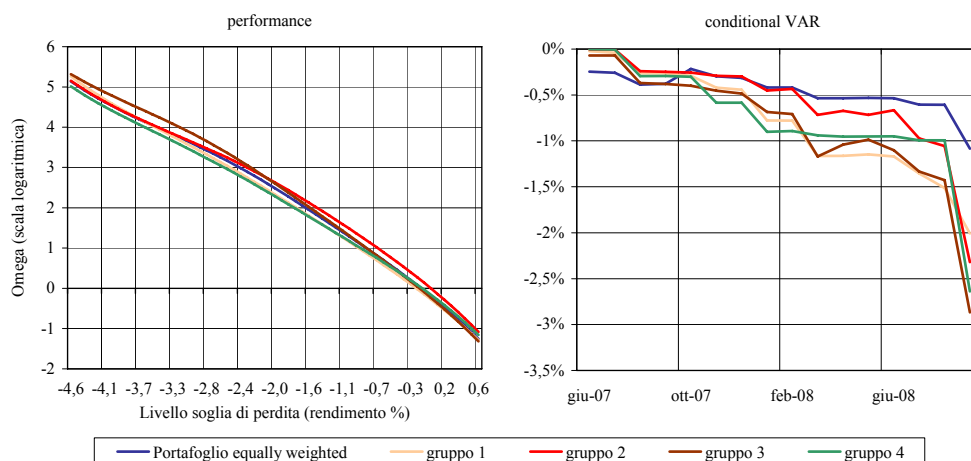
Nei “gruppi” 1,3 e 4 individuati sulla base della *cluster analysis* sono presenti fondi appartenenti a categorie dichiarate nei regolamenti molto diverse fra loro (arbitraggio e direzionale) che in teoria dovrebbero mostrare profili di rendimento diversi. Il gruppo 2, invece, è costituito da fondi speculativi *multistrategy* che hanno probabilmente adottato strategie di investimento simili alla categoria dell'arbitraggio. I quattro gruppi di fondi speculativi individuati applicando tecniche di *cluster analysis* appaiono in media alquanto indifferenziati in termini di *performance*, mentre il livello di rischio tende a coincidere soprattutto a partire dal quarto trimestre del 2008.

Corrispondenza fra i gruppi di fondi speculativi di diritto italiano individuati sulla base della cluster analysis sui rendimenti e le strategie di investimento dichiarate dai gestori



Elaborazioni sulle serie storiche dei rendimenti mensili dei fondi speculativi da settembre 2006 a settembre 2008. Le serie storiche dei rendimenti sono state preliminarmente standardizzate applicando il modello di eteroschedasticità condizionata univariato E-GARCH(1,1).

Performance e rischio dei gruppi di fondi speculativi di diritto italiano selezionati sulla base della cluster analysis sui rendimenti



Le misure di performance e rischio sono stimate sulle serie dei rendimenti medi per ciascun gruppo da settembre 2006 a settembre 2008. Il Conditional Value at Risk (CVAR) è il valore atteso della perdita sotto la condizione che il rendimento sia inferiore al Value at Risk (quinto percentile della distribuzione di probabilità dei rendimenti). Le distribuzioni di probabilità dei rendimenti è stata stimata tramite metodi di stima non parametrici. La misura omega è una misura di performance che si basa sul confronto fra le probabilità di ottenere rendimenti superiori e inferiori a ciascun possibile livello soglia predefinito di rendimento.

Insieme ai fondi speculativi, il settore dei fondi di *private equity* costituisce il comparto della gestione cosiddetta “alternativa” del risparmio, comparto che non si è ancora pienamente affermato nel nostro paese. In particolare, il settore del *private equity* presenta un grado di sviluppo ancora embrionale; infatti, rispetto al prodotto interno lordo, gli investimenti di *private equity* (da parte di fondi italiani ed esteri) in imprese italiane e il patrimonio dei gestori italiani di *private equity* risultano assai modesti (rispettivamente, 0,2 e 0,1 per cento).

Fra il 2003 e la metà del 2008 la massa gestita (totale attivo) dei fondi di *private equity* di diritto italiano è passata da 1,5 a 4,6 miliardi di euro (Tav. 16).

Tav. 16

Evoluzione del settore dei fondi di *private equity* di diritto italiano

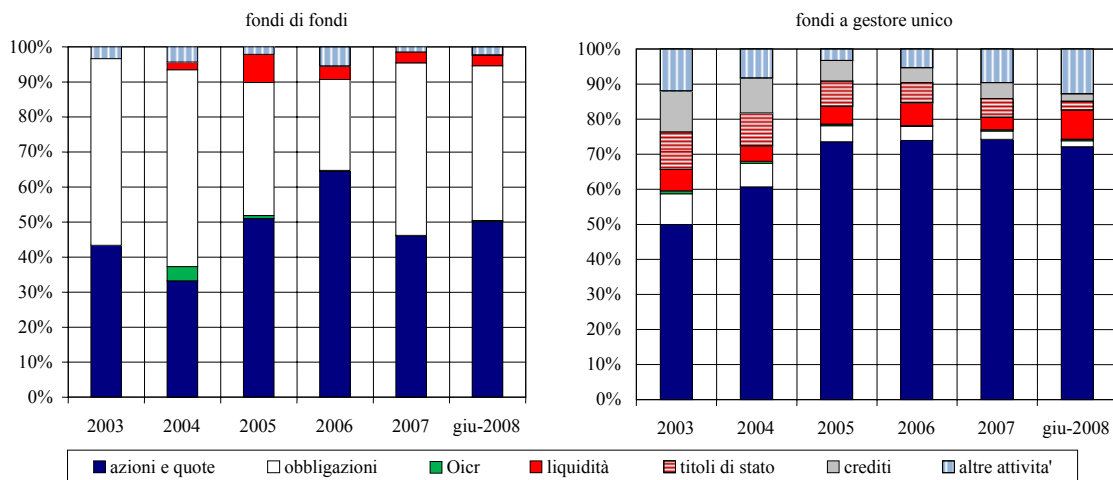
	Numero fondi	Totale attivo (milioni di euro)	Capitale sottoscritto (milioni di euro)	Patrimonio netto (milioni di euro)	Numero Sgr
2003	35	1.470	3.036	1.443	26
2004	47	1.745	4.458	1.697	34
2005	61	2.420	6.422	2.363	43
2006	74	3.450	7.663	3.157	49
2007	95	4.097	12.329	3.910	58
giugno 2008	102	4.577	13.443	4.296	61

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza.

Il settore è molto concentrato: a fine giugno 2008 il 56,9 per cento del patrimonio dei fondi di *private equity* di diritto italiano era riconducibile ai primi 10 gestori. I gruppi bancari e assicurativi detengono partecipazioni in meno del 50 per cento dei gestori di fondi italiani di *private equity*, cui è riferibile il 38 per cento del patrimonio complessivamente gestito.

L'attivo dei fondi "puri" risulta investito prevalentemente in azioni e quote di società (per circa il 70 per cento), mentre l'attivo dei fondi di fondi è investito prevalentemente in Oicr e in azioni. Per i fondi "puri" ha assunto un peso crescente nel tempo la quota sull'attivo dei crediti di imposta (classificati sotto la voce "altre attività") su perdite e minusvalenze (Fig. 67).

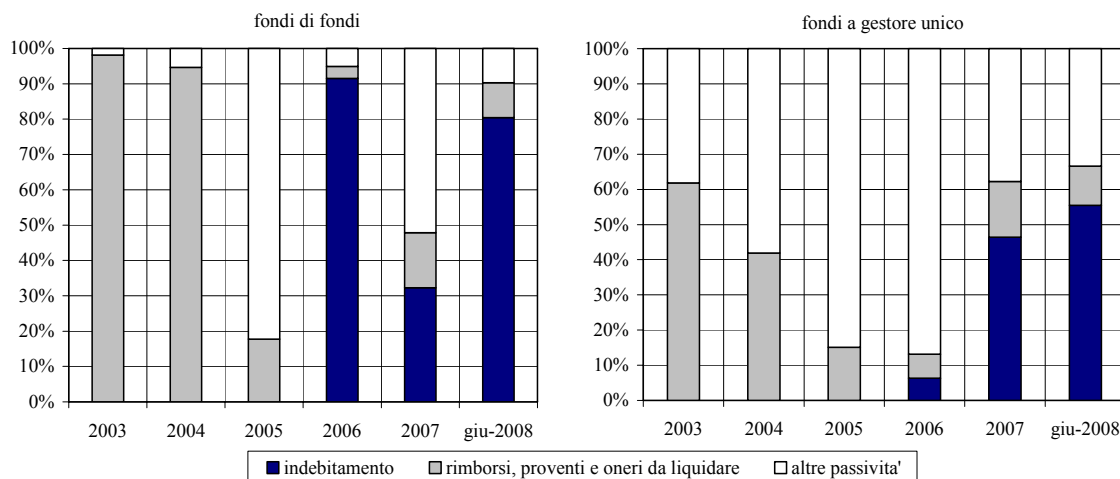
Fig. 67

Composizione dell'attivo dei fondi di *private equity* di diritto italiano

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza.

I dati di rendiconto evidenziano un limitato peso dell'indebitamento e dunque lo scarso ricorso alla leva finanziaria da parte dei fondi di *private equity* italiani, anche se i fondi puri hanno accresciuto sensibilmente il ricorso al debito a partire dal 2007 (Fig. 68).

Fig. 68

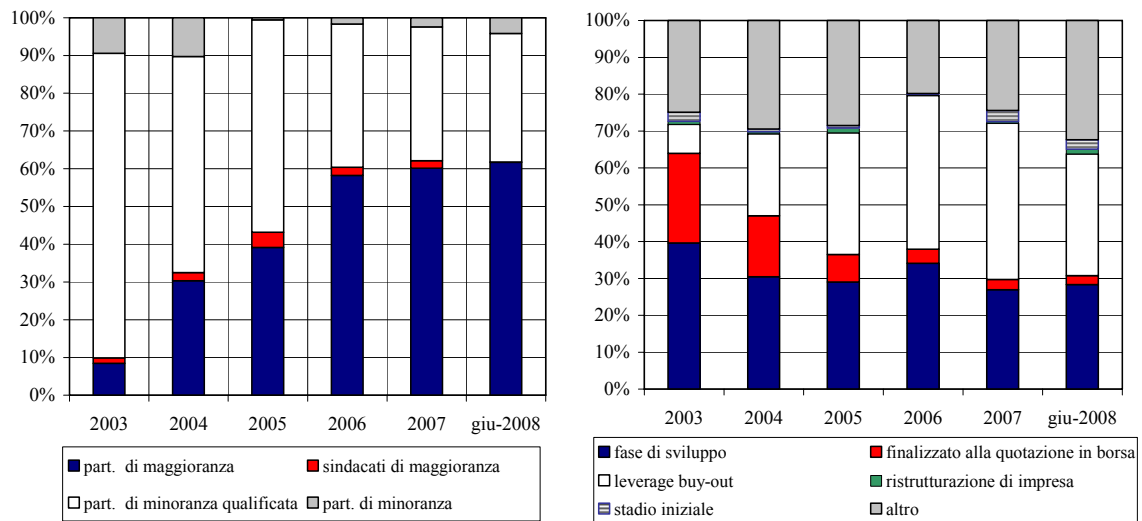
Composizione delle passività dei fondi di *private equity* di diritto italiano

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza.

Le partecipazioni azionarie detenute dai fondi di *private equity* italiani sono sempre più orientate a esercitare un'azione di controllo sulle società. Il peso degli investimenti finalizzati a favorire il ricambio del controllo con il ricorso all'indebitamento (*leverage buy out*) si è invece ridotto rispetto al 2007; si è ridotto anche il peso degli investimenti finalizzati alla quotazione in borsa (Fig. 69).

Fig. 69

Partecipazioni azionarie detenute dai fondi di *private equity* di diritto italiano

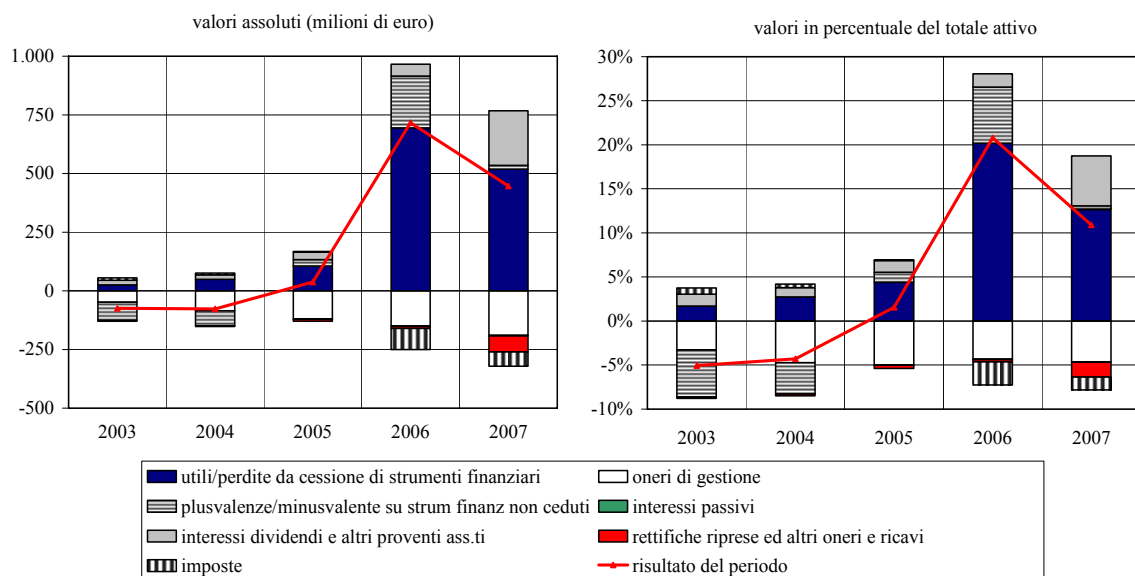


Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza.

Nel corso del 2006 e del 2007 l'approssimarsi della data di scadenza naturale di alcuni dei principali fondi ha determinato una accelerazione dell'attività di cessione di partecipazioni, facendo emergere risultati di gestione positivi (Fig. 70).

Fig. 70

Rendiconto economico dei fondi di *private equity* di diritto italiano

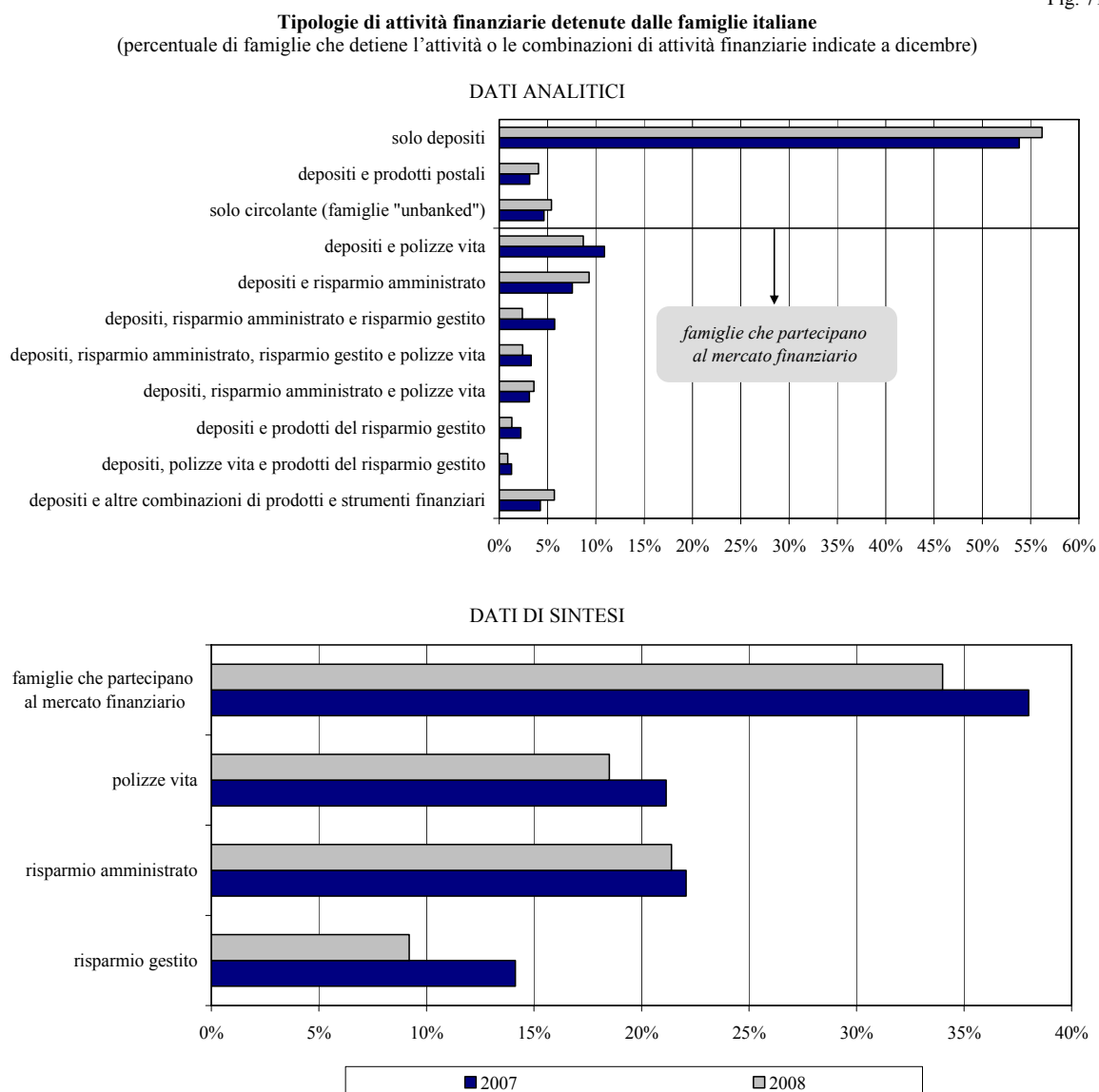


Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza.

3. Le famiglie

La situazione di turbolenza sui mercati finanziari ha determinato un aumento dell'avversione al rischio degli investitori *retail* e quindi un incremento della percentuale delle famiglie che non ha alcuna "esposizione" al mercato finanziario, ossia che detiene solo circolante, depositi o prodotti postali (66 per cento a dicembre 2008 contro 62 per cento a dicembre 2007) (Fig. 71).

Fig. 71

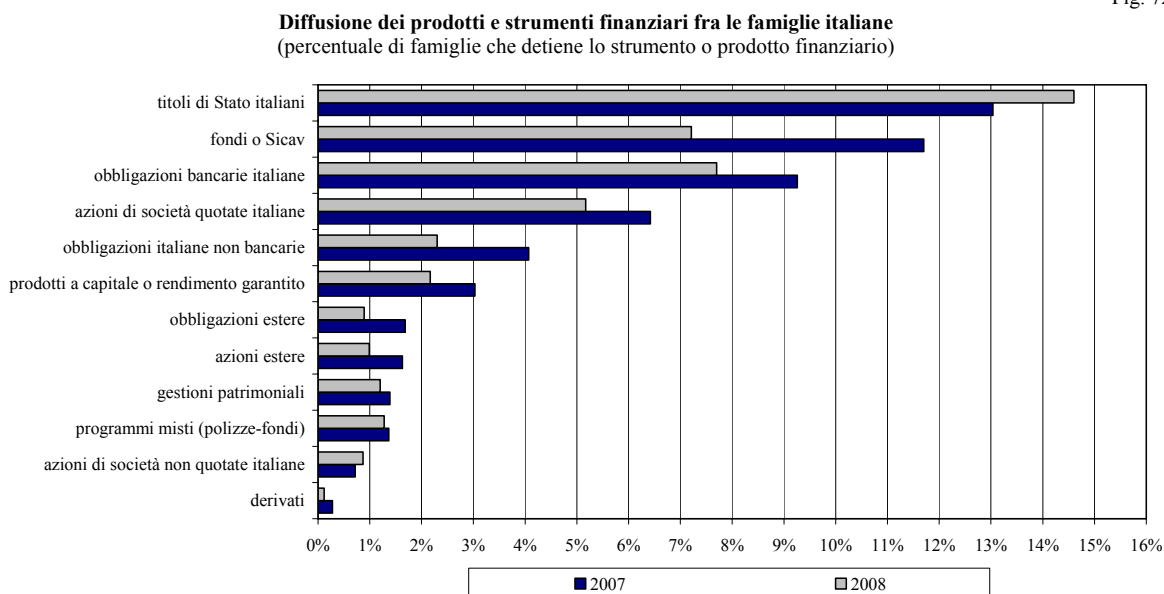


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche. I "depositi" includono i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute estere e i pronti contro termine; la voce "polizze vita" identifica le polizze *index* e *unit linked*, le polizze a capitalizzazione, le polizze multiramo, 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 il possesso di 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.

È significativamente diminuita la quota delle famiglie che detiene prodotti del risparmio gestito (dal 14 al 9 per cento), in linea con la dinamica della raccolta netta rappresentata nel precedente paragrafo. Subisce solo una lieve contrazione, invece, la percentuale delle famiglie che possiede strumenti finanziari (azioni, obbligazioni o titoli di Stato) in forma di risparmio amministrato (dal 22 al 21 per cento circa), mentre registra una riduzione più consistente della quota di famiglie che detengono prodotti del risparmio gestito di natura assicurativa e previdenziale (dal 21 al 18 per cento).

Per ciò che riguarda il grado di diffusione delle diverse categorie di strumenti e prodotti finanziari, nel 2008 si è notevolmente ridotta la percentuale di famiglie che possiedono fondi comuni (dal 12 al 7 per cento circa; Fig. 72). È diminuita anche la percentuale di famiglie che detengono azioni di società quotate italiane (dal 6,4 al 5,2 per cento) e obbligazioni bancarie italiane (dal 9,3 al 7,7 per cento), mentre è aumentato il grado di diffusione dei titoli di Stato italiani. Le obbligazioni bancarie sono diventate, comunque, il secondo strumento finanziario più diffuso fra le famiglie dopo i titoli di Stato italiani.

Fig. 72

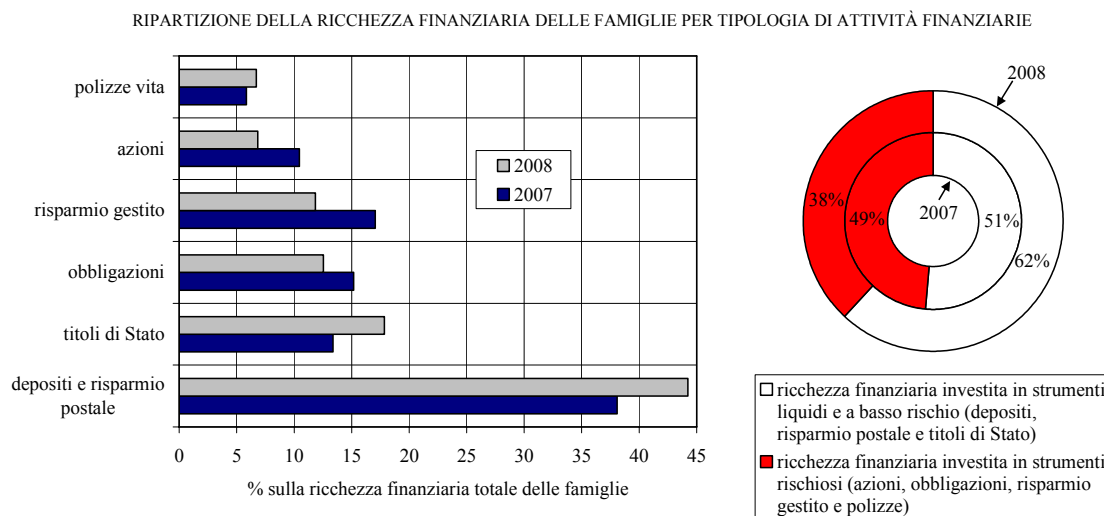


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche.

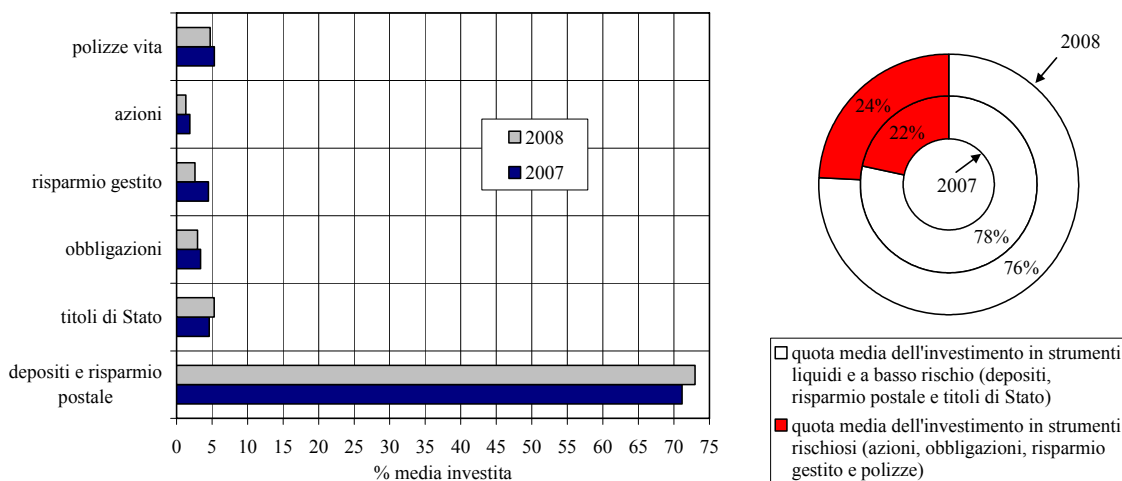
È possibile stimare che la quota dei depositi (bancari e postali, inclusi i certificati di deposito) sulla ricchezza finanziaria complessiva delle famiglie italiane è aumentata di circa 6 punti percentuali, passando dal 38 per cento circa a fine 2007 al 44 per cento circa a fine 2008, mentre la quota dei titoli di Stato è passata dal 13 al 18 per cento circa (Fig. 73); la quota delle obbligazioni (bancarie e *corporate*), invece, è scesa dal 15,2 al 12,5 per cento, quella delle azioni dal 10,5 al 6,8 per cento e quella dei prodotti del risparmio gestito (fondi e gestioni patrimoniali) dal 17,1 all'11,8 per cento.

Fig. 73

Composizione del portafoglio delle famiglie italiane



MEDIA SEMPLICE DELLA QUOTA DELLA RICCHEZZA FINANZIARIA INVESTITA NELLE SINGOLE TIPOLOGIE DI ATTIVITÀ FINANZIARIE



Fonte: stime su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche. La voce "depositi e risparmio postale" include i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute estere, i pronti contro termine, i certificati di deposito e i buoni postali fruttiferi e altri prodotti postali diversi dal conto corrente o libretto postale; 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 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 ricchezza finanziaria non comprende il circolante.

Complessivamente, quindi, si può stimare che a fine 2008 circa il 62 per cento della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane risultava investita in depositi e titoli di Stato, contro una quota del 51 per cento a fine 2007. Circa l'11 per cento della ricchezza finanziaria complessiva delle famiglie si è dunque spostata dai prodotti e strumenti più rischiosi (azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze finanziarie) ai depositi e ai titoli di Stato.

Considerando, invece, la media semplice della quota che ogni famiglia investe nelle varie tipologie di strumenti e attività finanziarie, le variazioni intervenute nel 2008 risultano assai più

ridotte. Questo risultato dipende tuttavia da due fattori strutturali che caratterizzano le scelte di portafoglio delle famiglie italiane: indipendentemente dalla crisi finanziaria, una quota molto elevata di famiglie italiane investe esclusivamente in depositi e titoli di Stato (75 per cento delle famiglie nel 2007); in secondo luogo, la rimanente quota di famiglie che investe anche in strumenti diversi dai depositi e dai titoli di Stato (cioè che detiene almeno uno strumento o prodotto finanziario "rischioso", quali azioni, obbligazioni, polizze vita o prodotti del risparmio gestito) si connota per un livello di ricchezza mediamente molto più elevato rispetto alle altre famiglie.

I dati a livello aggregato dipendono quindi in larga misura dai comportamenti delle famiglie con una ricchezza finanziaria più elevata, che dunque nel 2008 hanno venduto azioni, obbligazioni e prodotti del risparmio gestito per investire in depositi e titoli di Stato.

B

***L'ATTIVITÀ
DELLA CONSOB***

I – LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

1. L'informativa societaria

Nel corso del 2008 l'attività di vigilanza sul rispetto degli obblighi in materia di informativa societaria è stata molto intensa. Nel complesso, sono state formulate 656 richieste di trasmissione di dati e notizie alla Commissione ai sensi dell'art. 115 del Tuf, di cui 132 attraverso la convocazione dei rappresentanti legali delle società, e 168 richieste di pubblicazione di informazioni ai sensi dell'art. 114 del Tuf (Tav. 17).

Tav. 17

Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

Tipologia di interventi	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Richieste di informazioni ex art. 115, commi 1 e 2, Tuf						
<i>Assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate</i>	82	51	90	36	59	132
<i>Richieste di dati e informazioni</i>	317	43	213	201	151	392
<i>Richieste di conferma di partecipazioni rilevanti</i>	49	21	77	30	44	30
<i>Richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione</i>	31	12	47	28	48	102
Totale	479	127	427	295	302	656
Richieste di informazioni a società sul proprio azionariato ex art. 115 Tuf						
	33	39	13	12	14	12
Richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 Tuf						
<i>Integrazioni di notizie da fornire in assemblea</i>	18	15	6	11	5	11
<i>Integrazioni a documenti contabili periodici</i>	--	14	--	6	1	21
<i>Informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)</i>	46	82	69	129	100	90
<i>Informazioni periodiche mensili</i>	6	8	2	2	1	8
<i>Integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie</i>	1	1	--	4	3	8
<i>Integrazioni di documenti Opa</i>	4	4	17	6	49	30
Totale	75	124	94	158	159	168
Esoneri dalla comunicazione di dati e notizie ex art. 114, c.6, Tuf						
	10	11	2	25	3	5
Ritardi nella comunicazione di dati e notizie ex art. 114, c.3, Tuf						
	--	--	--	12	20	4
Richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di rumours						
	10	3	8	18	14	5
Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria						
	--	--	--	4	--	5
Accertamenti ispettivi nei confronti di società quotate						
<i>iniziati</i>	4	2	2	2	4	5
<i>conclusi</i>	4	2	2	2	1	5
Accertamenti ispettivi nei confronti di società di revisione						
<i>iniziati</i>	7	5	4	3	5	5
<i>conclusi</i>	4	8	3	4	2	5
Lettere di richiamo						
	3	--	--	1	1	--
Impugnative di bilancio						
	4	4	4	4	3	2

Tra le richieste di informazioni, 392 sono state effettuate al fine di valutare la completezza dei comunicati diffusi dagli emittenti, ovvero la correttezza e la trasparenza dell'informazione a disposizione del pubblico, anche a seguito della diffusione di notizie di stampa e rumour, talvolta associati ad andamenti anomali delle quotazioni. Ulteriori 102 richieste sono state finalizzate all'individuazione dei responsabili di omessi adempimenti informativi.

La complessa vicenda Alitalia ha sollevato rilevanti criticità sul piano informativo. In particolare le disposizioni di cui al d.l. 80 del 23 aprile 2008, convertito con modificazioni dalla legge 111 del 23 giugno 2008, avevano stabilito che, nel periodo intercorrente tra l'individuazione del soggetto e la presentazione dell'offerta per l'acquisizione del controllo della compagnia aerea, le attività finalizzate alla preparazione dell'offerta non avrebbero dato luogo a obblighi informativi ai sensi del Tuf. Il commissario straordinario, tuttavia, ha espresso la propria disponibilità a sottoporsi volontariamente agli adempimenti previsti dalla legge. La Consob, con nota del 16 settembre 2008, ha pertanto invitato il Commissario Straordinario a diffondere ogni possibile informazione ritenuta utile ad aggiornare il mercato sulla vicenda e comunque su quanto di interesse dell'emittente.

In data 31 ottobre, la Gestione Commissariale ha reso noto di aver ricevuto da Cai Spa un'offerta vincolante e successivamente ha fornito le informazioni di dettaglio relative all'oggetto dell'offerta e alle modalità di regolamento pattuite; in quella circostanza, pertanto, gli obblighi informativi gravanti sulle società quotate, a esclusione di quelli incompatibili con la procedura di amministrazione straordinaria, sono tornati applicabili nei confronti di Alitalia.

Il 24 novembre, inoltre, la Consob ha inviato una nota al Presidente del Consiglio dei Ministri, al Ministro dell'Economia e delle Finanze e al Ministro dello Sviluppo Economico nella quale è stato richiesto di conoscere se fossero in corso valutazioni circa possibili, connessi benefici a favore dei possessori delle azioni e delle obbligazioni emesse dalla società, al fine di individuare eventuali elementi da comunicare al pubblico.

La Commissione ha inoltre formulato ulteriori richieste di dati e notizie nel mese di dicembre, alle quali l'emittente ha ottemperato pubblicando il testo del parere legale di un proprio consulente in merito all'applicabilità della par condicio creditorum alla cessione a Cai e rendendo disponibili alcuni allegati alla Relazione sulle cause di insolvenza e al Programma di cessione, in precedenza oggetto di ommissis su autorizzazione del Tribunale di Roma.

Con riferimento alle segnalazioni di ritardo nella diffusione di notizie e dati rilevanti, complessivamente pari a 4, in un caso la Commissione ha richiesto la divulgazione delle informazioni, mentre nelle rimanenti 3 circostanze ha valutato corretto il rinvio al fine di assicurare agli emittenti la dovuta riservatezza.

Con riguardo alla pubblicazione di studi e raccomandazioni di investimento, l'attività di vigilanza dell'Istituto è stata tesa a verificare, come di consueto, il rispetto delle disposizioni in materia di correttezza delle informazioni contenute nelle ricerche, disclosure dei conflitti di interesse e modalità di diffusione.

Sulla base dell'esame delle notizie diffuse dagli organi di stampa e dell'andamento delle quotazioni, la Commissione è intervenuta in 5 casi chiedendo a intermediari autorizzati 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 contestuale sensibile variazione delle quotazioni di mercato degli strumenti finanziari oggetto delle raccomandazioni.

Nel corso del 2008, inoltre, sono state inviate agli emittenti quotati e ai soggetti controllanti numerose richieste informali di diffusione al pubblico di dati e notizie in relazione a indiscrezioni di stampa e andamenti anomali delle quotazioni. Tale modalità di intervento si è resa necessaria al fine di acquisire e far divulgare tempestivamente al pubblico le informazioni rilevanti.

Nel corso del 2008, sono state avviate ispezioni nei confronti di 5 società quotate.

Con riguardo a una società quotata operante nel settore delle telecomunicazioni e dell'information technology, l'attività ispettiva è stata volta ad acquisire documentazione e ogni elemento informativo utile ai fini della valutazione della correttezza dell'informativa resa al mercato e dell'attività di vigilanza svolta dal collegio sindacale. Particolare attenzione è stata posta alle attività connesse ai piani industriali approvati dal Consiglio di amministrazione della società, nonché alle attività aventi ad oggetto l'operatività con parti correlate e al sistema di controllo di gestione.

Nei confronti di un'altra società operante nel comparto della progettazione, realizzazione e gestione di servizi in outsourcing alle imprese, l'attività ispettiva è stata mirata ad acquisire documentazione e ogni elemento informativo utile ai fini della valutazione della correttezza dell'informativa resa al mercato relativamente al sistema di controllo di gestione (anche con riferimento alla predisposizione dei piani industriali propedeutici all'ammissione alla quotazione nonché del successivo piano industriale triennale), nonché a precedenti operazioni di carattere straordinario.

Meritano inoltre di essere segnalate le ispezioni svolte nei confronti di una società quotata e della sua controllante, al fine di avere chiarezza in ordine a notizie e rumours ripresi anche dalla stampa nazionale. In particolare, sono stati svolti accertamenti on-site presso le predette società per acquisire ogni utile elemento informativo in ordine a contatti, incontri, trattative formali e/o informali riguardanti la possibile cessione da parte della controllante della partecipazione nella società quotata, ovvero offerte o manifestazioni di interesse ricevute dalla stessa controllante per la cessione della propria partecipazione nella controllata quotata.

Nel 2008 è stata avviata la vigilanza su base campionaria che, coerentemente con i principi emanati dal Cesr, prevede la selezione con cadenza annuale di un campione di società da sottoporre ad analisi più approfondita per i profili concernenti l'informazione finanziaria resa al pubblico (Riquadro 2).

La vigilanza su base campionaria non esclude che la Consob possa attivarsi anche nei confronti di società non appartenenti al campione, qualora lo reputi necessario. A partire dal mese di settembre, la Commissione ha infatti avviato l'esame di tutte le società quotate del settore immobiliare, a fronte del razionamento delle risorse destinabili al finanziamento delle opere in corso e della contrazione della domanda accompagnata, almeno in alcune aree geografiche, dalla riduzione dei prezzi.

Riquadro 2

La vigilanza su base campionaria

In tema di vigilanza sull'informativa societaria, nel 2008 si è data attuazione per la prima volta all'art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti. Tali disposizioni sono state introdotte sulla base delle previsioni dell'art. 118-*bis* del Tuf, secondo il quale “*La Consob stabilisce con regolamento, tenuto conto dei principi internazionali in materia di vigilanza sull'informazione societaria, le modalità e i termini per il controllo dalla stessa effettuato sulle informazioni comunicate al pubblico ai sensi di legge, comprese le informazioni contenute nei documenti contabili, dagli emittenti quotati*”.

La finalità dell'art. 118-*bis* del Tuf, esplicitata nella Relazione accompagnatoria alla legge, è quella di “*assicurare che l'informazione fornita al mercato sia sempre, nel suo complesso, regolarmente aggiornata e corrispondente all'attuale situazione della società, senza pregiudizio per gli obblighi di informazione e di comunicazione, specificatamente imposti dall'articolo 114 del Testo Unico*”.

L'attività di vigilanza può articolarsi tuttavia in azioni complesse che richiedono tempi di analisi e reazione non brevi. In applicazione dell'approccio di analisi costi-benefici, in ambito comunitario si è ritenuto pertanto che i controlli debbano essere effettuati su base campionaria, tenendo conto delle valutazioni del rischio di violazione delle regole.

Il Regolamento Emittenti precisa che almeno un quinto delle società quotate da sottoporre a vigilanza viene definito annualmente sulla base di un approccio *risk-based*; si applicano invece modelli di selezione casuale per l'estrazione di un campione pari ad almeno un quinto degli emittenti per i quali non esistono rischi significativi.

Ai fini dell'estrazione del campione di società da sottoporre a vigilanza secondo l'approccio *risk-based*, la Commissione ha individuato i parametri che possono segnalare situazioni di potenziale criticità, quali: i) dati economico-patrimoniali e finanziari; ii) attività sui titoli; iii) segnalazioni ricevute dall'organo di controllo e dal revisore dell'emittente; iv) informazioni significative ricevute da altre amministrazioni o soggetti interessati; v) informazioni finanziarie di particolare rilievo desumibili da fenomeni di mercato come, ad esempio, l'andamento dei *Credit default swap* (Cds), i giudizi degli analisti, il rating; vi) elementi di *corporate governance*, afferenti al rispetto dei diritti delle minoranze, al presidio delle operazioni con parti correlate, al corretto funzionamento del sistema di controllo di gestione.

Coerentemente alle raccomandazioni del *Financial Stability Forum* e alle indicazioni dell'*International Accounting Standards Board* (Iasb), particolare attenzione viene prestata, inoltre, a taluni aspetti critici della rendicontazione contabile, tra i quali l'adeguatezza e completezza delle norme sulla valutazione degli strumenti finanziari, nonché l'informazione fornita in merito ai rischi collegati agli strumenti finanziari posseduti.

La documentazione di tutte le società inserite nel campione viene sottoposta a una ricognizione completa ai fini della verifica del rispetto della normativa vigente in tema di trasparenza finanziaria e correttezza contabile. Sono, tuttavia, esclusi dal controllo a campione i documenti soggetti ad autorizzazione da parte della Consob (come i prospetti e i documenti di offerta), per i quali il controllo dell'Autorità di vigilanza si esplica in tempi e forme diversi, e i comunicati *price sensitive*, che assolvono alla finalità di fornire con immediatezza tutti gli elementi necessari a colmare eventuali asimmetrie informative.

Gli interventi della Commissione, compiuti ai sensi degli articoli 114 e 115 del Tuf, pur nel rispetto delle peculiarità di ciascuna situazione, hanno riguardato principalmente la complessiva situazione finanziaria delle società interessate, con particolare riferimento all'indebitamento e a eventuali trattative con i finanziatori per la rinegoziazione del debito; la descrizione dei principali progetti di sviluppo del patrimonio immobiliare; lo stato di avanzamento di eventuali cessioni rilevanti o processi di dismissione degli *asset* immobiliari; la prevedibile evoluzione della gestione; la classificazione e valutazione degli immobili nel bilancio e i tempi di definizione dei piani industriali.

Ad esempio, nel dicembre 2008 la Consob ha richiesto a PiniFarina Spa di diffondere, con apposito comunicato stampa da diramarsi a seguito della riunione del Cda, alcune informazioni relative, fra l'altro, allo stato di evoluzione delle trattative con le banche per la ristrutturazione dei debiti finanziari e ai contenuti del nuovo Piano industriale e finanziario.

La società ha chiesto, tuttavia, di prorogare la scadenza di tale obbligo informativo alla fine del mese, poiché la diffusione anticipata di notizie nel corso di delicate trattative con le banche avrebbe potuto comprometterne il perfezionamento. A seguito dell'audizione del rappresentante legale della società, la Commissione ha accolto la richiesta di posticipare la comunicazione.

Nell'ottobre 2008, a seguito delle forti turbolenze che hanno interessato i mercati finanziari e ai timori che gli andamenti negativi dei principali titoli fossero da ricondurre a smobilizzi di partecipazioni rilevanti, la Consob, attivando i poteri di cui all'art. 115 del Tuf, ha richiesto informazioni a tutti gli azionisti con partecipazioni azionarie superiori al 2 per cento del capitale delle società facenti parte dell'indice S&P/Mib.

Tali richieste hanno riguardato, oltre all'aggiornamento della partecipazione detenuta anche informazioni circa l'eventuale titolarità di altri strumenti finanziari o contratti che attribuiscono il diritto di acquistare o vendere azioni. È stato inoltre chiesto agli azionisti di comunicare le variazioni dello 0,5 per cento delle partecipazioni, nonché ogni modifica intervenuta in relazione ad altri elementi informativi.

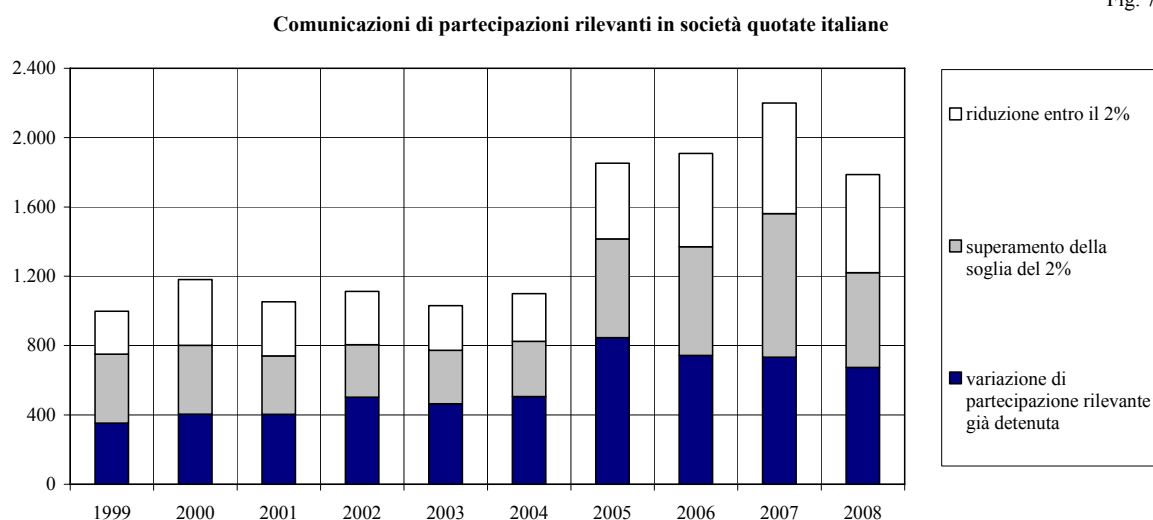
Analoga richiesta è stata formulata anche agli azionisti che, pur detenendo singolarmente una partecipazione inferiore al due per cento del capitale della società interessata, partecipavano a un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 del Tuf avente ad oggetto azioni di società inserite nell'indice S&P/Mib.

Le richieste hanno riguardato complessivamente circa 130 soggetti, di cui quasi la metà di diritto estero (Regno Unito, Stati Uniti e Lussemburgo). Dalle comunicazioni pervenute, non sono emersi tuttavia elementi di particolare rilievo.

Il numero complessivo di comunicazioni di variazioni di partecipazioni rilevanti si è ridotto del 19 per cento circa, passando da 2.200 nel 2007 a 1.787 nel 2008 (Fig. 74).

Nel 2008, significativa attenzione è stata dedicata all'esame dei documenti informativi (pari a 17) e dei comunicati stampa (pari a 13) diffusi in occasione del compimento di operazioni con parti correlate (Tav. 18 e Tav. 19).

Fig. 74



Tav. 18

Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2008 da società quotate - documenti informativi

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Maffei	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società controllata da società quotata e società controllante società quotata
Uniland	Aumento di capitale riservato con esclusione del diritto di opzione	Fra società quotata e società controllante
Mediolanum	Cessione di una partecipazione	Fra società quotata e società controllata
IWBank	Aumento di capitale della società controllata	Fra società quotata e società controllata
Pramac	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società quotata e società controllata
Poligrafici Editoriale	Cessione di immobile	Fra società quotata e società controllata
Mariella Burani-Antichi Pellettieri	Contratto di finanziamento	Fra società quotata e società controllata quotata
Enia	Acquisizione di partecipazione totalitaria	Fra società quotata e socio rilevante
Gemina	Contratto di finanziamento per cassa	Fra società quotata e soci rilevante
IWBank	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società entrambe soggette a comune controllo di società quotata
Carraro	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società quotata e società controllata
Exprivia	Acquisizione di partecipazione totalitaria	Fra società quotata e società sottoposta a comune controllo
Yorkville	Sottoscrizione di contratti	Fra società quotata, società sottoposta a comune controllo e società azionista rilevante
Ratti	Cessione di immobile	Fra società quotata e società sottoposta a comune controllo
Marcolin	Contratti di licenza	Fra società quotata e società i cui amministratori e soci rilevanti sono amministratori della società quotata
Omnia Network	Aumento di capitale della controllata	Fra società quotata e società controllata
Enia	Cessione di partecipazione	Fra società quotata e socio rilevante

Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2008 da società quotate - comunicati stampa

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
De Longhi	Cessione di alcune partecipazioni	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Exprivia	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Damiani	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Ducati	Fusione per incorporazione a seguito di OPA dell'azionista di controllo	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Milano Assicurazioni	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata da soggetti riconducibili all'azionista di controllo della società quotata
Milano Assicurazioni Fondiaria Sai	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra le società quotate e altra società controllata da soggetti riconducibili all'azionista di controllo della società quotata
Banca Generali	Cessione di una partecipazione	Fra le società quotate e altra società controllata da soggetti riconducibili all'azionista di controllo della società quotata
Datalogic	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Ifi Ifil	Fusione per incorporazione della controllata nella controllante	Fra due società quotate controllate dallo stesso azionista
Alerion	Cessione di partecipazioni	Fra la società quotata e altra società partecipata da soggetti partecipanti al patto di sindacato della società quotata
GreenergyCapital	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Immobiliare Lombarda Fondiaria Sai Milano Assicurazioni	Fusione per incorporazione a seguito di OPA dell'azionista di controllo	Fra società quotate sottoposte al controllo dello stesso azionista
Guala Closures	Fusione per incorporazione a seguito di OPA dell'azionista di controllo	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata

I documenti informativi hanno riguardato prevalentemente conferimenti di rami d'azienda, cessioni di partecipazioni azionarie, stipula di contratti e aumenti di capitale.

Con riferimento ai comunicati stampa diffusi immediatamente dopo la conclusione delle operazioni, la Commissione ha richiesto la pubblicazione di ulteriori dati e notizie in 7 casi, concernenti rispettivamente 3 operazioni relative a fusioni per incorporazione, un'offerta pubblica di acquisto finalizzata al delisting dei relativi strumenti finanziari e 3 acquisizioni/cessioni di attività di rilievo.

In particolare, sono state richieste informazioni in merito ai rischi connessi ai potenziali conflitti di interessi delle parti correlate coinvolte, alle ragioni e alla convenienza economica dell'operazione, nonché alle modalità con le quali era stato assicurato il coinvolgimento degli amministratori indipendenti.

Nel corso dell'anno la Commissione ha proceduto a effettuare due aggiornamenti dell'elenco degli emittenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante (al 1° gennaio e al 1° luglio). Ai primi di luglio, l'elenco includeva 92 emittenti strumenti finanziari diffusi, in prevalenza banche popolari e casse di risparmio (Tav. 20).

La Consob valuterà il possesso dei requisiti previsti dall'art. 2-bis del Regolamento Emittenti per l'inserimento di Alitalia nell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi, sia con riferimento alle azioni che alle obbligazioni, in seguito alla comunicazione inviata da Borsa Italiana il 14 gennaio 2009 di avvio della procedura di revoca dalla quotazione sul mercato Mta delle azioni ordinarie e delle obbligazioni convertibili emesse dalla società. L'eventuale inclusione nell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi comporterà per la società l'applicabilità dei poteri della Consob previsti dagli artt. 114 e 115 del Tuf e degli obblighi compatibili con la disciplina dell'amministrazione straordinaria.

Tav. 20

Emittenti con strumenti finanziari diffusi
(situazione al 01.07.2008)

Tipologia di strumenti finanziari	Numero emittenti
Azioni ordinarie	74
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	2
Obbligazioni non convertibili	2
<i>Totale</i>	<i>92</i>

2. L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e di finanza straordinaria

Nel corso del 2008 la Commissione ha rilasciato il provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione di 1.571 prospetti informativi, di cui oltre 400 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. 21).

Nel corso dell'anno sono stati approvati 17 prospetti relativi all'ammissione a quotazione di titoli azionari. Rispetto al 2007 il numero di offerte finalizzate alla quotazione di azioni di nuove società ha registrato una contrazione significativa (passando da 34 a 12); l'offerta inoltre non è stata effettuata o non ha avuto esito positivo in 5 casi.

Nel corso del 2008, la Consob ha approvato 23 prospetti relativi a offerte di titoli non quotati di emittenti italiani, di cui 13 relativi a emittenti diffusi, 2 ad azioni di società non quotate né diffuse e 8 a costituende banche.

La Commissione ha autorizzato la pubblicazione del prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di vendita di azioni ordinarie emesse da Immit (Immobili Italiani Spa) finalizzata all'ammissione alle negoziazioni sull'Mta. L'operazione assumeva particolare rilevanza in quanto la società intendeva acquisire lo status di quotata al fine di beneficiare della speciale disciplina prevista per le Siiq (Società di Investimento Immobiliare Quotate).

Tav. 21

Vigilanza in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria						
Tipologia	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Numero di prospetti informativi relativi a:						
Ammissione a quotazione di titoli azionari ¹	14	8	19	36	38	17
<i>di cui tramite offerta</i>	<i>4</i>	<i>8</i>	<i>15</i>	<i>26</i>	<i>27</i>	<i>9</i>
Prestiti obbligazionari	28	4	18	711	1.163	986
<i>di cui: prospetti base</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>535</i>	<i>870</i>	<i>639</i>
<i>prospetti informativi</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>143</i>	<i>115</i>	<i>45</i>
<i>documenti di registrazione e supplementi</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>33</i>	<i>178</i>	<i>302</i>
Emissione di covered warrants ³ e certificates	26	17	37	32	109	99
Ammissione a quotazione di warrants	8	--	10	1	3	2
Altre offerte relative a titoli quotati ⁴	1	1	2	--	--	--
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani ⁵	2	5	7	6	18	23
Offerte ai dipendenti ⁶	35	28	26	--	--	--
Offerte in opzione ai soci ⁷	10	2	5	23	14	16
Oicr ⁸	268	374	374	397	422	428
<i>Totale</i>	<i>392</i>	<i>439</i>	<i>498</i>	<i>1.205</i>	<i>1.767</i>	<i>1.571</i>
Numero di relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria:						
Fusioni	44	34	30	31	15	10
Scissioni	10	5	3	--	1	2
Aumenti di capitale sociale ⁹	66	68	47	49	33	29
Acquisto/alienazione azioni proprie	93	90	91	44	41	79
Modifiche statutarie	85	302	79	63	101	69
Conversione azioni	3	4	4	1	2	--
Emissioni obbligazioni	9	7	6	2	2	3
Riduzione capitale sociale	13	14	8	4	3	5
<i>Totale¹⁰</i>	<i>323</i>	<i>524</i>	<i>268</i>	<i>194</i>	<i>198</i>	<i>197</i>

¹ 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. ² In un caso si è trattato di un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione. ³ Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più "serie" di covered warrants. ⁴ Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione a quotazione. ⁵ Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. ⁶ 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. ⁷ Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati warrant e obbligazioni convertibili). ⁸ 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. Per gli anni fino al 2006 il dato comprende anche le offerte di adesione a fondi pensione che dal 2007 non rientrano più negli ambiti di vigilanza della Consob. ⁹ Il dato si riferisce anche a operazioni di aumento di capitale deliberate ma non effettuate (o effettuate in un momento successivo). ¹⁰ Il numero complessivo di relazioni non corrisponde alla somma delle singole fattispecie in quanto alcune relazioni hanno più oggetti.

Nel corso dell'istruttoria, particolare attenzione è stata dedicata all'applicabilità della nuova disciplina giuridica delle Siiq nei confronti di Immit, e in particolare alla ricorrenza degli specifici requisiti (in termini di controllo azionario, flottante, composizione del patrimonio e dei ricavi) necessari per poter beneficiare delle agevolazioni fiscali.

L'offerta di azioni ordinarie emesse da Immit, tuttavia, non ha avuto esito positivo a causa delle difficili condizioni di mercato.

Talune criticità connesse all'applicazione dei principi contabili internazionali sono emerse in occasione di un'operazione di sollecitazione finalizzata alla quotazione di una nuova società sul Mercato Expandi e di un aumento di capitale in opzione di una società già quotata.

Best Union aveva predisposto e approvato il bilancio individuale per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2007 in conformità ai principi contabili italiani. A seguito dell'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni nel mercato Expandi, la società sarebbe stata tenuta alla redazione del bilancio individuale per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008 in conformità ai principi contabili internazionali. L'adozione di tali principi comportava una riduzione del patrimonio netto al 31 dicembre 2008 rispetto al patrimonio netto risultante dal bilancio individuale al 31 dicembre 2007, in considerazione del diverso trattamento contabile a cui sarebbe stata assoggettata un'operazione di acquisizione effettuata in precedenza. La società riteneva tuttavia che, per effetto dell'aumento di capitale collegato all'offerta globale, la riduzione del patrimonio netto potesse essere compensata dal ricavato dell'offerta. Le conseguenze dell'adozione dei principi contabili internazionali e le valutazioni della società in merito sono state pubblicate nel prospetto informativo.

L'aumento di capitale in opzione della società Exprivia ha evidenziato criticità relativamente all'informazione da rendere rispetto al consolidamento di due società effettuato alla data di stipula dei contratti preliminari, ossia nel mese di agosto, pur essendo stata l'acquisizione perfezionata nel mese di novembre. Tale scelta ha determinato un significativo incremento dei risultati dell'esercizio 2007, soprattutto in termini reddituali. Il principio contabile internazionale (Ias 27) prevede tuttavia che il consolidamento parta dal momento in cui l'acquirente ottiene l'effettivo controllo dell'entità acquisita, ossia il potere di indirizzarne le politiche finanziarie e gestionali al fine di ottenere i benefici dalle sue attività. Si è pertanto richiesto di chiarire su quali basi la società ha ritenuto sussistenti le condizioni previste dal principio contabile e delle stesse si è data adeguata informativa nel prospetto.

Un'ulteriore criticità ha riguardato l'applicazione dell'impairment test, rispetto alla quale è stato richiesto di esplicitare nel prospetto il criterio utilizzato e le principali assunzioni adottate nella determinazione del valore d'uso delle attività oggetto di valutazione.

Nel corso del 2008 la Commissione ha approvato 1.085 prospetti relativi a offerte pubbliche e/o ad ammissioni alla quotazione di prodotti finanziari, diversi dalle azioni, emessi da enti creditizi. Dette approvazioni sono riconducibili a 986 documenti (prospetti informativi, prospetti di base, documenti di registrazione e supplementi) relativi a prestiti obbligazionari e a 99 prospetti relativi a *covered warrant* e *certificates*.

Con riguardo alle approvazioni relative ai soli prestiti obbligazionari, 639 documenti sono rappresentati da prospetti di base, 45 da prospetti informativi e 302 da documenti di registrazione e supplementi. La maggior parte delle autorizzazioni rilasciate è relativa alla sola attività di sollecitazione (circa il 95 per cento), mentre quelle relative ad ammissione a quotazione e alla sollecitazione e ammissione a quotazione sono state pari rispettivamente all'1 e al 4 per cento.

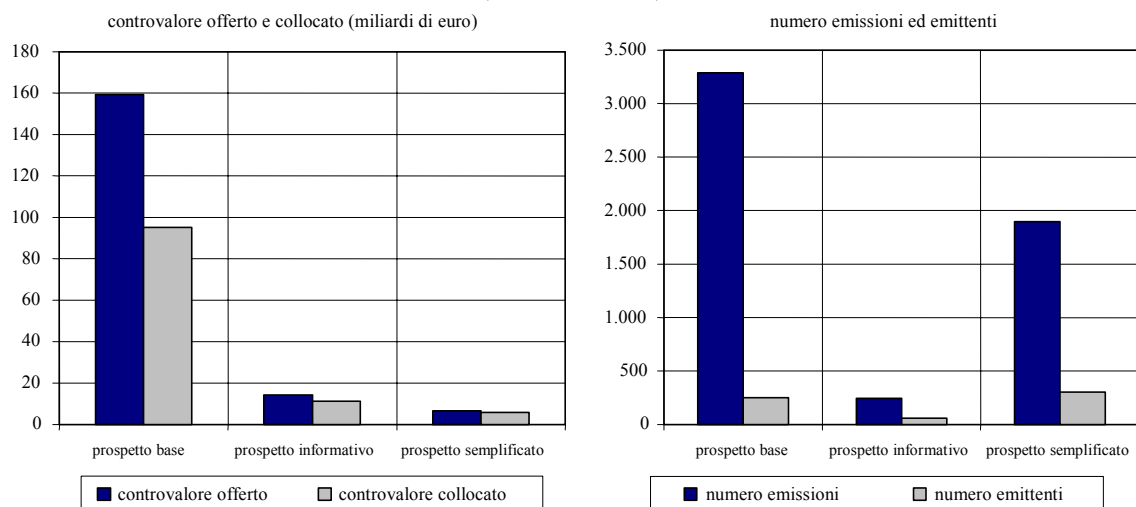
Sono stati inoltre depositati presso la Consob 2.023 prospetti semplificati e circa 750 documenti (prospetti e supplementi) muniti del cosiddetto passaporto europeo.

Con riferimento al comparto delle obbligazioni bancarie, nel 2008 il numero di emissioni complessive si è attestato a circa 5.400 per un controvalore pari a circa 112 miliardi di euro.

In particolare, più di un terzo delle emissioni è stato collocato tramite prospetto semplificato (Fig. 75). In termini di controvalore, tuttavia, la maggior parte delle emissioni è stata collocata utilizzando il prospetto base (circa 95 miliardi di euro), seguono i collocamenti tramite prospetto informativo, cosiddetto stand alone, e prospetto semplificato (rispettivamente per 11 e 5,7 miliardi di euro).

Fig. 75

Emissioni di obbligazioni di banche italiane soggette alla disciplina della sollecitazione
(dati relativi al 2008)

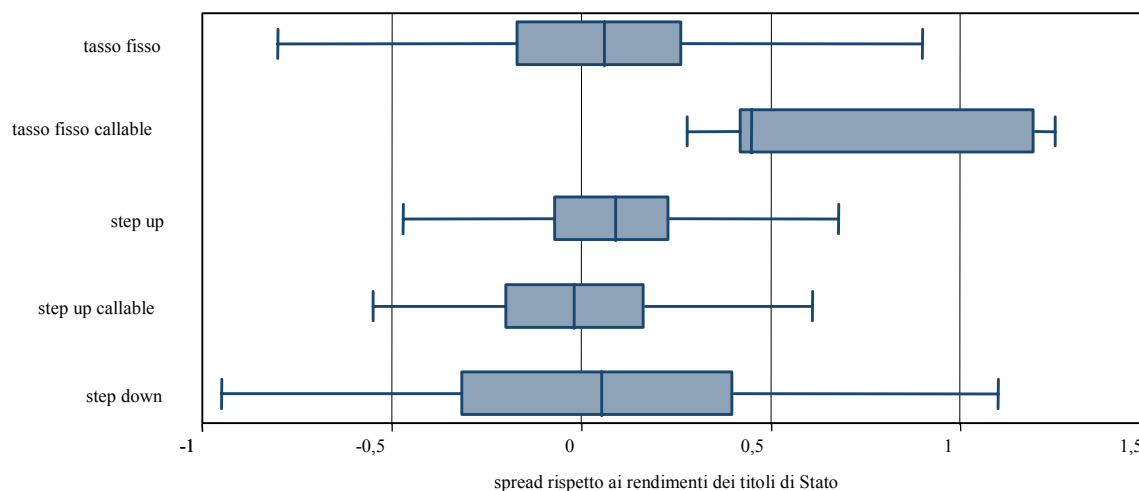


Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

Sulla base dei dati riportati nei prospetti e nelle condizioni definitive, nel 2008 i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono risultati in media allineati a quelli dei titoli di Stato con analoga vita residua (Fig. 76); solo i rendimenti delle obbligazioni cosiddette *callable*, che prevedono la facoltà di rimborso anticipato per la banca emittente, risultano in media superiori a quelli dei titoli di Stato (solo nell'ipotesi, tuttavia, che la banca non eserciti la facoltà di rimborso nel corso della vita del prestito).

Fig. 76

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 2008 presso investitori non professionali composto da 1.061 obbligazioni ordinarie a tasso fisso, 5 obbligazioni a tasso fisso con opzione di rimborso anticipato (tasso fisso *callable*), 148 obbligazioni con cedola crescente (*step up*), 51 obbligazioni con cedola crescente e opzione di rimborso anticipato (*step up callable*) e 52 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.

Talune operazioni di aumento di capitale sociale di emittenti quotati effettuate nel corso del 2008 hanno sollevato significativi profili di criticità per l'attività di vigilanza informativa.

Tra queste merita di essere menzionata l'operazione posta in essere dalla società I Viaggi del Ventaglio, consistente nella quotazione di azioni rivenienti da un aumento di capitale riservato a un unico investitore. Tale operazione rientra nella tipologia di aumenti di capitale, con esclusione del diritto di opzione, disciplinati dall'art. 2441, commi 4 e 5, c.c., realizzati in base ad accordi complessi denominati Stand-by Equity Distribution Agreement (*Seda*) e Step-up Equity Financing (*Sef*). In questa circostanza, dopo aver rilevato carenze informative e profili di criticità peraltro già riscontrati in occasione di operazioni analoghe, la Commissione ha specificato, con una Comunicazione, gli obblighi informativi ai quali devono adempiere gli emittenti e gli investitori che realizzano questa tipologia di operazioni (si veda il successivo Capitolo V "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali").

Un'altra operazione significativa ha riguardato l'aumento di capitale in opzione, e la quotazione delle azioni rivenienti dall'aumento, effettuato da Banca Carige Spa. L'operazione era finalizzata a finanziare l'acquisizione di 78 sportelli bancari dal Gruppo Intesa Sanpaolo, per un controvalore di circa un miliardo di euro.

Alla data del prospetto, erano in corso accertamenti da parte di Isvap e Banca d'Italia, dai quali risultavano carenze nell'assetto organizzativo e gestionale della banca e delle controllate assicurative, nelle procedure di gestione del rischio di credito e nell'adeguatezza delle riserve

tecniche a copertura degli impegni delle società assicurative. Con riferimento a tali risultanze, la Commissione ha richiesto informazioni integrative rispetto a quelle riportate nel prospetto.

Nel corso dell'anno, la vigilanza informativa si è esplicata, come di consueto, anche in occasione delle operazioni straordinarie di società quotate.

Un caso di particolare rilievo si riferisce alle operazioni poste in essere dalla società Yorkville, che dal 2004 è assoggettata agli obblighi di informativa mensile relativamente alla situazione gestionale e finanziaria, nonché alle operazioni con parti correlate. Tali operazioni prevedevano l'esecuzione di un contratto Seda con la società controllante, a condizione che l'assemblea straordinaria approvasse un aumento di capitale con emissione di warrant gratuiti da assegnarsi alla controllante stessa, e la stipula di un contratto di consulenza (con la controllante medesima). Le operazioni presentavano profili di criticità informativa in quanto si trattava di contratti con parti correlate stipulati da una società in condizioni di tensione economico-finanziaria. Al fine di assicurare la più ampia e completa informativa in merito sia ai contenuti dei contratti di consulenza e di finanziamento, sia alle valutazioni degli stessi contratti da parte degli organi di amministrazione e controllo, la Commissione ha richiesto di integrare l'informativa da rendere in assemblea e il documento redatto ai sensi dell'art. 71-bis, relativo a operazioni concluse con parti correlate.

Tra le operazioni di aumento di capitale che hanno interessato il comparto bancario risultano particolarmente significative quelle eseguite da Banca Monte dei Paschi di Siena e Unicredit (il cui controvalore è pari, rispettivamente, a 9 e 7 miliardi di euro).

Tali operazioni si caratterizzano entrambe per l'intervento di investitori istituzionali a garanzia del collocamento. In particolare Banca Monte dei Paschi di Siena, che ha effettuato l'operazione nel mese di maggio per finanziare l'acquisizione di Banca Antonveneta, oltre a stipulare un contratto di garanzia con talune banche d'affari ha riservato una quota dell'aumento di capitale (circa un miliardo di euro), con esclusione del diritto di opzione, a un investitore istituzionale. Quest'ultimo ha utilizzato le azioni di nuova emissione a copertura di un prestito obbligazionario convertibile.

Nel caso di Unicredit l'aumento di capitale, realizzato come misura di rafforzamento patrimoniale, è stato garantito dall'impegno dei maggiori azionisti a sottoscrivere i titoli di nuova emissione e dalla contestuale sottoscrizione da parte di taluni investitori istituzionali di obbligazioni convertibili nelle azioni oggetto di garanzia.

Con riferimento a tali operazioni, l'attività di vigilanza si è concentrata, tra l'altro, sulla disclosure delle situazioni economico-patrimoniali degli offerenti e delle caratteristiche delle garanzie che assistevano l'aumento di capitale.

Nel corso del 2008 la Consob ha formulato 6 giudizi di equivalenza ai sensi dell'art. 57 del Regolamento Emittenti. In questi casi, i documenti pubblicati sulla base delle suddette disposizioni consentono l'esenzione dalla pubblicazione del prospetto di quotazione.

Uno di questi giudizi ha riguardato un'operazione di fusione, in particolare l'ipotesi regolata dal comma 1-bis dell'art. 57, riferita al caso in cui l'entità degli attivi della società quotata incorporante, diversi dalle disponibilità liquide e dalle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni, è inferiore al 50 per cento dell'entità dei corrispondenti attivi della società incorporata non quotata.

L'operazione in esame, oltre a essere la prima rientrante nella tipologia di cui al comma 1-bis, presentava taluni aspetti problematici relativi alla situazione di squilibrio patrimoniale, economico e finanziario della società quotata coinvolta, all'assenza di una serie storica significativa dei dati economici e finanziari della società incorporata, alla presenza di criticità nel controllo di gestione. Gli interventi sul documento informativo della fusione e sul documento successivamente pubblicato a integrazione e aggiornamento del primo sono stati finalizzati a fornire la più ampia disclosure in tema di operatività del controllo di gestione, determinazione dei criteri con i quali è stato definito il valore delle società interessate dalla fusione, verifiche dello sponsor sui risultati previsionali dell'entità risultante dalla fusione.

Un giudizio di equivalenza è stato pronunciato, per la prima volta, con riferimento a una scissione.

Il disposto dell'art. 57, comma 1, lett. d), del Regolamento Emittenti fa riferimento soltanto a ipotesi di fusione. La norma, tuttavia, traspone sul punto l'art. 4 della Direttiva 2003/71/CE (cosiddetta direttiva Prospetto), per cui la stessa va interpretata anche alla luce degli orientamenti degli organi preposti al coordinamento dell'attività delle autorità nazionali di regolamentazione e vigilanza sui mercati finanziari. Il Cesr, nell'ambito dell'aggiornamento periodico del documento "Q and A", "Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by Cesr Members", ha riconosciuto che l'esenzione prevista dalla direttiva Prospetto può essere concessa a qualsiasi fusione/scissione per la quale l'offerta pubblica è formulata secondo il disposto della direttiva stessa e la normativa italiana richiede un'informativa equivalente.

Come noto, in occasione di una scissione il codice civile prevede che siano redatti documenti analoghi a quelli previsti in caso di fusione. Con riferimento a fusioni e scissioni, inoltre, l'emittente azioni è tenuto, ai sensi dell'art. 70, comma 4, del Regolamento Emittenti, a mettere a disposizione del pubblico un documento informativo contenente notizie particolareggiate sulla operazione, nonché sulle situazioni patrimoniali e i conti economici pro-forma dei soggetti partecipanti a tale operazione. Pertanto, anche in caso di scissione si rinvergono le stesse condizioni che rendono possibile l'esenzione dal prospetto in occasione di una fusione.

Nel corso del 2008, la Commissione ha approvato 21 documenti di offerta (a fronte dei 29 pubblicati nel 2007) aventi ad oggetto 19 offerte pubbliche d'acquisto e 2 offerte pubbliche di acquisto e scambio (Tav. 22).

**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 2008**

	Su azioni quotate			Su obbligazioni e warrant	Su azioni non quotate	Totale
	Ordinarie	Risparmio	Privilegiate			
Volontarie	14			1		15
Preventive						
Successive	4					4
Residuali	2					2
Su azioni proprie						
<i>Totale</i>	20			1		21
Obbligo/Diritto di acquisto ¹	5					26

¹Documenti integrativi finalizzati ad assolvere agli adempimenti informativi connessi all'Obbligo/Diritto di acquisto ex artt. 108 e 111 del Tuf.

Ad eccezione di due operazioni, le offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 2008 hanno avuto ad oggetto strumenti finanziari quotati con lo scopo, espressamente dichiarato da parte dell'azionista di maggioranza, di addivenire al delisting degli stessi anche mediante le modalità previste dall'art. 108, commi 1 e 2, e dall'art. 111, comma 1 del Tuf disciplinanti rispettivamente l'obbligo di acquisto e il diritto di acquisto.

Tra le motivazioni sottese al delisting, si citano l'ingresso di soci privati (ad esempio, fondi di private equity) nel capitale della società target, ovvero la riorganizzazione del gruppo di appartenenza che l'offerente ha ritenuto potesse essere attuata più agevolmente in presenza di un assetto proprietario concentrato e senza dover sostenere i vincoli e i costi connessi alla quotazione.

Nel corso dell'anno è stata inoltre consentita la pubblicazione di 5 documenti integrativi tramite i quali i soggetti offerenti hanno adempiuto agli obblighi informativi connessi all'obbligo di acquisto, ovvero all'esercizio del diritto di acquisto.

In occasione dall'acquisizione da parte di Veicolo Italiano Investimenti Tecnologici Spa della società quotata Sirti Spa, nelle more dell'emanazione delle disposizioni di attuazione dell'art. 108 del Tuf, la Commissione ha disciplinato: i) le modalità con cui l'offerente deve rendere noto al mercato e agli azionisti di minoranza della target i termini e le modalità con cui procederà all'attuazione dell'obbligo di acquisto; ii) gli elementi informativi ai quali dare diffusione.

In particolare, sono state individuate due modalità di adempimento dell'obbligo informativo a seconda che il prezzo al quale deve essere assolto l'obbligo d'acquisto sia pari rispettivamente al corrispettivo fissato per la precedente offerta totalitaria, ovvero al valore determinato dalla Consob.

Nel primo caso, considerando che le informazioni da diffondere si riferiscono ad aspetti già noti agli investitori, in quanto descritti nell'ambito del documento dell'offerta totalitaria, si è ritenuto che tutti gli elementi informativi funzionali per lo svolgimento dell'obbligo di acquisto potessero essere diffusi al mercato a cura dell'offerente, tramite apposito avviso a pagamento da pubblicarsi con le stesse modalità utilizzate per l'avviso sui risultati dell'offerta totalitaria.

Nel secondo caso, ossia qualora il corrispettivo sia quello fissato dalla Consob, si è tenuto conto della circostanza che l'assolvimento dell'obbligo di acquisto non può avvenire subito dopo la chiusura dell'offerta totalitaria, ma soltanto in un momento successivo alla determinazione del prezzo da parte della Consob. Si è pertanto ritenuto opportuna la pubblicazione, sempre a cura dell'offerente, di un documento integrativo, nel quale: i) dare conto degli elementi atti allo svolgimento della procedura; ii) fornire indicazioni circa eventuali fatti nuovi tali da poter influire sulla decisione degli azionisti di cedere i titoli in loro possesso; iii) descrivere la eventuale attuazione (anche parziale) dei programmi futuri indicati nel documento dell'offerta totalitaria.

Sotto il profilo della tempistica, attese le disposizioni di cui agli artt. 108 e 111 del Tuf, si è ritenuto che entro il termine massimo di 90 giorni dalla data di pagamento dell'offerta totalitaria dovesse essere garantito sia il diritto dei piccoli azionisti di richiedere all'offerente l'acquisto delle azioni residue alla chiusura dell'offerta, sia il corrispondente diritto dell'offerente di esercitare il diritto di acquisto ai sensi del citato art. 111.

Tra le novità introdotte a seguito del recepimento della Direttiva 2004/25/CE merita attenzione il nuovo testo dell'art. 102 del Tuf nella parte in cui, al quarto comma, viene attribuito alla Consob il potere di sospendere i termini dei procedimenti istruttori aventi ad oggetto i documenti di Opa destinati alla pubblicazione qualora si ravvisi la necessità di acquisire informazioni supplementari, necessarie per valutare la completezza del quadro informativo fornito nel documento di offerta, ovvero ulteriori elementi informativi su determinati aspetti dell'operazione.

La Commissione si è avvalsa per la prima volta di tale potere in occasione dell'Opa totalitaria promossa dalla Polimeri Speciali Spa su azioni ordinarie Polynt Spa e dell'Opac volontaria promossa da Fondiaria-Sai Spa su azioni ordinarie emesse da Immobiliare Lombarda Spa.

L'acquisizione dell'intero capitale di Immobiliare Lombarda da parte della controllante Fondiaria-Sai assume rilievo in quanto rappresenta la prima offerta di scambio promossa in vigenza del nuovo assetto normativo. In particolare, hanno trovato per la prima volta applicazione le disposizioni di cui all'art. 108, comma 5, secondo il quale il corrispettivo dell'obbligo di acquisto deve assumere la "stessa forma" che rivestiva per l'offerta precedente, ferma restando la facoltà per il possessore dei titoli di esigere il corrispettivo in contanti in misura integrale.

La Commissione ha disposto taluni principi di carattere generale per la determinazione del corrispettivo (delibera n. 16560 del 21 luglio 2008). Si è valutato, in via preliminare, che per "stessa forma" dovesse intendersi un corrispettivo articolato, fra titoli e contanti, nelle stesse proporzioni previste per il corrispettivo dell'offerta. Si è stabilito, inoltre, che la determinazione del corrispettivo debba essere effettuata definendo prima il valore, in termini monetari, di ciascuna azione della target e convertendo, successivamente, tale valore nella stessa forma del corrispettivo

dell'offerta. La conversione del valore monetario nella stessa forma del corrispettivo dell'offerta deve essere effettuata sulla base della media dei prezzi ufficiali dei titoli offerti in scambio rilevati sul mercato nel mese precedente la determinazione del corrispettivo per l'obbligo di acquisto. Il valore monetario così determinato è l'importo da riconoscere nel caso in cui il possessore dei titoli esiga il corrispettivo in contanti in misura integrale.

Nell'ambito dell'offerta di scambio in questione, il Cda di Immobiliare Lombarda ha ritenuto che il corrispettivo stabilito per i destinatari dell'offerta non fosse congruo per gli azionisti della target. Nell'esprimere tale opinione il Consiglio di amministrazione ha precisato di aver condiviso integralmente le valutazioni espresse dall'advisor finanziario incaricato di valutare la congruità del corrispettivo dell'offerta in termini di prezzo offerto e di rapporto di scambio con le azioni della società emittente.

La Consob ha pertanto richiesto all'emittente di allegare al comunicato il parere dell'advisor finanziario in versione integrale per consentire agli azionisti della target di poter formulare un fondato giudizio circa l'opportunità di aderire all'offerta.

La pubblicazione del parere dell'esperto è divenuta prassi operativa ed è successivamente stata applicata a tutti i casi di Opa, con l'obiettivo di assicurare la miglior tutela dei soggetti interessati e la massima trasparenza al mercato circa la struttura dell'offerta.

3. L'informativa in sede assembleare

Nel corso del 2008 la Commissione è intervenuta in diverse occasioni con richieste di informazioni da rendere in sede assembleare.

A tal proposito si segnala l'intervento nell'assemblea della società Schiapparelli 1824 (ora Kinexia) chiamata ad approvare il bilancio 2007. La società presentava una situazione di rilevante tensione economica patrimoniale e finanziaria, ricorrendo in capo a essa la fattispecie di cui all'articolo 2446 c.c. per effetto delle perdite dell'esercizio 2007 e delle perdite riportate a nuovo. La situazione della società, così come risultante dal bilancio 2007, evidenziava una significativa perdita di fatturato e un peggioramento della redditività del capitale investito, oltre che una rilevante incidenza sul patrimonio netto consolidato di un credito di cui risultava problematica la riscossione.

L'intervento della Consob si è concretizzato innanzitutto in richieste di informazioni da rendere in assemblea, ai sensi dell'art. 114 comma 5 del Tuf, relativamente all'eventuale esistenza di un piano industriale e finanziario, ovvero di un piano di risanamento del gruppo, ai rapporti con gli istituti di credito e/o altri finanziatori, alla situazione patrimoniale e finanziaria più aggiornata, alle motivazioni sottostanti le singole dimissioni di amministratori e sindaci intervenute a partire dal 2007.

Inoltre, al fine di monitorare costantemente l'evolversi della situazione, la società è stata assoggettata a obblighi di aggiornamento con cadenza mensile dell'informativa relativa ad aspetti salienti della situazione gestionale, alla valutazione della sostenibilità del fabbisogno finanziario, all'andamento dei ricavi e dei costi, nonché a notizie sulla posizione finanziaria netta a data aggiornata e sul piano di incasso del credito scaduto.

L'attività di vigilanza sull'informativa in sede assembleare è stata orientata anche dalle tensioni che hanno caratterizzato l'andamento dei mercati finanziari nel corso del 2008. La Commissione, in particolare, ha richiesto alle banche italiane maggiormente esposte ai fattori che hanno determinato la crisi (Unicredit, Intesa Sanpaolo e Monte dei Paschi di Siena) di riportare nel bilancio 2007 informazioni integrative in merito all'operatività svolta attraverso le cosiddette *Special Purpose Entities* (quali, ad esempio, Cdo - *Collateralized debt obligation*, Siv - *Structured investment vehicle* e *Conduit*) e alla negoziazione di strumenti finanziari derivati con la clientela.

A seguito dell'analisi delle informazioni fornite dalle banche interessate, è stato inoltre richiesto di integrare le relazioni finanziarie semestrali 2008 con specifiche informazioni in ordine agli investimenti in Special Purpose Entities consolidate, ai prodotti strutturati, agli strumenti finanziari derivati negoziati con la clientela, nonché al fair value degli strumenti finanziari.

4. L'informativa contabile

Con riferimento all'attività di vigilanza in materia di informativa contabile svolta nel 2008, la Commissione è intervenuta più volte con richieste di chiarimenti circa poste valutative di bilancio indirizzate agli amministratori, ai revisori e al collegio sindacale, nonché con richieste di diffusione di informazioni al mercato.

Nell'ambito della periodica attività di controllo sulla correttezza contabile dei bilanci delle società quotate, la Commissione ha attivato il potere di impugnativa, ai sensi dell'articolo 157, comma 2 del Tuf, nei confronti di 2 emittenti.

In un caso, l'attivazione da parte della Consob del potere di impugnativa ha riguardato il bilancio consolidato del gruppo Aicon al 31 agosto 2007 e ha trovato fondamento nel riscontro di violazioni dei principi contabili internazionali relativi alla contabilizzazione e valutazione dei lavori in corso e delle attività immateriali, nonché nell'incompletezza dell'informativa resa relativamente all'operatività con parti correlate. Con riferimento alle tematiche di natura contabile, sono state riscontrate carenze nel sistema dei controlli interni e nel sistema di rilevazione dei costi tali da mettere in discussione l'affidabilità complessiva dei dati e delle informazioni fornite. Le violazioni riscontrate attengono allo Ias 11 "Commesse a lungo termine", allo Ias 38 "Attività immateriali" e allo Ias 24 "Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate", nonché alla comunicazione DEM/6064293 del 28 luglio 2006 con la quale è stato prescritto agli emittenti quotati di fornire, in aggiunta alle informazioni richieste dallo Ias 24, ulteriori informazioni relative all'operatività con parti correlate.

Nel secondo caso, la Commissione ha ritenuto che il bilancio di esercizio e il bilancio consolidato di Eutelia al 31 dicembre 2007 non fossero redatti in conformità alla normativa vigente per la valutazione delle attività immateriali e delle imposte anticipate. Per entrambe le poste contabili gli amministratori dell'emittente hanno effettuato le proprie valutazioni in merito alla recuperabilità del valore delle voci iscritte in bilancio basandosi sul contenuto di un piano industriale che presentava numerose criticità attinenti alla attendibilità e all'attualità dei dati in

esso contenuti. La rilevanza degli errori riscontrati in merito alla valutazione delle immobilizzazioni immateriali e delle imposte differite attive ha, inoltre, indotto la Commissione a contestare la violazione dei requisiti di attendibilità, prudenza e completezza dei bilanci 2007 di Eutelia. Le violazioni riscontrate attengono, quindi, allo Ias 36 “Riduzione durevole di valore delle attività”, allo Ias 38 “Attività immateriali”, allo Ias 12 “Imposte sul reddito”, nonché allo Ias 1 “Presentazione del bilancio”.

Nel 2008 è proseguita l'attività di vigilanza nei confronti delle società che versano in stato di crisi e per le quali si ritiene opportuno l'applicazione di obblighi di comunicazione mensili.

Tali obblighi sono prescritti nei confronti di emittenti che ricadono nella previsione degli artt. 2446 e 2447 c.c. (ossia, che hanno subito perdite tali da ridurre il capitale sociale di oltre un terzo o al di sotto del minimo legale), ovvero nei confronti dei quali i revisori hanno espresso, in sede di controllo dei conti annuali o semestrali, un giudizio negativo o sono stati impossibilitati a esprimere un giudizio.

Nel corso dell'anno la Commissione ha respinto le istanze di revoca degli obblighi di comunicazione mensile formulate da alcune società, in quanto la situazione di crisi non risultava stabilmente superata. La Commissione ha altresì imposto tali obblighi a 2 emittenti portando così a 17 il numero di società quotate tenute a effettuare comunicazioni su base mensile.

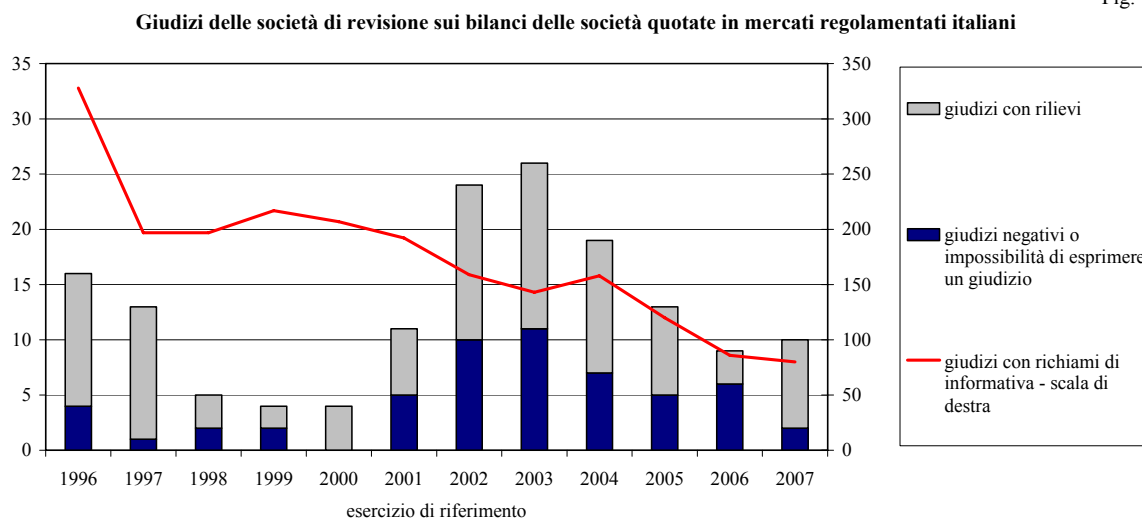
5. La vigilanza sulle società di revisione e sugli organi di controllo interno degli emittenti

Nel corso del 2008, le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale tenuto dalla Consob hanno esaminato 294 bilanci d'esercizio e 273 bilanci consolidati relativi all'esercizio 2007 di emittenti con azioni negoziate su mercati regolamentati italiani.

In nessun caso il revisore ha espresso un giudizio negativo, mentre in 2 casi si è dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio; inoltre, in 8 casi è stato espresso un giudizio con rilievi (Fig. 77). Risulta sostanzialmente stabile il numero di giudizi con richiami di informativa, tra i quali figurano 5 casi in cui il revisore, pur in presenza di situazioni in cui il presupposto della continuità aziendale risulta soddisfatto, richiama l'attenzione sull'esistenza di incertezze rilevanti che possono far sorgere dubbi significativi sulla continuità aziendale.

Le società di revisione hanno dichiarato l'impossibilità di esprimere un giudizio con riguardo a Ipi e Fullsix, a causa di molteplici e significative incertezze sulla continuità aziendale, relative soprattutto alla capacità delle società di reperire nel breve periodo risorse adeguate a garantire la continuità operativa.

Fig. 77



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.

Nel caso di Ipi, le incertezze derivano principalmente dalla situazione di strutturale tensione finanziaria e disequilibrio economico di alcune delle principali controllate, che tra l'altro rende dubbia la possibilità per Ipi di incassare nel breve periodo i crediti vantati verso le stesse. Altre incertezze sono connesse al realizzarsi del progetto di finanziamento di una iniziativa immobiliare e alla possibilità di addivenire ad accordi con le banche per il rinnovo di debiti in scadenza e l'ottenimento di nuovi finanziamenti.

Nel caso di Fullsix, le incertezze riguardano: i) l'esito dell'aumento di capitale, ritenuto dagli amministratori necessario ai fini della sussistenza del presupposto della continuità aziendale (sebbene già deliberato, alla data di rilascio della relazione di revisione l'iter per l'esecuzione dell'aumento di capitale non risultava ancora completato); ii) la capacità della controllata francese e delle sue controllate di restituire un finanziamento, contratto con un istituto di credito francese, divenuto anticipatamente e immediatamente esigibile; iii) il valore in bilancio della partecipazione nella suddetta controllata francese. Per quanto riguarda il bilancio consolidato, alle incertezze che precedono si aggiunge quella relativa alla mancanza di informazioni sullo stato di liquidazione della controllata inglese, da cui potrebbero derivare passività residue in capo al gruppo.

In altri casi le società di revisione hanno espresso rilievi per dissensi rispetto alla valutazione di determinate poste contabili o per limitazioni al processo di revisione. Tali casi hanno riguardato Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni, Everel Group, Kaitech (ora K.R. Energy), I Viaggi del Ventaglio, Richard Ginori, Sadi Servizi Industriali, Società Sportiva Lazio e Socotherm.

Nel caso di Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni, il rilievo attiene all'impossibilità per il revisore di acquisire sufficienti elementi probativi per verificare la correttezza della valutazione in bilancio delle azioni Ipi, a sua volta causata dell'impossibilità per il revisore di quest'ultima di esprimere un giudizio sul bilancio della società.

Per Everel Group i rilievi riguardano, tra l'altro, lo stanziamento di un fondo per rischi contrattuali per garanzie prestate a favore di una controllata in liquidazione a fronte di crediti da questa vantati nei confronti di una società estera, non facente parte del gruppo, assoggettata a procedura concorsuale.

Con riferimento alla Kaitech (ora K.R. Energy) i rilievi sono riconducibili a limitazioni connesse alla verifica della correttezza del valore in bilancio di partecipazioni.

Con riguardo a I Viaggi del Ventaglio, i rilievi attengono: i) all'adeguatezza dello stanziamento nel bilancio di una controllata di un fondo a copertura dei rischi connessi a un contenzioso vertente sulla risoluzione di un contratto d'affitto di alcune strutture alberghiere, per cui I Viaggi del Ventaglio era garante; ii) alle incertezze in merito all'esito delle azioni di ristrutturazione intraprese per risanare il deficit patrimoniale di una controllata indiretta lussemburghese; iii) alle incertezze circa il recupero delle perdite accumulate dalla controllata indiretta di diritto capoverdiano; iv) alla congruità del fondo stanziato in bilancio a copertura degli oneri derivanti dall'accertamento di maggiori imposte, oltre interessi e sanzioni, a seguito di verifica fiscale; v) alle possibili conseguenze del contenzioso instauratosi a seguito dell'impugnativa Consob del bilancio 2006.

Nel caso di Richard Ginori, il rilievo attiene a dissensi sull'applicazione di principi contabili. In particolare, le svalutazioni di partecipazioni e crediti verso controllate, in parte riferibili all'esercizio precedente, sono state imputate integralmente al conto economico 2007, anziché in parte al patrimonio netto iniziale, con un effetto non quantificabile sulla perdita 2007, ma senza alcun effetto sul patrimonio netto.

Il rilievo formulato con riguardo a Sadi Servizi Industriali attiene alla recuperabilità di un credito verso una controllata inglese.

Con riguardo alla Società Sportiva Lazio, il rilievo si riferisce a dissensi sull'applicazione di principi contabili. Infatti, la Società Sportiva Lazio ha contabilizzato in un unico esercizio, anziché differirlo, il corrispettivo per la cessione dei diritti televisivi e di sponsorizzazione per le stagioni 2007/2008 e 2008/2009 e per la facoltà di estendere lo sfruttamento dei diritti televisivi e di sponsorizzazione anche per la stagione 2009/2010, con la conseguenza che per il 2007 il patrimonio netto risulta sovrastimato e il risultato d'esercizio sottostimato.

Nel caso di Socotherm, i rilievi sono riconducibili a limitazioni connesse alla verifica della correttezza del valore in bilancio di una partecipazione soggetta a controllo congiunto e di una società controllata, revisionate da altro revisore, alla valutazione della correttezza del valore di iscrizione in bilancio di alcune controllate e a carenze informative riguardo alcuni aspetti di un finanziamento erogato da una banca.

Nel corso del 2008, la vigilanza sulle società di revisione è stata realizzata tramite l'emanazione di principi di revisione, in accordo con le associazioni professionali, e mediante due tipologie di interventi: preventivi-sistematici (controlli di qualità) e successivi-specifici (*enforcement*).

Nel corso dell'anno, si sono conclusi i controlli di qualità su 3 società di revisione iscritte nell'Albo Consob, selezionate in quanto appartenenti alle tre diverse fasce dimensionali (grande, media e piccola) a cui è possibile ricondurre le società iscritte

all'Albo. Le verifiche hanno avuto, in particolare, l'obiettivo di valutare l'adeguatezza e la corretta applicazione nelle società in esame delle procedure di controllo della qualità previste dal Documento n. 220, raccomandato dalla Consob, avente ad oggetto "*Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile*". Le stesse regole tecniche di riferimento, dettate dalla professione internazionale e nazionale, prevedono infatti la creazione di un sistema procedurale che copre tutte le aree di maggior rilievo ai fini della qualità dell'attività di *audit*.

Si è proceduto, pertanto, a valutare la struttura organizzativa e il sistema delle procedure per il controllo della qualità delle società selezionate, al fine di verificarne l'adeguatezza, l'efficacia e l'effettiva applicazione. I controlli sono stati incentrati, inoltre, sui rapporti delle società con i rispettivi network internazionali di appartenenza, anche al fine di ricostruire il processo di recepimento, a livello locale, delle linee guida e degli standard emanati dai network a livello globale.

In esito all'attività svolta, sono state formulate alle 3 società specifiche raccomandazioni che riportano gli interventi da effettuare per superare le carenze riscontrate e la relativa tempistica di attuazione.

Nel corso del 2008, è proseguita l'attività di *enforcement* sulle modalità di svolgimento di alcuni incarichi di revisione, conferiti ai sensi delle disposizioni del Tuf. Alla luce delle prime esperienze maturate nello svolgimento dei controlli di qualità, è stato inoltre avviato nella seconda metà dell'anno un primo intervento di vigilanza finalizzato a sviluppare sinergie tra i controlli di qualità svolti su una società di revisione e l'*enforcement* avviato su uno specifico incarico svolto dalla stessa. Ciò è stato realizzato attraverso la verifica delle modalità di applicazione delle procedure di controllo interno nello svolgimento dello specifico incarico e ha comportato la raccomandazione di interventi correttivi con riguardo, tra l'altro, alla composizione quali-quantitativa del *team* e ai presidi di controllo interni sull'incarico.

A ciò si è aggiunto l'usuale svolgimento di approfondimenti degli specifici profili tecnici del lavoro svolto dal revisore, per accertare l'eventuale presenza di irregolarità significative e la necessità di specifici interventi sanzionatori.

Al 31 dicembre 2008 risultano iscritte nell'Albo Speciale 22 società di revisione. Nel gennaio 2008 è stata trasmessa una nuova istanza di iscrizione (Uniaudit Spa), la cui istruttoria si è peraltro conclusa con il ritiro della domanda da parte della società richiedente.

Con delibera Consob n. 16503 del 4 giugno 2008, la Commissione ha confermato per l'anno 2008 l'ammontare delle garanzie assicurative delle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale, al netto di eventuali franchigie, a copertura dei rischi derivanti dall'esercizio dell'attività di revisione contabile, già fissati per il 2007. La decisione di non modificare gli importi delle garanzie assicurative, strutturate secondo nove classi progressive di volumi d'affari, discende dall'assenza di comportamenti di mercato indicativi di una valutazione del rischio diversa rispetto a quella in base alla quale fu stabilito l'ammontare delle garanzie per il 2007.

Con riferimento agli incarichi di revisione contabile svolti per l'audit 2007, dall'esame dei dati raccolti dalle società iscritte nell'Albo Speciale, si è evidenziata una lieve diminuzione del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione contabile ai sensi del Tuf, che è passato dai 2.008 dell'audit 2006 a 1.961, mentre è rimasta sostanzialmente immutata la distribuzione degli incarichi tra le società di revisione. Le prime quattro società in ordine di fatturato (PricewaterhouseCoopers Spa, Reconta Ernst & Young Spa, Deloitte & Touche Spa e Kpmg Spa) detengono infatti complessivamente il 95 per cento del mercato nazionale della revisione, a fronte del 94 per cento circa dello scorso anno.

Per quanto concerne la vigilanza sugli organi di controllo interno delle società, la Legge sul risparmio ha attribuito alla Consob il potere/dovere di vigilare sul comportamento degli organi di controllo degli emittenti, ancorché, a differenza di quanto previsto per la vigilanza sulle società di revisione, non siano fissati modelli di vigilanza preventiva attraverso l'obbligo di effettuazione di controlli periodici.

Nonostante non sia stato attribuito alla Consob il potere di dettare regole tecniche di comportamento, è proseguita la collaborazione con le Associazioni di categoria per la redazione di principi di comportamento che, da un lato, possano più concretamente indirizzare il comportamento di tali organi e, dall'altro, rappresentino adeguati e puntuali riferimenti per l'attività di vigilanza della Commissione, nell'ottica di un innalzamento della qualità dell'attività di controllo di competenza di tali organi sociali.

Nel corso del 2008 è entrato in vigore il regolamento in materia di limiti al cumulo degli incarichi dei componenti degli organi di controllo degli emittenti quotati e con strumenti diffusi che dà attuazione al disposto dell'art. 148-bis del Tuf, la cui introduzione risponde all'obiettivo di garantire la disponibilità da parte dei componenti degli organi di controllo di un tempo adeguato per lo svolgimento dei propri incarichi presso gli emittenti, così da contribuire a un generale innalzamento della qualità dell'attività svolta da tali organi societari.

Ai fini della gestione degli obblighi informativi introdotti dal suddetto regolamento, nei primi mesi dell'anno è stato sviluppato il sistema informativo denominato Saivic (Sistema Automatico Integrato Vigilanza Incarichi di Controllo e Amministrazione), con il quale i componenti degli organi di controllo comunicano alla Consob gli incarichi di amministrazione e controllo detenuti presso le società di capitali, trasmettendo on line i relativi dati, e verificano la propria posizione in funzione del limite previsto dalla norma regolamentare. Tale sistema consente altresì alla Consob di svolgere l'attività di vigilanza sul rispetto del limite regolamentare da parte dei soggetti obbligati (si veda anche il successivo Capitolo VIII "La gestione interna e le relazioni con l'esterno").

II – LA VIGILANZA SUI MERCATI

1. Gli abusi di mercato

Nel corso del 2008 la Commissione ha concluso 10 indagini su anomalie riscontrate nell'attività di controllo dei mercati (Tav. 23). La sussistenza di un illecito è stata ipotizzata in 6 casi, per i quali si è provveduto all'invio di una relazione all'Autorità Giudiziaria. Tali casi hanno riguardato, rispettivamente, 2 ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, 3 di manipolazione operativa e una di manipolazione informativa.

I rimanenti 4 accertamenti conclusi nel 2008 (2 relativi a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, uno a ipotesi di manipolazione del mercato e uno a entrambe le fattispecie) non hanno condotto a formulare ipotesi di reato.

Tav. 23

Risultanze delle indagini in materia di abusi di mercato

	Segnalazione di ipotesi di reato ¹		Accertamenti senza segnalazioni di ipotesi di reato ²	Totale
		di cui per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate		
1997	19	16	33	52
1998	21	17	15 ³	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
2008	6	2	4	10

¹ 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. ² 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. ³ Di cui 9 relative ad attività di accertamento che si sono concluse prima dell'entrata in vigore del Tuf.

Le ipotesi di abuso di informazioni privilegiate hanno riguardato, rispettivamente, il passaggio del controllo di una società quotata e la diffusione di una ricerca prodotta da un analista finanziario (cosiddetto *front running* su ricerche) (Tav. 24).

**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
2008	1	--	--	1	1	2

Nel primo caso, un dipendente di una società in procinto di lanciare un'offerta pubblica di acquisto ha conseguito un profitto di circa 40 mila euro, utilizzando l'informazione privilegiata di cui era a conoscenza in ragione dello svolgimento delle proprie funzioni. Nel secondo caso, alcuni soggetti hanno operato su un titolo azionario utilizzando l'informazione, ricevuta da alcuni dipendenti dell'intermediario di cui erano clienti, relativa alla diffusione di una ricerca che individuava un target price molto elevato rispetto al prezzo di mercato (in particolare, acquisti e vendite sono stati realizzati, rispettivamente, prima e immediatamente dopo la pubblicazione della ricerca).

Le ipotesi di manipolazione del mercato di tipo operativo hanno riguardato l'operatività di alcuni *day trader*, che accedevano al mercato tramite interconnessione da una sala allestita con postazioni dotate di strumenti informativi (cosiddetta *trading room*) e di una piattaforma operativa di tipo professionale (cosiddetto *trading on site*).

Nel primo caso sono stati individuati movimenti anomali dei prezzi riconducibili a uno schema manipolativo così strutturato: i) esecuzione di acquisti a prezzi crescenti; ii) realizzazione di operazioni incrociate tramite l'inserimento pressoché simultaneo di una proposta di negoziazione in acquisto e di una in vendita per pari quantità e prezzo (cosiddette wash trades o "operazioni fittizie"); iii) chiusura della posizione a prezzi mediamente superiori rispetto a quelli di acquisto. L'intera strategia si svolgeva in un arco temporale breve, generalmente inferiore ai 20 minuti, ed è stata ripetuta più volte in ciascuna seduta.

Nel secondo caso un day trader, utilizzando un conto personale presso un intermediario e una delega a operare su un conto presso un secondo intermediario, ha effettuato alcune centinaia di operazioni incrociate su circa 30 titoli azionari nel corso di circa due mesi. Tali operazioni

hanno costituito una quota rilevante sul totale degli scambi e hanno generato forti variazioni dei prezzi.

In un terzo caso sono state rilevate circa 30 operazioni incrociate poste in essere su circa 10 titoli nell'arco di due giorni. In particolare, un day trader ha acquistato titoli azionari, avendo come controparte di mercato una società riconducibile allo stesso day trader e attiva tramite i servizi di trading on line offerti da un diverso intermediario, e ha in seguito venduto i titoli per i medesimi quantitativi a prezzi leggermente superiori. L'operatività non determinava il trasferimento dei titoli, ma solo perdite in capo alla società, con corrispondenti utili in capo alla persona fisica. Le operazioni incrociate hanno rappresentato una quota percentuale rilevante, pari in media al 60 per cento dei quantitativi complessivamente scambiati su ciascun titolo.

Le persone fisiche segnalate all'Autorità Giudiziaria sono state 8, 3 per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e 5 per ipotesi di manipolazione del mercato (Tav. 25).

Tav. 25

Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato segnalate all'Autorità Giudiziaria

	Intermediari autorizzati ¹	Insiders istituzionali ²	Altri soggetti ³	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
2008	--	2	1	--	3
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
2008	--	--	5	--	5

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Soci, amministratori e dirigenti di società quotate. ³ Insiders secondari e i cosiddetti *tippees* (art. 180, comma 2, del Tuf).

Nei confronti di 6 degli 8 soggetti segnalati, la Consob ha anche avviato procedimenti amministrativi, essendo i fatti loro imputati accaduti dopo l'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato. Tali procedimenti sono tuttora in corso.

Con riferimento a uno dei casi di abuso di informazioni privilegiate, la Commissione ha avviato procedimenti amministrativi nei confronti di ulteriori 19 persone fisiche, in quanto insiders secondari, cosiddetti tippees, il cui comportamento non è più sanzionato penalmente, e di 12 società per responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (art. 187-quinquies del Tuf). Sempre ai sensi di quest'ultima disciplina, la Consob ha avviato un procedimento amministrativo nei confronti di un ente nell'ambito di un caso di manipolazione del mercato di tipo informativo.

Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità di vigilanza estere, nel 2008, è stato complessivamente pari a 288 (Tav. 26). Le richieste finalizzate ad assistere le Autorità di vigilanza estere impegnate in indagini su casi di presunti abusi di mercato sono state 43, in flessione rispetto all'anno precedente.

Tav. 26

Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato

Soggetti destinatari delle richieste								
Anno	Intermediari autorizzati ¹	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
2008	115	57	66	38	15	35	288	43

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio.

Nel corso del 2008, la Consob si è costituita parte civile in 7 nuovi procedimenti penali, di cui 2 per *insider trading*, 3 per manipolazione del mercato, 2 per ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza. Nella maggior parte di detti procedimenti, la Consob aveva provveduto a inviare alla competente autorità giudiziaria apposite segnalazioni, all'esito dell'attività di controllo svolta. Nei capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio, i fatti

ascritti agli imputati sono stati descritti in termini sostanzialmente analoghi agli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob (Tav. 27).

Tav. 27

Costituzioni di parte civile dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di insider trading e aggioaggio su strumenti finanziari (manipolazione del mercato)

Anno	Costituzioni	Reato ¹	Esito al 31 dicembre 2008
2004	2	Aggioaggio	2 sentenze di patteggiamento 1 sentenza di condanna
2005	7	Insider trading e aggioaggio	5 sentenze di condanna ² 2 sentenze di patteggiamento 3 sentenze di non luogo a procedere
2006	10	Insider trading, manipolazione del mercato	5 sentenze di condanna ³ 6 sentenze di patteggiamento 2 sentenze di assoluzione ⁴ 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2007	12 ⁵	Insider trading, manipolazione del mercato	2 sentenze di condanna 5 sentenze di patteggiamento ¹² 2 sentenze di proscioglimento per prescrizione 1 sentenza di non luogo a procedere ¹³ 1 sentenza di assoluzione
2008	5	Insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna 1 sentenza di patteggiamento 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione

¹ *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. ² Due sentenze di condanna sono state confermate in appello. La Corte di Cassazione ha annullato una delle sentenze della competente Corte d'Appello per intervenuta prescrizione, mentre agli effetti civili ha respinto il ricorso proposto dall'imputato. ³ Una sentenza di condanna è stata confermata in appello. La Corte di Cassazione ha respinto il ricorso presentato dall'imputata avverso la sentenza emessa dalla competente Corte d'Appello. Una sentenza di condanna è stata emessa all'esito di giudizio abbreviato. ⁴ In un caso il Giudice ha altresì disposto la trasmissione degli atti ai fini dell'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.. ⁵ In un caso, a seguito della regressione alla fase delle indagini preliminari, il procedimento è stato archiviato nel corso del 2008. ⁶ 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.

Tra le costituzioni di parte civile si segnala quella concernente la vicenda Fiat. In data 9 luglio 2008 ha preso avvio l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 3 persone fisiche (esponenti aziendali, tra l'altro, di Ifil Investments Spa e di Giovanni Agnelli & C Sapa, imputati del reato di manipolazione del mercato, e 2 persone giuridiche responsabili ex legge 231/2001) ove la Consob si è costituita parte civile. In data 7 novembre 2008 il Giudice per l'udienza preliminare ha emesso decreto che dispone il giudizio nei confronti degli imputati.

La Consob, inoltre, si è costituita parte civile nel procedimento penale pendente innanzi al Tribunale di Milano per la vicenda Bnl/Unipol, in relazione all'ipotesi di reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza, all'udienza preliminare del 30 ottobre 2008.

In data 28 ottobre 2008 ha preso avvio la fase dibattimentale del procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche, oltre a 8 persone giuridiche responsabili ex legge 231/2001, imputate, a vario titolo, di diversi reati, tra cui l'aggioaggio 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), in cui la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel corso del 2007.

Nel 2008 sono stati anche definiti in primo grado 8 procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali la Consob si era costituita parte civile, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob.

Nell'ambito delle decisioni che hanno definito tali giudizi si ricorda la sentenza n. 5805 pronunciata dal Tribunale di Milano in data 14 maggio 2008, che ha disposto la condanna degli imputati per aggio su strumenti finanziari, liquidando 30 mila euro per danno non patrimoniale subito dalla Consob. Nella decisione è stato ritenuto che «gli 'altri artifici' rappresentino una formula di chiusura della fattispecie e non siano una 'species' del 'genus' operazioni simulate, né debbano concretizzarsi in attività di per sé illecite. La capacità decettiva di tali comportamenti può essere desunta nelle diverse situazioni concrete dalle modalità di realizzazione dei medesimi in rapporto al contesto di fatto in cui si collocano». Inoltre, circa l'elemento costitutivo della cosiddetta price sensitivity, si è sostenuto: «il fatto che (...) non sia stata mai determinata nella norma, pur oggetto di vari interventi legislativi, né in termini assoluti né in termini percentuali, implica che volutamente questa valutazione sia lasciata al giudice, che potrà effettuarla sulla base dei dati disponibili concernenti la fattispecie concreta. Fra l'altro si osserva che tale scelta legislativa è condivisa anche dalla migliore dottrina, la quale sottolinea che una predeterminazione di tale parametro, anche se eventualmente in termini solo percentuali, costituirebbe un'eccessiva semplificazione, tale da rendere inidonea la norma ad adeguarsi alle infinite variabili delle contingenze di mercato e quindi inefficace rispetto alle finalità preventiva e repressiva perseguite dal legislatore». Quanto, poi, alla legittimazione della Consob alla costituzione di parte civile, sulla scorta di consolidata giurisprudenza, è stato evidenziato: «L'art. 187-undecies comma 2 Tuf, introdotto dalla legge 62/2005, ha esplicitamente disciplinato la possibilità di costituzione di parte civile da parte di Consob, (...) detta norma non ha in realtà attribuito alcuna nuova facoltà alla Consob, che già in precedenza, e quindi anche all'epoca dei fatti per cui è processo, in ragione del ruolo istituzionale e della normativa codicistica circa l'esercizio dei diritti e delle facoltà attribuiti agli enti ed alle associazioni rappresentativi degli interessi lesi dal reato poteva costituirsi parte civile secondo le regole generali. La norma in questione, quale 'ius superveniens', è comunque utile parametro di riferimento per l'individuazione di quale sia il danno risarcibile e per i criteri della sua quantificazione».

Inoltre, con sentenza n. 1446948 del 24 novembre 2008, il Tribunale di Milano, riconosciuta la responsabilità penale di un imputato per insider trading, ha liquidato all'Istituto, oltre al danno non patrimoniale derivante dalla lesione dell'integrità del mercato, i «danni patrimoniali patiti (...) corrispondenti al costo sostenuto dalla parte civile per l'attività di vigilanza svolta dai propri funzionari (...)», nonché il «danno morale subito dalla Consob per lesione della sua immagine».

Tra i procedimenti penali definiti in primo grado va anche ricordato quello nei confronti di 8 persone fisiche, ex esponenti aziendali di Finmatica Spa, imputate dei reati di aggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza; il procedimento è stato concluso con sentenza di condanna nei confronti di uno degli imputati, pronunciata dal Tribunale

di Brescia in data 16 dicembre 2008, all'esito del giudizio abbreviato, e con sentenza di patteggiamento pronunciata in pari data nei confronti degli altri.

Di particolare rilievo è anche la sentenza di condanna di uno degli imputati dei reati di aggrottaggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza nella vicenda Parmalat, emessa dal Tribunale di Milano in data 18 dicembre 2008. Nel medesimo procedimento penale, il Tribunale di Milano ha pronunciato sentenza di patteggiamento nei confronti della maggioranza degli altri imputati.

Sempre in materia di abusi di mercato, nel corso del 2008 la Corte di Cassazione ha respinto con due sentenze i ricorsi proposti avverso due sentenze emesse dalla Corte d'Appello di Milano nel 2007, che avevano confermato le sentenze di primo grado ove, ritenuta la responsabilità penale degli imputati, questi ultimi erano stati condannati al risarcimento dei danni nei confronti della Consob.

Con la prima sentenza (n. 48005/08, emessa il 7 novembre 2008) la Corte di Cassazione, ha rigettato il ricorso proposto dall'imputata avverso la sentenza n. 1457 resa della Corte d'Appello di Milano il 29 novembre 2007. La Suprema Corte, nella motivazione della sentenza, si è particolarmente soffermata su due temi specifici: la continuità normativa nel tipo di illecito e la nozione di pubblicità della notizia; sul profilo della continuità, la Corte ha osservato, tra l'altro, che: «tra la fattispecie prevista dal testo originario dell'art. 180 del d.lg.vo n. 58/98 e quella prevista dall'art. 184 dello stesso decreto, nella formulazione conseguente alla modifica di cui alla l. n. 62 del 2005, vi è un rapporto di specialità, di specificazione con riferimento ai soggetti attivi, ora qualificati di un ruolo determinato, e per aggiunta per quanto riguarda le condotte che ora risultano più dettagliatamente descritte. Peraltro, prevalente rispetto agli elementi aggiuntivi introdotti con la nuova normativa, è, con riguardo alle condotte, il significato lesivo dell'elemento comune e tipico in entrambe le fattispecie, cioè l'abuso di informazioni privilegiate, 'abuso' che rappresenta il nucleo di disvalore del fatto e che è rimasto immutato, sicché vi è continuità nel tipo di illecito (...)». Con riguardo al secondo aspetto, la Corte ha sostenuto che «per 'pubblico' deve intendersi solo quello dei potenziali investitori sul mercato telematico, che non può certo coincidere con i soggetti (...) i quali, nella loro qualità di collaboratori dell'intermediario, vengano a conoscenza delle informazioni privilegiate, concernenti gli ordini da eseguire, a causa dell'esercizio della loro attività professionale, dal momento che questi ultimi di certo non sono obbligati, tra di loro, a tenere riservate le notizie apprese, essendo tale obbligo riferibile solo nei confronti dei terzi, come è agevole rilevare dal tenore del vigente art. 184, comma 1, lett. b) Tuf, che punisce la comunicazione a terzi di tali informazioni 'al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio', così come dalla precedente normativa di cui all'art. 180, comma 1, lett. b) (...)».

Con la seconda sentenza (n. 2063/09, emessa il 2 ottobre 2008) la Corte di Cassazione ha annullato per intervenuta prescrizione la sentenza n. 1364 del 12 aprile 2007 della Corte d'Appello di Milano; mentre, agli effetti civili, ha rigettato il ricorso proposto dall'imputato. La Suprema Corte, nella motivazione della sentenza, ha analizzato il concetto di «altri artifici», su cui è stato argomentato che «per qualificare come artificioso un mezzo, in sé non illecito, non è sufficiente che esso sia diretto al fine di turbare il mercato, occorrendo che sia anche

obiettivamente artificioso, cioè posto in essere artificialmente con modalità dell'azione tali, per ragioni di modo, tempo e luogo, da alterare il giuoco normale tra domanda e offerta (...)».

2. I provvedimenti Consob in materia di vendite allo scoperto

Fra settembre e ottobre 2008, in concomitanza dell'acuirsi della crisi finanziaria, la Commissione ha adottato una serie di provvedimenti in materia di vendite allo scoperto (cosiddette *short sales*).

In particolare, la Consob, il 19 settembre 2008, ha emesso un comunicato con il quale ha richiamato gli operatori al pieno rispetto delle regole di consegna dei titoli nei tempi stabiliti dalle disposizioni normative e regolamentari vigenti, in considerazione dell'impatto che l'operatività di vendita allo scoperto può avere sull'ordinato svolgimento degli scambi e sull'integrità dei mercati. L'Istituto è intervenuto successivamente a più riprese per introdurre varie restrizioni alle vendite allo scoperto.

Il 22 settembre 2008, la Commissione ha disposto che la vendita di azioni di banche e imprese di assicurazioni, quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate, fosse assistita dalla disponibilità dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione.

Il 1° ottobre 2008, perdurando una situazione critica sul mercato azionario italiano, la Consob ha introdotto ulteriori restrizioni prevedendo che la vendita di azioni di banche e imprese di assicurazioni, quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate, fosse assistita, oltre che dalla disponibilità, anche dalla proprietà dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolazione dell'operazione. Il successivo 10 ottobre, la Commissione ha esteso tali restrizioni a tutte le azioni quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate. Tale provvedimento, la cui scadenza era inizialmente fissata al 31 ottobre, è stato prorogato fino al 31 dicembre 2008.

3. La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Nel corso del 2008 la Commissione ha approvato, a più riprese, le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e alle relative Istruzioni, ai sensi dell'art. 63, comma 2 del Tuf.

Nel mese di giugno 2008, la Consob ha approvato alcune modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, deliberate dall'assemblea della società di gestione del 21 aprile 2008, e ha rilasciato l'assenso alle modifiche delle relative Istruzioni. Le principali modifiche hanno riguardato il ruolo dello sponsor, le disposizioni attuative della legge sul risparmio in materia di società controllanti società estere extra UE, il recepimento della direttiva Opa in materia di revoca dalla quotazione e modalità di realizzazione del sell-out, le relazioni trimestrali e i resoconti intermedi di gestione, la periodicità con cui è svolta la verifica del mantenimento dei requisiti di governance per il segmento Star, la definizione dei parametri di

controllo e di quantità nell'ambito della vigilanza sui mercati e la negoziazione delle azioni delle investment companies.

Nel settembre 2008, la Commissione ha approvato ulteriori modifiche che hanno riguardato tre principali aree. La prima concerne gli interventi regolamentari determinati dalla migrazione verso la nuova piattaforma di negoziazione "TradElect", con la conseguente adozione di una nuova microstruttura dei mercati Mta e Expandi. Ulteriori modifiche al regolamento si riferiscono, in linea con quanto consentito dalla direttiva MiFID, all'allargamento dei soggetti ammissibili alle negoziazioni, nonché agli interventi volti a rendere maggiormente omogeneo il processo di cross-membership tra il mercato gestito dal London Stock Exchange e quelli gestiti da Borsa Italiana. La terza area di revisione è costituita dalle materie del listing on line e delle attestazioni dello sponsor ovvero del listing partner nell'ambito della procedura di ammissione a quotazione.

In tale occasione, al fine di procedere a una semplificazione normativa e in linea con l'approccio adottato dal London Stock Exchange, Borsa Italiana ha ritenuto di convogliare le disposizioni di natura tecnica e molto specifica in documenti che affiancano il Regolamento dei mercati. In particolare, è stato previsto un Manuale del servizio di negoziazione che rappresenta il documento nel quale trova spazio una descrizione delle caratteristiche generali del sistema di negoziazione "TradElect" unitamente alle disposizioni di dettaglio inerenti alla struttura del mercato e dei partecipanti e al funzionamento del mercato stesso (fasi e periodi di mercato, controllo automatico dei prezzi e asta di volatilità, tipologie di ordini e modalità di esecuzione, definizione dei prezzi di mercato, orari di negoziazione, tipologie di indici). Al Manuale del servizio di negoziazione si aggiunge inoltre la Guida ai parametri, che fornisce una disciplina relativa ai limiti di variazione dei prezzi (parametri di controllo), nonché ai parametri di quantità delle proposte di negoziazione (parametri di quantità) relativi a ciascun mercato regolamentato, organizzato e gestito da Borsa Italiana.

Con le decisioni di giugno e dicembre 2008 la Commissione ha approvato le modifiche alle Istruzioni al Regolamento della Borsa Italiana riguardanti, rispettivamente, la negoziazione delle opzioni sull'indice S&P/Mib (con specifico riferimento all'introduzione delle long term option) e la definizione del dividendo straordinario ai fini della rettifica dei contratti derivati in caso di stacco dei dividendi, gli obblighi di quotazione dei market maker sui contratti di opzione sull'indice S&P/Mib e sui contratti di opzione su azioni, nonché gli obblighi di quotazione per i primary market maker sui contratti futures su azioni.

Nel mese di maggio la Commissione ha approvato le modifiche allo statuto sociale della società Tlx Spa in relazione al venir meno dell'attività del Comitato dei Saggi, nonché le conseguenti modifiche al regolamento del mercato Tlx che hanno riguardato quelle procedure nelle quali si espletava il ruolo del Comitato dei Saggi attraverso il rilascio di pareri vincolanti e obbligatori.

Ulteriori modifiche al Regolamento del mercato Tlx sono state approvate dalla Consob nel successivo mese di novembre in seguito alla decisione della società di riordinare e integrare il quadro delle regole di condotta che gli intermediari aderenti al mercato sono tenuti a rispettare per preservarne le condizioni di liquidità.

Tra le novità di rilievo per i mercati derivati regolamentati, si segnala l'avvio, il 3 novembre 2008, del mercato dei *future* su energia elettrica.

Il mercato Idex (*Italian Derivatives Energy Exchange*) tecnicamente è un segmento del mercato regolamentato dei derivati gestito da Borsa Italiana (Idem) e si avvale delle infrastrutture già presenti su questo. Dal punto di vista strutturale, tuttavia, l'Idex presenta notevoli specificità che sono rappresentate dal sottostante non finanziario, costituito dalla fornitura a termine di energia elettrica, e dalla partecipazione al mercato di operatori non finanziari (produttori e grossisti di energia elettrica autorizzati a negoziare in conto proprio) che affiancano gli intermediari finanziari specializzati nel *trading* dei derivati su merci.

Va precisato che non si tratta di un mercato per l'approvvigionamento in senso stretto di energia elettrica: l'obiettivo infatti è assicurare ai partecipanti uno strumento di copertura dalle variazioni del prezzo dell'energia elettrica, il cui mercato fisico di riferimento resta il Mercato del Giorno Prima gestito dal Gme (Gestore del Mercato Elettrico).

In luogo della consegna fisica dell'energia elettrica, quindi, si prevede il pagamento a scadenza della differenza tra il prezzo di acquisto (o vendita) del future e il prezzo medio dell'energia nel periodo di riferimento (il cosiddetto periodo di consegna). La grandezza utilizzata come riferimento è il prezzo unico nazionale (Pun) determinato ora per ora sul Mercato del Giorno Prima.

Il mercato è partito con 8 serie di contratti: 3 mensili, 4 trimestrali e una annuale. Gli operatori ammessi inizialmente erano 12, di cui 4 non finanziari (di questi, uno come market maker) e 8 finanziari; il numero complessivo degli operatori nel corso dell'anno è salito a 13 in ragione dell'ammissione di un ulteriore operatore non finanziario.

Gli scambi hanno privilegiato le scadenze più lunghe: il 56 per cento dei volumi, al 31 dicembre 2008, si è concentrato sul future annuale con scadenza dicembre 2009, mentre il resto è ripartito tra le scadenze trimestrali (con un picco sull'ultimo trimestre del 2009) e mensili. Le negoziazioni si sono svolte prevalentemente in conto proprio (87,5 per cento del totale) e sono attribuibili per il 74 per cento a produttori e grossisti di energia elettrica. Sono stati scambiati 664 contratti (in media 16 al giorno) per un controvalore totale di 132 milioni di euro.

Nel corso del 2008 sono divenute attive le nuove *trading venues* previste dalla normativa MiFID, quali i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici; contestualmente, sono cessati i sistemi di scambi organizzati facenti capo ai circa 360 soggetti iscritti nell'elenco tenuto dalla Consob.

Il recepimento della Direttiva 2004/39/CE ha comportato infatti la soppressione della figura dei sistemi di scambi organizzati prevedendo la possibilità di svolgere la propria attività in qualità di internalizzatori sistematici, di gestori di sistemi multilaterali di negoziazione ovvero in qualità di negoziatori per conto proprio. I gestori di sistemi di scambi organizzati su strumenti finanziari diversi dalle azioni hanno pertanto valutato, entro il 31 marzo 2008, la riconducibilità o meno della propria attività a quella di internalizzazione sistematica, secondo quanto indicato dalla norma transitoria di cui all'articolo 51, comma 3, del Regolamento Mercati.

Nel corso del primo trimestre del 2008, la Commissione ha esaminato le comunicazioni ricevute dai soggetti interessati ad avviare l'attività di internalizzazione sistematica e, nel mese di giugno, ha pubblicato l'elenco degli internalizzatori su strumenti finanziari diversi dalle azioni. A fine 2008 risultavano iscritti a tale elenco 21 soggetti che trattavano circa 5.200 strumenti finanziari (in prevalenza titoli di Stato e obbligazioni proprie o emesse da società del gruppo).

Nel corso del mese di dicembre, la Consob ha dato avvio a una serie di incontri con i singoli internalizzatori al fine di approfondire e acquisire maggiore conoscenza dell'attività svolta; tali incontri hanno costituito un'utile occasione di confronto su problematiche attinenti alla concreta operatività.

A fine 2008 risultavano operativi 7 sistemi multilaterali di negoziazione. Un intermediario ha dato avvio a due sistemi per la negoziazione separata di titoli obbligazionari e di titoli azionari, mentre un altro intermediario ha istituito un sistema multilaterale per la negoziazione degli Overnight Indexed Swaps.

Un ulteriore sistema multilaterale di negoziazione, istituito da una società di gestione del mercato e focalizzato sulle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita, ha definito, nel mese di dicembre, le proprie regole di funzionamento in vista dell'avvio dell'operatività nei primi mesi del 2009.

4. I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nel corso del 2008, sono proseguiti i lavori per l'implementazione della piattaforma unica di liquidazione *Target 2 Securities*, supportata dalla Banca Centrale Europea.

Sono state altresì avviate diverse iniziative da parte di operatori di mercato tese a realizzare un'ampia armonizzazione dei servizi di *post-trading* e l'interoperabilità fra controparti centrali, dando attuazione alle previsioni del *Code of Conduct for clearing and settlement*, firmato dalle infrastrutture di *trading* e *post-trading* dei paesi europei il 7 novembre 2006.

Con riguardo all'interoperabilità, nel corso del 2008 è stato avviato il collegamento operativo fra l'inglese LCH.Clearnet Ltd e la svizzera X-Clear, per il servizio di controparte centrale sul London Stock Exchange.

Si ricorda, inoltre, che il 19 maggio 2008 è andata in produzione la componente italiana del sistema dei pagamenti dell'area dell'euro *Target 2*.

Il 22 febbraio 2008 è stato emanato da Banca d'Italia e Consob il "Provvedimento contenente la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione". Tale provvedimento, che ha consolidato la normativa secondaria in materia di *post-trading*, reca in sé alcune parziali modifiche alla disciplina previgente.

Nel mese di settembre la Commissione ha rilasciato l'intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione dei Regolamenti operativi di Cassa di Compensazione e Garanzia Spa e di Monte Titoli Spa, modificati a seguito dell'emanazione del citato Provvedimento del 22 febbraio 2008 e dell'avvenuta migrazione a Target 2.

Nel mese di luglio, Banca d'Italia e Consob hanno concluso la valutazione di conformità della Cassa di Compensazione e Garanzia alle Raccomandazioni per le controparti centrali emanate, nel novembre 2007, dal Committee on Payment and Settlement Systems e dal Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (Iosco).

L'avvio dell'operatività dei sistemi multilaterali di negoziazione Turquoise e Chi-X, avvenuto con riferimento agli strumenti finanziari italiani il 13 ottobre 2008, ha comportato la richiesta di partecipazione al sistema di regolamento italiano Express II, gestito da Monte Titoli Spa, da parte delle controparti centrali, EuroCCP (inglese), per il mercato Turquoise, ed EMCF (olandese), per il mercato Chi-X, incaricate della garanzia delle operazioni concluse sui rispettivi mercati. Monte Titoli Spa ha condotto la fase istruttoria tenendo informate Banca d'Italia e Consob, fino al riscontro positivo alle richieste di partecipazione delle due controparti centrali estere.

III – LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

1. Banche, Sim, agenti di cambio e imprese di assicurazione

Nel 2008, l'attività di vigilanza sugli intermediari si è avvalsa, come di consueto, di incontri anche a seguito di convocazione formale (62 con banche, 48 con Sim e 23 con società di assicurazione) e richieste formali di dati e notizie (80 nei confronti di banche, 55 di Sim e 5 di imprese di assicurazione).

Nel corso dell'anno è proseguito, inoltre, il confronto con l'industria già avviato dalla Commissione nel 2007, finalizzato a rendere effettivi gli adeguamenti, di tipo strategico e procedurale, ascrivibili alla disciplina di recepimento della MiFID.

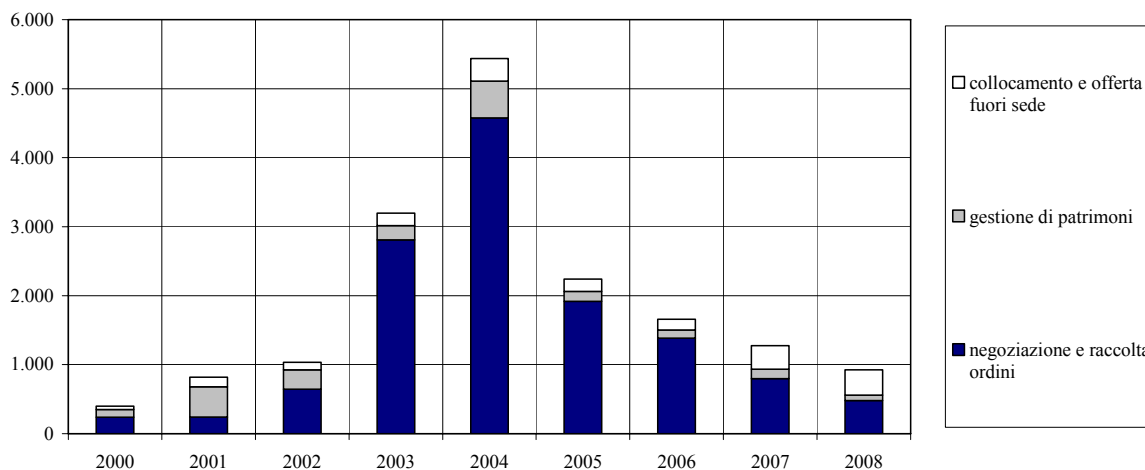
Coerentemente a un approccio di vigilanza *risk based*, l'attività di orientamento ha avuto come destinatari i principali gruppi bancari e assicurativi operanti in Italia, ai quali è ascrivibile oltre l'80 per cento dei ricavi del settore dell'intermediazione mobiliare.

L'intensa azione di dialogo ha consentito di acquisire informazioni circa le aree di attività che gli intermediari intendono sviluppare, il piano industriale in materia di servizi di investimento e le risorse destinate alla riqualificazione dei processi e delle procedure aziendali coerenti con il nuovo quadro normativo. L'interazione con i soggetti vigilati ha altresì fornito l'opportunità di evidenziare i profili che richiedono particolare attenzione, in quanto esposti ai rischi di *compliance* rilevanti.

Nel 2008 è proseguita la diminuzione degli esposti ricevuti relativi alla prestazione di servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio già rilevata negli anni precedenti: in particolare, si sono ridotti quelli legati ai servizi di negoziazione e raccolta ordini e alla attività di gestione, mentre sono lievemente aumentati quelli relativi all'attività di collocamento e offerta fuori sede (Fig. 78).

Fig. 78

Esposti ricevuti dalla Consob in materia di servizi di investimento



La Commissione nel 2008 ha intrapreso 18 accertamenti ispettivi, rispettivamente nei confronti di 3 banche, 7 Sim, una succursale italiana di un'impresa di investimento comunitaria, un agente di cambio e 6 Sgr (Tav. 28).

Tav. 28

Attività ispettiva nei confronti di intermediari

	Accertamenti ispettivi		Accertamenti iniziati nei confronti di:					Accertamenti conclusi nei confronti di:				
	Iniziati	Conclusi	Sim ¹	Banche	Sgr/Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Sim ¹	Banche	Sgr/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	--	--
2008	18	14	8	3	6	1	--	8	2	3	1	--

¹ Sono incluse le società fiduciarie e le succursali italiane di imprese di investimento comunitarie.

Le indagini hanno riguardato soprattutto la verifica delle norme di correttezza e separazione patrimoniale; in 3 casi sono emerse violazioni dei principi di correttezza che hanno determinato l'avvio di procedimenti sanzionatori nei confronti degli esponenti aziendali; negli altri casi, le anomalie rinvenute, benché non configurassero irregolarità, hanno tuttavia reso necessaria la convocazione degli esponenti aziendali per ottenere informazioni circa le misure adottate per la soluzione delle criticità.

A fronte degli sviluppi della crisi dei *subprime*, l'azione di vigilanza è stata altresì indirizzata ad appurare l'esposizione degli investitori italiani nei confronti di strumenti finanziari emessi dai soggetti in *default*, anche attraverso specifiche richieste di dati e informazioni agli intermediari. Dalle indagini è emerso che i titoli oggetto di investimento erano riconducibili a istituzioni finanziarie estere spesso assistite da giudizi di rating del tipo *investment grade*. Sulla base delle risultanze delle attività di vigilanza, si è raccomandato agli intermediari, tramite le associazioni di categoria, di fornire ampia informativa e assistenza alla clientela.

È proseguita nel 2008 l'attività di vigilanza sulla vendita di derivati Otc a imprese ed enti locali. Al proposito, sono state richieste informazioni a 7 intermediari italiani e alle succursali in Italia di 7 intermediari europei.

Iniziative di ricognizione e di orientamento sono state intraprese anche con riferimento al comparto degli istituti di credito cooperativo.

Tale comparto è caratterizzato, come noto, dalla presenza di un elevato numero di soggetti (440, circa il 60 per cento delle banche italiane) e da un forte radicamento territoriale, pur a fronte di un volume di raccolta indiretta modesto.

In considerazione di tali peculiarità, l'azione di vigilanza si è avvalsa del confronto con Federcasse, la Federazione nazionale delle Banche di credito cooperativo - Casse rurali ed artigiane, che rappresenta quasi tutte le banche di credito cooperativo italiane e che, per il tramite delle proprie Federazioni regionali, presta la funzione di "revisione interna" ai soggetti aderenti.

In particolare, è stato predisposto un questionario volto ad acquisire informazioni sulle scelte compiute dalle singole banche in merito all'applicazione della MiFID. È emerso che quasi il 90 per cento degli istituti di credito cooperativo presta il servizio di consulenza in abbinamento ai servizi "esecutivi" (esecuzioni di ordini per conto della clientela, ricezione e trasmissione di ordini, collocamento). Dato il modello organizzativo "a rete" del comparto, un elevato numero di banche si limita a prestare i soli servizi di ricezione e trasmissione degli ordini, avvalendosi per la negoziazione dei servizi del negoziatore di riferimento. In seguito all'analisi del questionario, sono state inoltrate specifiche richieste di informazioni a circa 40 banche per profili ritenuti meritevoli di specifici approfondimenti.

Nel corso dell'anno è stata svolta una indagine conoscitiva sulla distribuzione in Italia dei prodotti assicurativo-finanziari e, in particolare, sulla relazione con il cliente sottoscrittore. L'analisi ha rilevato che la distribuzione dei prodotti assicurativi a valenza finanziaria, soprattutto polizze *unit* e *index linked*, è in larga parte effettuata da banche e Sim e in misura inferiore da agenti e *brokers* assicurativi. Risulta marginale, invece, la distribuzione effettuata direttamente dalle imprese di assicurazioni emittenti del prodotto; in particolare è residuale l'attivazione del canale internet.

La Commissione ha trasmesso al Ministero dell'Economia e delle Finanze nel corso del 2008 le proprie valutazioni con riguardo a proposte di modifica del regolamento operativo del Fondo nazionale di garanzia deliberate dal Comitato di Gestione. Le modifiche approvate nel corso dell'anno completano gli interventi già adottati dal sistema di indennizzo sul proprio statuto, al fine di adeguare la disciplina interna al quadro normativo introdotto dalla MiFID.

Il Fondo ha proseguito la nuova gestione avviata con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato dal 1° febbraio 1998 (Tav. 29). In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto dalla sua costituzione in 25 casi di insolvenza (16 Sim e 9 agenti di cambio). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero dell'Economia e delle Finanze, relativa alle insolvenze pregresse.

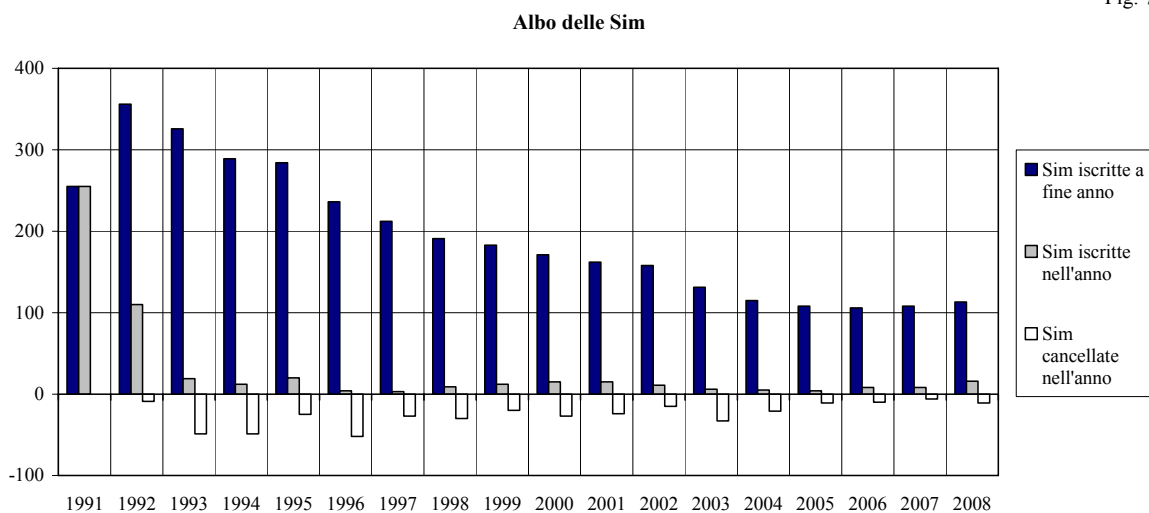
Il numero delle Sim iscritte nell'Albo tenuto dalla Consob è passato da 108 a fine 2007 a 113 (Fig. 79). Tale incremento è legato alle nuove previsioni MiFID in materia di servizi di investimento; sono state infatti autorizzate 11 Sim all'attività di consulenza e 2 Sim alla gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2008; valori monetari in migliaia di euro)

	Insolvenze ¹		
	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
2008	--	1	1
<i>Totale insolvenze</i>	<i>16</i>	<i>9</i>	<i>25</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>16</i>	<i>8</i>	<i>24</i>
Numero creditori ammessi	2.190	888	3.078
Importo crediti ammessi ²	27.419	35.224	62.643
Interventi del fondo	7.094	9.962	17.056

Fonte: elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. ¹ Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. ² Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali.

Fig. 79



Le Sim autorizzate nel 2008 sono riconducibili nella maggior parte dei casi a soggetti già attivi nel comparto della consulenza, i quali hanno dovuto ottenere l'abilitazione all'esercizio del nuovo servizio di investimento in seguito al recepimento della MiFID.

Le Sim preesistenti risultano impegnate soprattutto nella prestazione di servizi di collocamento e di ricezione e trasmissione ordini, in abbinamento al servizio di consulenza in materia di investimenti. Nel corso del 2008, per effetto della crisi finanziaria circa la metà delle Sim ha conseguito risultati economici negativi, mentre l'utile complessivo è risultato pari a un quarto di quello conseguito nell'anno precedente. Ciò ha comportato un ridimensionamento delle strutture organizzative e riduzioni del costo del personale, rispetto al 2007, per circa il 25 per cento.

Le cancellazioni dall'Albo delle Sim, pari a 11 (6 l'anno precedente), sono dovute soprattutto a processi di incorporazione o trasformazione in banca (Tav. 30). Le cancellazioni hanno riguardato nella maggior parte dei casi Sim polifunzionali, ovvero prevalentemente attive nella prestazione del servizio di gestione di portafogli.

Tav. 30

Sim: cancellazioni dall'Albo¹

	Motivazioni								Totale
	Crisi dell'intermediario ²	Fusioni e scissioni	Liquidazione volontaria - Variazione dell'attività	Trasformazione in banca	Trasformazione in Sgr	Trasformazione da fiduciaria a sim	Non operativa ⁶	Mancato esercizio servizi autorizzati	
1992-1997	37	29	100	5	—	2	38	--	211
1998	2	7	16	4	--	--	—	1	30
1999	1	9 ³	4	--	4	2	—	--	20
2000	1	3	11	3	7	1	—	1	27
2001	1	3	6	10 ⁴	3 ⁵	--	—	--	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
2008	--	2	1	6	2	--	--	--	11

Fonte: Consob. ¹ 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. ² Sono inclusi i decreti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, i provvedimenti Consob, i fallimenti e le liquidazioni coatte amministrative. ³ È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d'azienda a una società del gruppo. ⁴ In 3 casi si tratta di operazioni di fusione per incorporazione in banche. ⁵ Si tratta di 3 operazioni di fusione per incorporazione in Sgr. ⁶ Al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. 415/1996 (art. 60).

Con riferimento alle banche, il numero di soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento si è ridotto a 734 (742 nel 2007).

Nel 2008 è proseguita l'azione di vigilanza *ex post* in materia di trasparenza dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (Riquadro 3).

Riquadro 3

Il nuovo approccio di trasparenza e vigilanza sui fondi e sui prodotti finanziario-assicurativi

La trasparenza sugli Oicr aperti italiani e sui prodotti finanziario-assicurativi dei rami III e V offerti in Italia segue un approccio basato sul rischio e collegato a tre fattori principali: i rendimenti potenziali, i rischi e l'orizzonte temporale d'investimento consigliato.

Il primo fattore è basato su una rappresentazione in forma tabellare degli scenari probabilistici di rendimento dell'investimento finanziario al termine dell'orizzonte temporale consigliato. Tale rappresentazione, prevista già dal 2005 per alcuni prodotti e in futuro facoltativa nel caso di fondi gestiti "a *benchmark*" o flessibili, tende a fornire un'informativa chiara e sintetica sui possibili esiti dell'investimento e sui costi dello stesso, procedendo all'illustrazione delle singole componenti del prezzo del prodotto finanziario al momento della sottoscrizione. Tale informativa viene confrontata con i risultati ottenibili da un investimento di pari durata nell'attività finanziaria priva di rischio (cosiddetto *risk-free asset*), in modo da consentire un migliore apprezzamento del cosiddetto "rischio di *performance*" del prodotto, inteso come probabilità di creare valore aggiunto per l'investitore in comparazione con l'attività finanziaria priva di rischio.

Il secondo fattore si basa su un indicatore sintetico del grado di rischio, misurato sulla base della volatilità dei rendimenti del prodotto finanziario. Esso può assumere valori in una scala crescente di sei classi qualitative (basso, medio-basso, medio, medio-alto, alto e molto alto). Per ogni prodotto deve essere dichiarata, a inizio dell'offerta, una classe di rischio coerente con le caratteristiche sottese alla ingegnerizzazione finanziaria del prodotto stesso e all'eventuale politica gestionale che si intende perseguire. La migrazione verso una classe a maggiore o minore rischiosità rispetto a quella iniziale si verifica in relazione all'evoluzione nel tempo del grado di rischio.

Il terzo fattore è costituito dall'orizzonte temporale d'investimento consigliato al potenziale investitore. Tale indicazione sul periodo ottimale di permanenza nell'investimento va formulata in relazione alle caratteristiche della struttura finanziaria del prodotto e ai suoi profili di rischio e onerosità.

L'informativa riveniente dal modello descritto è utile all'investitore nella selezione del prodotto finanziario d'interesse. In particolare, nell'ambito della gamma dei prodotti disponibili sul mercato, l'investitore seleziona innanzitutto quelli che presentano un orizzonte temporale consigliato compatibile con le proprie preferenze per la liquidità; successivamente l'investitore valuta la coerenza tra la propria propensione al rischio e il grado di rischio dei diversi prodotti che hanno superato la prima fase del processo di selezione e, infine, sceglie il prodotto a più elevato rendimento potenziale tra quelli che hanno passato anche il secondo criterio selettivo.

L'approccio metodologico descritto trova espressione nella disciplina di trasparenza (prospetto d'offerta) relativa agli Oicr aperti italiani e ai prodotti finanziario-assicurativi dei rami III e V offerti in Italia.

Il prospetto d'offerta degli Oicr aperti italiani e dei prodotti finanziario-assicurativi dei rami III e V offerti in Italia è articolato in una "scheda-prodotto" a consegna obbligatoria (prospetto semplificato o scheda sintetica) redatta secondo gli schemi del nuovo Regolamento Emittenti e in un'ulteriore documentazione di dettaglio messa a disposizione su richiesta. Nel documento a consegna obbligatoria l'attenzione del lettore viene focalizzata sulle caratteristiche fondamentali del prodotto attraverso l'indicazione del grado di rischio e dell'orizzonte temporale d'investimento consigliato; informazioni, queste, che sono accompagnate a completamento, per taluni prodotti, dalla rappresentazione degli scenari probabilistici di rendimento.

I prospetti d'offerta oggetto di verifica sono stati selezionati in applicazione di un modello di vigilanza già applicato a partire dal 2007 nell'ambito della vigilanza sui prospetti dei fondi comuni. In particolare sono stati esaminati 549 prospetti, pari a circa il 50 per cento dei documenti depositati (1.136) (Tav. 31). I prospetti oggetto di enforcement sono stati 215; in 211 casi il documento originariamente depositato è stato modificato, mentre in 4 casi l'impresa d'assicurazione ha deciso di annullare il deposito procedendo alla risoluzione dei contratti in essere.

Tav. 31

Interventi di enforcement sui prodotti assicurativi svolti nel 2008

Tipologia di contratto	Prospetti depositati	Prospetti oggetto di enforcement	Interventi di enforcement distinti per area					Totale
			Unbundling dell'investimento	Struttura finanziaria e rischio	Mecanismi di rivalutazione	Scenari di rendimento	Altro	
<i>unit linked</i>	537	127	98	50	--	43	50	241
<i>index linked</i>	428	62	26	1	--	39	10	76
capitalizzazione	171	26	11	--	14	--	5	30
<i>Totale</i>	<i>1.136</i>	<i>215</i>	<i>135</i>	<i>51</i>	<i>14</i>	<i>82</i>	<i>65</i>	<i>347</i>

L'attività di enforcement ha riguardato più macro-aree informative, determinando un totale di 347 interventi. I profili di maggiore criticità in termini di trasparenza della documentazione d'offerta sono stati rilevati con riferimento alla rappresentazione della struttura dei costi e degli scenari di rendimento.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza, particolare attenzione è stata dedicata al monitoraggio del rischio di credito dei prodotti finanziario-assicurativi di tipo *index linked*.

Tali prodotti, come noto, combinano un'assicurazione sulla vita con una componente obbligazionaria; quest'ultima assicura tra l'altro il rimborso a scadenza del capitale investito. La sottoscrizione di polizze *index linked* comporta quindi l'assunzione del rischio di controparte dell'emittente al quale è riconducibile la componente obbligazionaria. Il deterioramento dell'affidabilità creditizia di taluni emittenti, determinato dall'evoluzione della crisi *subprime*, ha avuto riflessi sul valore delle obbligazioni sottostanti alle polizze e, dunque, delle polizze stesse.

L'attività di monitoraggio, svolta sulla totalità delle *index linked* in essere e offerte alla clientela retail, ha consentito di identificare i prodotti che presentavano maggiori criticità in termini di potenziali perdite per gli investitori. Con riferimento a tali prodotti, sono stati effettuati approfondimenti sulle strutture e, ove necessario, interventi finalizzati a garantire la massima trasparenza agli investitori circa le variazioni peggiorative del profilo di rischio-rendimento. A tal fine le imprese di assicurazione i cui prodotti sono stati oggetto di intervento hanno fornito

adeguate comunicazioni sui propri siti internet e sui mezzi di stampa, informando al contempo i singoli investitori e le reti di vendita nei casi più problematici.

L'azione di vigilanza sui prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione è stata orientata anche dagli eventi che hanno interessato il gruppo Lehman Brothers, le banche islandesi, nonché dalla frode posta in essere dalla società Bernard L. Madoff Investment Securities LLC.

Con riferimento a talune polizze index linked collegate a obbligazioni emesse da una società del gruppo Lehman Brothers, sono state analizzate le iniziative avviate dalle imprese di assicurazione a tutela degli investitori verificando, tra l'altro che venisse garantita la massima trasparenza informativa sulle caratteristiche di rischio-rendimento dei prodotti.

L'azione di vigilanza ha riguardato anche le iniziative poste in essere da talune imprese di assicurazione con riferimento a polizze index linked garantite, rispettivamente, da Lehman Brothers (per un controvalore di circa 1,3 miliardi di euro) e da una società veicolo di un gruppo italiano (circa 400 milioni di euro); tali iniziative erano volte alla restituzione, con modalità tecniche differenti, del premio versato alla data di scadenza del prodotto, ovvero in alcuni casi a una data successiva.

Con riferimento ai prodotti index linked collocati attraverso prospetto depositato presso la Consob e con emittente bancario di diritto islandese, le imprese di assicurazione sono state invitate a rappresentare alla propria clientela, mediante opportune comunicazioni sul sito internet, il deterioramento della situazione finanziaria delle banche garanti delle polizze già nel mese di giugno, ossia prima degli eventi (verificatisi il successivo ottobre) che hanno peggiorato il rischio di credito di tali emittenti.

Al fine di rendere disponibile al pubblico un'informativa adeguata, è stata altresì oggetto di accertamenti, mediante richieste di dati e notizie alle imprese di assicurazione, l'esposizione dei fondi interni, collegati a prodotti di tipo unit linked commercializzati in Italia, agli attivi interessati dalla frode Madoff.

Con riguardo all'attività di coordinamento tra Consob e Banca d'Italia, nel 2008 sono stati avviati i lavori dei comitati di contatto fra i due Istituti previsti dal Protocollo d'intesa stipulato in data 31 ottobre 2007, ai sensi dell'art. 5, comma 5-bis, del Tuf, al fine di coordinare l'esercizio delle funzioni di vigilanza e ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti vigilati.

In tale quadro, Banca d'Italia e Consob, in data 7 novembre 2008, hanno siglato un accordo per il coordinamento delle procedure per l'emanazione dei provvedimenti autorizzativi per i quali il Tuf prevede il rilascio di pareri. Le procedure coordinate descritte nell'accordo riguardano, in particolare, le autorizzazioni relative a Sim e altre imprese di investimento, Sgr, Sicav e all'offerta in Italia di Oicr non armonizzati. Le stesse procedure hanno sostituito quelle disciplinate dal Protocollo d'intesa del 12 luglio 1999.

L'attività di coordinamento ha interessato anche la documentazione richiesta dalla Banca d'Italia alle banche in sede di presentazione dell'istanza di autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento, e per la quale è previsto il successivo invio alla Consob.

Sono state altresì individuate e condivise talune modalità organizzative volte a migliorare lo scambio reciproco dei flussi informativi concernenti l'operatività transfrontaliera degli intermediari italiani ed esteri.

Sono inoltre in corso iniziative volte a migliorare e consolidare le necessarie forme di collaborazione e coordinamento tra le due Autorità nell'esercizio, ciascuna per i profili di competenza, dell'attività di vigilanza, anche di natura ispettiva, nei confronti degli intermediari bancari e finanziari con riferimento alla prestazione dei servizi di investimento.

2. Le società di gestione del risparmio

A fine 2008 risultavano iscritte nell'Albo tenuto dalla Banca d'Italia 215 Sgr (211 nel 2007). Le Sgr di nuova istituzione hanno ad oggetto prevalentemente la gestione di fondi chiusi.

Nel 2008 Commissione ha inviato 167 richieste di dati e notizie alle Sgr italiane e ha effettuato 52 incontri, di cui 5 a seguito di formale convocazione di esponenti aziendali; ha inoltre rilasciato alla Banca d'Italia 52 pareri relativi all'istituzione, all'estensione operativa, allo scioglimento, a operazioni straordinarie sul capitale e all'esternalizzazione di alcune funzioni aziendali di Sgr (82 nel 2007).

L'attività di vigilanza sulle società di gestione di fondi comuni aperti ha riguardato gli aspetti organizzativi e procedurali di rilievo ai fini dell'applicazione della MiFID.

L'esame degli assetti organizzativi, mirato soprattutto alla verifica dell'applicazione delle nuove regole in tema di best execution, incentivi, conflitti di interesse e compliance, ha avuto ad oggetto 8 società, selezionate tra quelle di medie dimensioni in termini di ammontare di patrimonio gestito. L'attività di vigilanza informativa è stata svolta, innanzitutto, mediante l'analisi della documentazione trasmessa periodicamente, cui ha fatto seguito l'inoltro di richieste di dati e notizie e una verifica ispettiva. Le risultanze emerse dall'analisi hanno evidenziato che l'impatto delle nuove disposizioni è stato particolarmente significativo sia sull'articolazione dei controlli interni (è stata infatti istituita un'apposita funzione preposta allo svolgimento dei controlli di compliance) sia sulla struttura di pricing del servizio di gestione di portafogli.

Nel 2008 è proseguita la vigilanza sulle società di gestione di Oicr aperti italiani attraverso indicatori sintetici di *performance*, di rischio e di costi.

È stato esaminato, tra l'altro, lo stile di gestione (attivo/passivo/flessibile) dei 1.028 fondi comuni aperti che risultavano operativi al 30 giugno 2008. In linea con i comportamenti rilevanti negli anni precedenti, anche nel 2008 le scelte gestorie hanno seguito un approccio prudente. In particolare, i fondi a benchmark e con stile gestionale attivo si sono allineati al parametro di riferimento, mentre i fondi flessibili hanno assunto un grado di rischio inferiore a quello dichiarato nella documentazione d'offerta. Tale stile gestionale, unitamente ai costi elevati, ha spesso generato rendimenti inferiori a quelli degli indici di mercato di riferimento.

Nel corso dell'anno è stato avviato un procedimento ispettivo nei confronti di una Sgr che presta il servizio di gestione di portafogli su base individuale.

L'evoluzione della crisi finanziaria ha dato impulso a specifiche iniziative di vigilanza, mirate a cogliere gli effetti del fallimento di taluni intermediari esteri sui prodotti del risparmio gestito offerti alla clientela *retail*.

In seguito all'avvio della procedura concorsuale del gruppo Lehman Brothers, con riferimento al servizio di gestione individuale si è provveduto a inoltrare richieste di dati e notizie a 5 Sgr che, tramite le proprie gestioni di portafoglio, presentavano la maggiore esposizione al default della banca di investimento statunitense. Con riguardo all'attività di gestione collettiva, sono state formulate richieste di dati e notizie a 8 Sgr che gestivano almeno un fondo aperto per il quale l'esposizione risultava superiore all'1 per cento del patrimonio.

L'esposizione dei portafogli gestiti su base individuale, riconducibili a clientela istituzionale, è risultata pari all'1 per cento del patrimonio, mentre quella delle gestioni collettive si è attestata allo 0,7 per cento del patrimonio.

In considerazione dell'aggravarsi della crisi finanziaria, la Consob, in collaborazione con la Banca d'Italia, ha avviato un monitoraggio su base continuativa della situazione di liquidità dei fondi comuni aperti.

In particolare, sono state trasmesse alle prime 5 Sgr per patrimonio gestito (circa la metà della massa gestita dai fondi comuni di investimento) richieste di dati per la verifica della situazione di liquidità giacente nei portafogli rispetto all'ammontare dei rimborsi richiesti. Ulteriori richieste di dati sono state inviate con riferimento agli Oicr aperti di diritto estero commercializzati alla clientela al dettaglio e gestiti da società riconducibili al medesimo gruppo delle suddette 5 Sgr selezionate (fondi cosiddetti "estero-vestiti" o roundtrip). Le indagini hanno pertanto interessato un campione costituito da 218 fondi aperti di diritto italiano e 260 fondi armonizzati aperti di diritto estero.

Dalle evidenze raccolte è risultato che le attività liquide detenute dai fondi aperti (ossia depositi bancari, pronti contro termine attivi e operazioni assimilate, nonché posizione di liquidità), al netto delle passività a breve, erano tali da consentire di far fronte alle richieste di rimborso.

Gli sviluppi della crisi hanno reso necessario proseguire il monitoraggio della liquidità dei fondi su base quindicinale. Il campione è stato pertanto ampliato includendo le principali 12 Sgr, relativamente ai 423 fondi aperti di diritto italiano da esse gestiti e ai 357 Oicr esteri armonizzati commercializzati alla clientela al dettaglio e gestiti da società riconducibili al medesimo gruppo delle suddette Sgr.

Nel dicembre 2008, in collaborazione con la Banca d'Italia, si è proceduto a verificare l'esposizione dei fondi aperti e delle gestioni individuali ad attività riconducibili ai fondi Madoff.

L'analisi si è svolta mediante la trasmissione di richieste di dati e notizie alle 12 Sgr oggetto di monitoraggio periodico con riguardo alla situazione di liquidità dei fondi aperti. Con riferimento a 4 Sgr, è emersa la presenza nei portafogli di 11 fondi mobiliari aperti di diritto italiano (di cui 10 non armonizzati) di assets esposti a prodotti Madoff per un controvalore

complessivo di circa 13,6 milioni di euro. Con riferimento alle gestioni individuali, sono risultati esposti i portafogli gestiti da 3 Sgr, per un importo pari a circa 28 milioni di euro.

All'esito delle verifiche, si è provveduto a inoltrare a 3 Sgr ulteriori richieste di dati e notizie. Nei confronti di una Sgr è stata avviata una verifica ispettiva per accertamenti legati al processo di gestione, in considerazione della significatività dell'incidenza percentuale degli assets interessati dalla frode Madoff sui portafogli di due fondi da essa gestiti.

La Commissione ha, inoltre, proseguito l'azione di controllo sul segmento dei fondi chiusi immobiliari.

In particolare sono state effettuate 23 richieste di comunicazione di dati e notizie nonché di trasmissione di atti e documenti nei confronti di società operative nella gestione dei fondi immobiliari; in 2 casi si è proceduto alla convocazione formale degli organi sociali. Sono state inoltre avviate e concluse 2 ispezioni ricognitive.

L'azione di vigilanza ha riguardato principalmente i fondi immobiliari che sono al termine della loro durata, ovvero sono in procinto o hanno già avviato la liquidazione del proprio portafoglio immobiliare, con particolare attenzione ai fondi con elevato indebitamento. Al proposito, sono state esaminate le modalità di dismissione degli assets, al fine di verificare il rispetto delle regole di correttezza e trasparenza comportamentale e le procedure adottate dalle Sgr per la valutazione delle attività in portafoglio nelle diverse fasi dell'attività gestoria.

Nel 2008 è proseguita anche l'attività di vigilanza sulla correttezza dei comportamenti delle Sgr che gestiscono 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*).

*I controlli si sono concentrati sulla verifica dell'applicazione delle procedure interne, anche in tema di gestione dei conflitti di interesse, con particolare riguardo alle situazioni di conflitto originate dalla tipologia di attività svolta. Nel corso dell'anno è stato altresì avviato e concluso un procedimento ispettivo ricognitivo nei confronti di una Sgr che gestisce fondi di *private equity*.*

L'attività di controllo è stata particolarmente intensa anche nei confronti delle Sgr che gestiscono fondi speculativi, comparto che negli ultimi anni ha conosciuto un significativo sviluppo (Riquadro 4). In particolare, è stata avviata una ispezione ricognitiva nei confronti di una società di gestione; specifiche iniziative di vigilanza, inoltre, sono state intraprese a fronte degli sviluppi della crisi internazionale.

Un fenomeno che ha sollecitato l'intervento della Commissione ha riguardato l'incremento delle richieste di rimborso che ha interessato i fondi speculativi italiani a partire dal mese di settembre. A quella data, in particolare, i fondi riconducibili a un campione di 19 Sgr, rappresentativo della quasi totalità del patrimonio gestito, hanno registrato un deflusso di circa 5 volte superiore a quello del mese precedente; le richieste di rimborso hanno continuato a essere consistenti anche nei due mesi successivi. L'attività di vigilanza è stata pertanto orientata al controllo delle tensioni di liquidità originate dall'incidenza dei rimborsi sul patrimonio netto. Tale controllo è proseguito fino al mese di dicembre con riferimento alle prime 10 Sgr per massa gestita

Riquadro 4

I fondi speculativi

In Italia, il comparto dei fondi speculativi (cosiddetti *hedge*) ha registrato una crescita significativa negli ultimi anni, sebbene l'accesso a tale prodotto sia riservato a investitori non *retail*. A fronte della assoluta flessibilità gestionale, in termini di strumenti finanziari oggetto di possibile investimento e tecniche utilizzate, che caratterizza gli *hedge funds*, la legislazione italiana pone, infatti, limitazioni in termini di accesso all'investimento (la soglia minima dello stesso non può essere inferiore a 500.000 euro) e di distribuzione (le quote di fondi speculativi non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento).

Gli sviluppi della crisi finanziaria hanno inciso negativamente sui fondi *hedge*, che hanno dovuto far fronte a consistenti richieste di rimborso, nonché operare nel rispetto dei divieti di vendita allo scoperto applicati su molti mercati azionari come misura di contenimento degli effetti della crisi.

I fondi di fondi *hedge*, tipologia nettamente prevalente nel mercato italiano, sono stati investiti dalle difficoltà dei fondi *target*, a loro volta oggetto di consistenti richieste di rimborso e da difficoltà gestionali indotte dall'illiquidità delle attività detenute in portafoglio. Rispetto ai fondi cosiddetti puri, i fondi di fondi *hedge* risultano più esposti ai rischi operativi, in quanto i processi produttivi dei soggetti gestori *target* presentano vaste aree di opacità, soprattutto in tema di monitoraggio della rischiosità dei portafogli e di metodologia di valutazione degli strumenti finanziari detenuti (cosiddetto *mark to model*).

In ambito nazionale le difficoltà sperimentate dai fondi di fondi *hedge* hanno trovato una risposta normativa nelle disposizioni dell'art. 14, commi 6-9, del d.l. 29 novembre 2008, n. 185, che ha introdotto la possibilità di sospensione del rimborso delle quote (cosiddetto *gate*) e di scissione parziale del fondo, trasferendo le attività illiquide in un nuovo fondo di tipo chiuso (cosiddetto *side-pocket*).

Situazioni analoghe si sono registrate anche presso taluni paesi dell'Unione Europea. È altresì in atto un processo di riforma della disciplina dei fondi *hedge* che vede coinvolti diversi gruppi e organismi internazionali (il G-20, il *Financial Stability Forum*, la Iosco e le Istituzioni europee).

Alla luce del consenso che si registra su taluni temi, sembra destinato a essere abbandonato il tradizionale approccio basato sull'autoregolamentazione. Tra i temi di maggiore attenzione, si ricordano il rapporto dei fondi con i centri cosiddetti *off-shore*, ove assai spesso i gestori domiciliano i fondi speculativi gestiti; l'esigenza di adeguare le procedure di gestione alla manifestazione di rischi finora sottovalutati, quale quello di liquidità; la definizione di regole di condotta più rigorose nell'ambito delle scelte di investimento, soprattutto nel caso di fondi di fondi.

La regolamentazione italiana che già prevede, tra l'altro, regole organizzative, procedurali e di correttezza di comportamento, costituisce un possibile modello di riferimento per la definizione della disciplina degli *hedge fund*.

di fondi speculativi italiani. Con particolare riguardo a un campione di 126 fondi di fondi speculativi, è emerso inoltre che 31 fondi (rappresentativi in termini di patrimonio di circa il 37 per cento del campione) esibivano una componente illiquida del portafoglio (costituita da fondi interessati da procedure di sospensione dei rimborsi o del calcolo del Nav, liquidazione, operazioni di separazione di parti di patrimonio collegate a un rimborso a medio lungo termine - cosiddetto side-pocket) compresa tra il 15 e il 55 per cento del patrimonio netto.

In seguito alla frode Madoff, è stata verificata l'esposizione dei fondi speculativi italiani nell'ambito del Gruppo permanente di esperti sul risparmio gestito del Cesr (Investment Management Expert Group). I controlli, effettuati con riferimento a 10 Sgr di fondi speculativi, hanno condotto alla richiesta di trasmissione della documentazione a supporto delle scelte di investimento nei confronti di 2 Sgr maggiormente esposte, con particolare attenzione ai processi di analisi e valutazione preventiva dell'investimento.

Per ciò che riguarda il profilo dell'informativa da rendere ai sottoscrittori, nel corso del 2008 è proseguita l'attività di vigilanza *ex-ante* sui prospetti dei fondi comuni di investimento aperti e chiusi (si veda il precedente capitolo I "La vigilanza sulle società").

La retrocessione di commissioni a favore dei collocatori nel 2007 continua a costituire la componente più rilevante del costo del "prodotto-fondo" sostenuto dall'investitore (67 per cento).

In alcuni casi, inoltre, le Sgr si sono avvalse dei prospetti d'offerta dei fondi aperti per rendere agli investitori l'informativa che, in base alla regolamentazione vigente, deve essere diffusa prima dell'avvio del servizio di gestione, come ad esempio le informazioni sulla best execution e sugli incentivi pagati o ricevuti.

L'esame della struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e della presenza dei requisiti di indipendenza degli amministratori è proseguito anche nel 2008. In particolare, è stata analizzata la composizione dei consigli di amministrazione delle prime 17 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito al 31 dicembre 2008 (le quali, con un patrimonio complessivo di 154 miliardi di euro, rappresentavano l'89 per cento del totale del patrimonio gestito dei fondi armonizzati di diritto italiano; Tav. 32).

Dall'analisi si evince che nel 2008 il numero complessivo dei consiglieri è diminuito di 25 unità rispetto all'anno precedente, passando da 179 a 154.

Si registra inoltre un lieve miglioramento con riguardo a: i) una maggiore snellezza dei consigli, che deriva dalla riduzione del numero di consiglieri senza particolari incarichi (né esecutivi, né indipendenti); ii) una maggiore efficacia dei consigli, misurata dal maggior peso dei consiglieri esecutivi; iii) una minore sovrapposizione tra i consiglieri della Sgr e i consiglieri della capogruppo e/o del gruppo nel suo complesso (essendo passati da 130 a 100 i consiglieri che ricoprono contestualmente più incarichi).

Si rileva, invece, un peggioramento in relazione al grado di indipendenza dei consiglieri, misurato sia in assoluto che relativamente all'anno precedente. Se confrontato con il rapporto ideale suggerito dai Codici di Autodisciplina per le società quotate, il numero dei consiglieri indipendenti è modesto, con una media di 1,5 consiglieri indipendenti ogni 10 nel 2008.

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>
		2008							
Cariche ricoperte nella capogruppo	Presidente		1						1
	Vice Presidente								--
	Amministratore Delegato								--
	Consigliere		3	3	1	3			10
	Consigliere esecutivo		1						1
	Consigliere indipendente								--
	Direttore Generale		3			1			4
	Vice Direttore Generale	1	2						3
	Dirigente		7	1		1			9
Cariche in altre società del gruppo		7	42	5	12	6			72
Senza cariche nelle società del gruppo		3	30	6	11			4	54
<i>Totale complessivo</i>		<i>11</i>	<i>89</i>	<i>15</i>	<i>24</i>	<i>11</i>	<i>--</i>	<i>4</i>	<i>154</i>

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi alle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito. Dati di fine periodo.

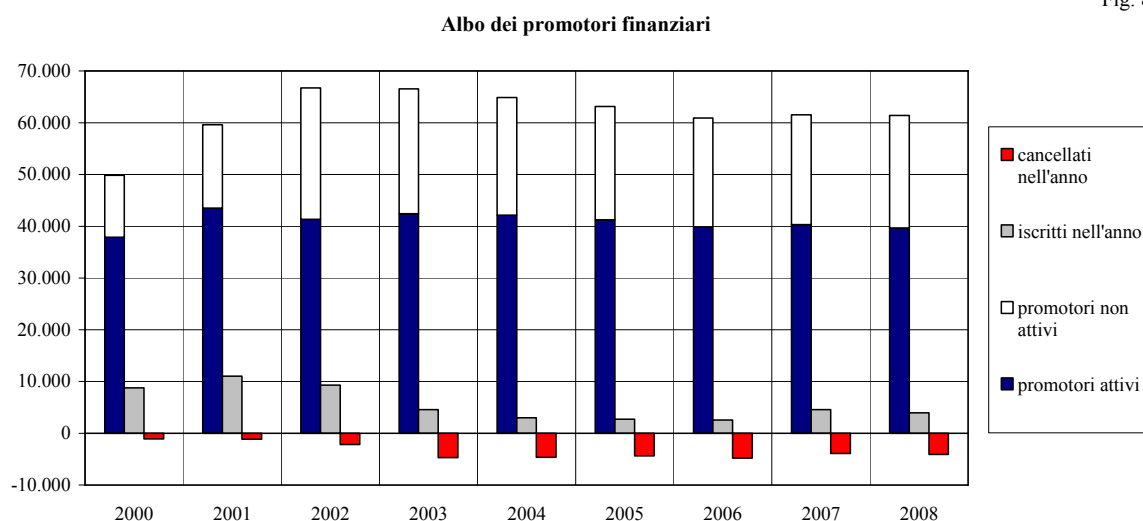
3. I promotori finanziari

L'azione di vigilanza sui promotori finanziari ha tratto impulso dagli esposti degli investitori (circa 102 nel 2008) e dalle verifiche ispettive condotte presso gli intermediari, oltre che dalle comunicazioni dell'Autorità Giudiziaria e dalle segnalazioni degli stessi intermediari e delle Commissioni regionali.

Nel 2008 la Consob ha adottato nei confronti dei promotori finanziari numerosi provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività e ha trasmesso 42 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"). Inoltre, nel 2008 sono state effettuate, per finalità di vigilanza sui promotori, 546 richieste di dati e notizie.

Con riferimento alla dinamica dell'Albo dei promotori finanziari, che dal 1° gennaio 2009 è tenuto dall'Organismo per la tenuta dell'Albo Promotori Finanziari, nel 2008 si è registrata una flessione dei soggetti iscritti (-0,2 per cento) e dei promotori attivi (-1,6 per cento) (Fig. 80).

Fig. 80



IV – I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

1. L'attività sanzionatoria

Nel 2008 la Commissione ha adottato 136 provvedimenti sanzionatori (200 nel 2007), a fronte di 156 procedimenti (227 nel 2007), per accertate violazioni delle disposizioni del Tuf e dei relativi regolamenti attuativi.

L'ammontare complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a 6,5 milioni di euro, a fronte di circa 43,7 milioni di euro nel 2007; inoltre, a seguito di accertate fattispecie di insider trading, sono stati sequestrati, e successivamente confiscati, beni per un controvalore complessivo pari a 5,5 milioni di euro (39,9 milioni di euro nel 2007). Nei confronti degli autori di violazioni che configurano abuso di informazioni privilegiate sono state anche comminate sanzioni interdittive accessorie (perdita dei requisiti di onorabilità e incapacità ad assumere incarichi di direzione, amministrazione e controllo in società quotate) per complessivi 18 mesi (117 nel 2007).

La riduzione del controvalore delle sanzioni pecuniarie complessivamente applicate dipende dal fatto che nel corso del 2007 avevano trovato conclusione procedimenti sanzionatori relativi a vicende societarie particolarmente rilevanti in materia di abusi di mercato in esito alle quali erano state applicate sanzioni per un ammontare complessivo pari a 35,6 milioni di euro.

2. I provvedimenti in materia di abusi di mercato

Nel 2008 i provvedimenti sanzionatori assunti dalla Commissione per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato sono stati in totale 5 (11 nel 2007), concernenti tutti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate (Tav. 33).

Tav. 33

Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato
(valori monetari in migliaia di euro)

	numero casi		numero soggetti interessati		importo sanzioni		importo confische		numero soggetti interessati da pene accessorie		pene accessorie (mesi)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Insider trading ¹	8	5	8	6	5.358	2.052	39.893	5.478	8	6	63	18
Manipolazione ²	3	--	9	--	30.207	--	--	--	5	--	54	--
<i>Totale</i>	<i>11</i>	<i>5</i>	<i>17</i>	<i>6</i>	<i>35.565</i>	<i>2.052</i>	<i>39.893</i>	<i>5.478</i>	<i>13</i>	<i>6</i>	<i>117</i>	<i>18</i>

¹ Illecito sanzionato ai sensi dell'art. 187-bis Tuf. ² Illecito sanzionato ai sensi dell'art. 187-ter Tuf.

Le sanzioni pecuniarie comminate, complessivamente pari a poco più di 2 milioni di euro, hanno riguardato in tutto 6 soggetti, di cui 5 persone fisiche e 1 persona giuridica, quest'ultima sanzionata ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (responsabilità dell'ente).

Nei confronti delle stesse persone fisiche sanzionate è stata anche 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) per complessivi 18 mesi; inoltre, nei confronti dei medesimi soggetti è stata disposta la confisca, parimenti obbligatoria ai sensi dell'art. 187-*sexies* del Tuf, di beni appartenenti agli autori delle violazioni per un valore complessivo pari a circa 5,5 milioni di euro.

Le violazioni del divieto di abuso di informazioni privilegiate accertate dalla Commissione hanno riguardato tutti casi di *secondary insiders*, ovverosia soggetti venuti in possesso dell'informazione privilegiata da un *primary insider* che hanno posto in essere condotte vietate ai sensi dell'art. 187-*bis* del Tuf.

Tra i procedimenti conclusi si segnala quello che ha portato all'adozione di provvedimenti sanzionatori in relazione a operazioni di vendita di azioni della società Fidia Spa effettuate in concomitanza con la realizzazione di iniziative nell'ambito di un progetto di fusione tra la stessa Fidia Spa e Prima Industrie Spa, comunicato al mercato il 7 giugno 2005.

In particolare, gli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob hanno evidenziato che la società, per mezzo del Direttore Generale, aveva effettuato operazioni di vendita di azioni proprie detenute dalla stessa società, tra il 24 e il 30 agosto 2005, sfruttando l'informazione non comunicata al mercato, circa una importante contrazione del fatturato della società stessa, che si discostava significativamente dai risultati previsti dalla società nel proprio business plan 2005-2007. Ne conseguiva, pertanto, la consapevolezza, da parte dei vertici di Fidia, delle ripercussioni negative che tale notizia avrebbe potuto avere sull'esito del progetto di fusione in fieri, poi effettivamente venuto meno a causa della rinuncia allo stesso da parte di Prima Industrie proprio a seguito della diffusione della notizia circa il trend negativo dei dati contabili di Fidia. Le indagini hanno, altresì, dimostrato che la medesima condotta abusiva andava ascritta anche al socio controllante nonché Presidente di Fidia.

*Quanto sopra ha sostanziato violazione dell'art. 187-*bis* del Tuf (abuso di informazioni privilegiate), con conseguente applicazione di sanzioni pecuniarie nei confronti delle due persone fisiche responsabili delle violazioni, nonché della stessa Fidia Spa nel cui interesse erano state compiute le vendite di azioni proprie detenute dalla società medesima. 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. Nei confronti dei soggetti che avevano tratto vantaggio dalla descritta operatività (Fidia Spa e socio controllante) è stata inoltre applicata la sanzione della confisca dei beni per un totale di 1,8 milioni di euro.*

Un altro caso di abuso di informazioni privilegiate è stato accertato in relazione ad acquisti di azioni Interbanca Spa riconducibili a un componente del patto di sindacato che governava Banca Popolare Antoniana Veneta all'epoca dei fatti oggetto del procedimento.

Tale soggetto aveva effettuato detti acquisti abusando dell'informazione privilegiata (acquisita in ragione della sua appartenenza a una delle componenti del patto di sindacato) relativa al progetto della Banca Popolare Antoniana Veneta di lanciare un'Opa sulla totalità delle azioni Interbanca.

Gli accertamenti svolti hanno evidenziato che il profitto effettivo conseguito dall'insider sulla posizione in azioni Interbanca, determinato utilizzando il prezzo medio ponderato di cessione, è stato pari a 723.200 Euro.

L'autore della violazione è stato oggetto prima di procedimento penale e, successivamente, di procedimento sanzionatorio amministrativo (per effetto dell'intervenuta depenalizzazione delle fattispecie di insider secondario); da tale procedimento è conseguita l'applicazione di una sanzione pecuniaria di 1,4 milioni di euro e della sanzione interdittiva accessoria, ai sensi dell'art. 187-quater, comma 1, del Tuf per complessivi quattro mesi, nonché della confisca di beni per un valore di circa 3,3 milioni di euro.

Nel corso del 2008 sono giunti a conclusione i primi 9 procedimenti concernenti violazioni della disciplina delle operazioni di *internal dealing* (art. 114, comma 7, del Tuf e artt. 152-sexies e ss. del Regolamento Consob 11971/999).

Al fine di prevenire fattispecie di market abuse, tali disposizioni pongono a carico dei cosiddetti "soggetti rilevanti" (ossia i soggetti che ricoprono incarichi direttivi/amministrativi in un emittente quotato nonché i partecipanti al capitale dell'emittente medesimo in misura almeno pari al 10 per cento e i soggetti a questi strettamente legati specificamente indicati nel comma 7 dell'art. 114 del Tuf) obblighi di comunicazione delle operazioni, aventi ad oggetto azioni emesse dall'emittente o altri strumenti finanziari a esse collegati, da loro effettuate, anche per interposta persona.

In relazione a tali violazioni, sono state applicate sanzioni pecuniarie complessivamente pari a circa 400 mila euro, nei confronti di 7 persone fisiche e 2 persone giuridiche.

3. I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

I procedimenti concernenti violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare conclusi nel 2008 con l'adozione di provvedimenti sanzionatori sono stati in totale 7 (16 nel 2007) e hanno riguardato 5 banche, una Sim e una Sgr (Tav. 34, Fig. 81).

Le relative sanzioni pecuniarie, pari a circa 2,9 milioni di euro (2,7 milioni nel 2007), sono state comminate nei confronti di 103 esponenti aziendali (196 nel 2007). Le violazioni riscontrate a seguito delle iniziative di vigilanza, anche ispettive, hanno avuto ad oggetto inadempienze di tipo sia procedurale che comportamentale.

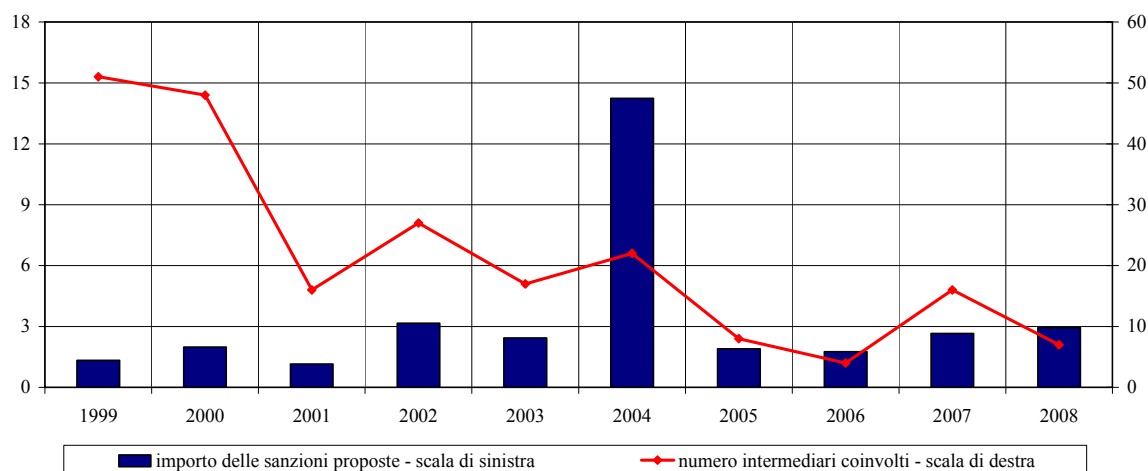
Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero intermediari coinvolti					Numero esponenti sanzionati					Importo delle sanzioni ²				
	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
2008	5	1	--	1	7	85	13	--	5	103	2.807	29	--	109	2.945

¹ 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. ² L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Fig. 81

Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari¹
(milioni di euro)



¹ 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 irregolarità di maggiore rilevanza hanno riguardato: i) il mancato rispetto della disciplina primaria e secondaria (nel testo vigente all'epoca dei fatti oggetto dei procedimenti) 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 un'adeguata vigilanza interna sulle attività svolte dalle reti di vendita; ii) l'inidoneità delle procedure per la individuazione e gestione dei conflitti d'interesse; iii) la violazione delle disposizioni in materia di preimputazione e registrazione degli ordini; iv) 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; v) la violazione delle disposizioni in materia di adozione e tenuta del registro dei reclami ricevuti dalla clientela nonché di adozione del registro delle verifiche; vi) la mancata adozione del registro elettronico degli ordini impartiti dalla clientela e delle operazioni eseguite.

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggiore rilevanza assunti nel 2008 per accertate violazioni alla disciplina degli intermediari, si segnala quello adottato nei confronti di esponenti aziendali di Banca Italease Spa in relazione alle carenze procedurali riscontrate nella prestazione del servizio di negoziazione in conto proprio avente ad oggetto derivati *over the counter*.

Le violazioni accertate hanno riguardato, in particolare, l'assenza di procedure idonee a garantire un'adeguata conoscenza, da parte del cliente, della natura, dei rischi e delle implicazioni delle operazioni stipulate, necessarie affinché l'investitore potesse compiere consapevoli scelte d'investimento o disinvestimento. La violazione è risultata tanto più grave in considerazione delle peculiarità dell'offerta dell'intermediario, orientata, nel periodo oggetto del procedimento, verso strumenti derivati dalla struttura complessa e ad alto grado di rischiosità. Carenze procedurali sono state, inoltre, accertate sia con riguardo alla fase di valutazione dell'effettiva coerenza tra le caratteristiche contrattuali dello strumento derivato e le esigenze finanziarie del cliente, sia con riferimento all'obbligo di acquisire un'effettiva conoscenza della clientela, attraverso l'ottenimento di informazioni in merito all'esperienza in materia di investimenti finanziari, alla situazione finanziaria, agli obiettivi d'investimento e alla propensione al rischio del singolo investitore. Sostanzialmente assenti sono risultate, infine, le procedure necessarie alla valutazione del valore di mercato (mark to market) e alla conseguente definizione delle condizioni economiche (pricing) applicate alle operazioni in derivati over the counter concluse da Banca Italease con la clientela.

Con riferimento ai promotori finanziari, nell'anno 2008 sono stati adottati complessivamente 93 provvedimenti sanzionatori (116 nel 2007), di cui 44 radiazioni dall'albo, 43 sospensioni a tempo determinato (da minimo un mese a massimo quattro mesi), 2 sanzioni pecuniarie (per un importo di 1.516 euro) e 4 richiami scritti. Sono state, inoltre, effettuate 42 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte (Tav. 35).

Le irregolarità più ricorrenti poste in essere dai promotori finanziari hanno riguardato: i) l'acquisizione di disponibilità di pertinenza degli investitori, 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; v) la mancata conservazione della documentazione relativa al rapporto con l'investitore.

Tav. 35

Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari

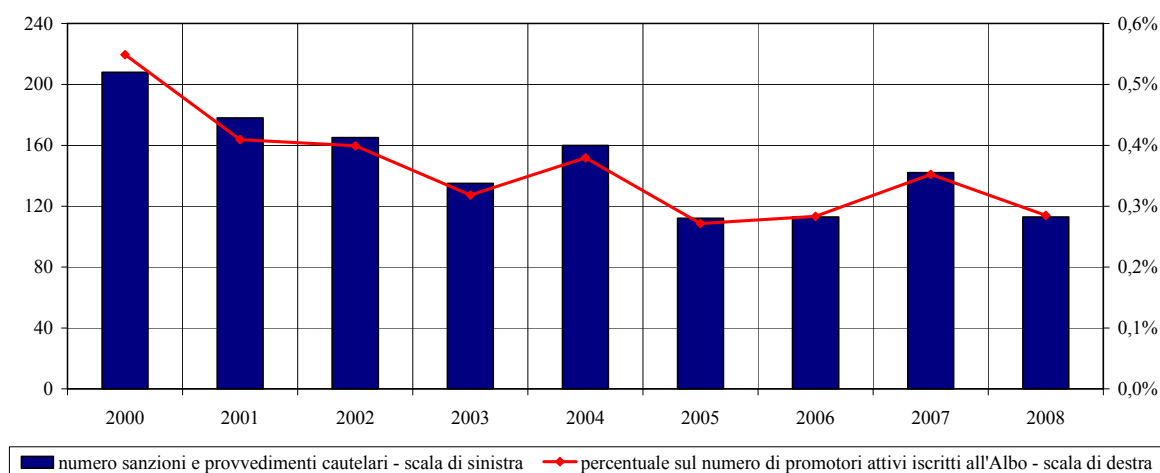
	Tipo di provvedimento						
	Sanzioni				Totale	Provvedimenti cautelari	Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
	Richiamo	Radiazione dall'Albo	Sospensione dall'Albo a tempo determinato	Sanzione amministrativa pecuniaria		Sospensione dell'attività a tempo determinato ¹	
1997	8	39	5	--	52	64	58
1998	11	86	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
2008	4	44	43	2	93	20	42

¹ 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 complessivo di provvedimenti sanzionatori ha registrato un calo rispetto all'anno precedente, in ragione della riduzione del numero di radiazioni dall'Albo; risulta in diminuzione anche il numero dei provvedimenti cautelari (dai 26 del 2007 a 20). I provvedimenti sanzionatori e cautelari riguardano una percentuale ridotta dei promotori attivi (Fig. 82).

Fig. 82

Sanzioni e provvedimenti cautelari adottati nei confronti di promotori finanziari



4. I provvedimenti relativi agli emittenti

I provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina in materia di emittenti assunti dalla Commissione nel 2008 sono stati 30 (54 nel 2007) e hanno riguardato infrazioni alla normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto (2), informativa societaria (18), partecipazioni rilevanti (9), patti parasociali (1) (Tav. 36).

Tav. 36

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 voto¹
(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
2008	--	2	18	10	--	30	--	3	18	10	--	--	179	923	408	--	1.510

¹ 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.

A fronte dei summenzionati provvedimenti sanzionatori, la Commissione ha applicato sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 1,5 milioni di euro, significativamente inferiore alle sanzioni comminate negli anni 2006 e 2007, quando si sono attestate rispettivamente a 5,1 milioni e a 6,3 milioni. Tale riduzione trova giustificazione nella circostanza che nel corso dei due anni precedenti erano stati conclusi taluni procedimenti di significativa rilevanza anche in ordine alla gravità delle condotte illecite accertate (Tav. 37, Fig. 83).

Tra i casi di violazione accertati, merita di essere segnalato quello relativo all'inadempimento da parte di RCS MediaGroup Spa dell'obbligo, gravante in capo agli emittenti quotati ai sensi dell'art. 66, comma 8, del Regolamento Consob 11971/99, di procedere (in presenza di notizie diffuse tra il pubblico circa la relativa situazione economica, patrimoniale e finanziaria, ovvero concernenti operazioni di finanza straordinaria e, comunque, l'andamento dei loro affari, che abbiano avuto un effetto rilevante sul prezzo degli strumenti finanziari emessi dai medesimi soggetti) alla pubblicazione tempestiva di un comunicato in merito alla veridicità delle

notizie stesse, integrandone o correggendone ove necessario il contenuto, e ciò al fine di ripristinare condizioni di parità informativa sul mercato.

Tav. 37

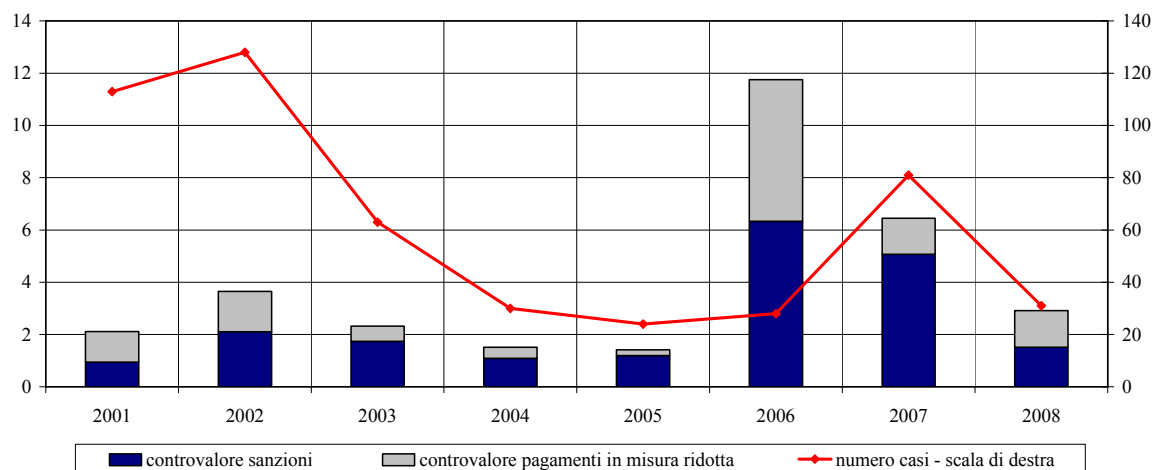
Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni di norme in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto
(valori monetari in migliaia di euro)

	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 ¹	21	--	27	21	4	1	23	--	49	217	42	10	1.105	--	1.374
2008	3	--	--	14	--	17	27	--	--	18	--	45	327	--	--	1.081	--	1.408

¹ 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.

Sanzioni amministrative in materia di appello al pubblico risparmio e informativa societaria¹
(milioni di euro)

Fig. 83



¹ A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Nel caso di specie, nelle giornate del 22 novembre 2006 e del 25 gennaio 2007, gli organi di stampa avevano diffuso indiscrezioni in merito all'eventualità di un'imminente operazione di

acquisizione del gruppo editoriale spagnolo Recoletos da parte di RCS MediaGroup Spa. Nelle medesime giornate veniva registrato un andamento al rialzo delle quotazioni delle azioni RCS MediaGroup Spa.

A fronte di tali indiscrezioni di stampa, RCS MediaGroup Spa in data 25 gennaio 2007 aveva pubblicato un comunicato stampa nel quale, pur confermando di valutare con interesse le opportunità di ulteriore sviluppo sui mercati internazionali, compreso quello spagnolo, aveva tuttavia smentito l'esistenza di trattative in corso per l'acquisizione del gruppo Recoletos.

Successivamente, in data 7 febbraio 2007, RCS MediaGroup Spa diffondeva al pubblico un altro comunicato stampa con il quale dava notizia dell'avvenuta presentazione dell'offerta per l'acquisizione di Recoletos.

In relazione ai fatti sopra citati e alla relativa tempistica, la Consob ha condotto indagini all'esito dalle quali è risultato che RCS, nel menzionato comunicato, aveva ommesso di avere uno specifico interesse per l'acquisizione di Recoletos, di aver conferito, a tal fine, appositi incarichi a consulenti esterni per l'assistenza alla valutazione del progetto e di aver già avuto contatti con la controparte.

I fatti accertati hanno, pertanto, evidenziato l'inadempimento di RCS dell'obbligo, sancito dall'art. 66, comma 8, del Regolamento Consob 11971/99, di ripristinare la parità informativa sul mercato ove sia possibile presumere, per effetto della coesistenza di indiscrezioni di stampa e di variazioni di rilievo delle quotazioni dei titoli interessati, la disomogenea disponibilità tra gli operatori e il pubblico degli investitori di informazioni caratterizzate da adeguata precisione; in relazione a tale violazione, RCS MediaGroup Spa è stata sanzionata per 200 mila euro.

Nel corso del 2008 sono stati espletati, inoltre, due procedimenti sanzionatori di particolare rilievo, che hanno tratto origine dalle risultanze dell'attività d'indagine, anche ispettiva, relativa alle due operazioni di offerta pubblica d'acquisto, poste in essere da società del Gruppo Pirelli a metà 2007, aventi ad oggetto le quote dei fondi comuni d'investimento immobiliare chiusi denominati Tecla e Berenice.

Dal complesso degli accertamenti svolti sono emerse plurime violazioni sia della normativa in materia di intermediari che delle disposizioni disciplinanti le operazioni di offerta pubblica d'acquisto.

Sotto il primo profilo, gli illeciti accertati hanno riguardato soprattutto violazioni delle disposizioni in materia di gestione delle situazioni di conflitto d'interesse e del dovere posto in capo alle Sgr di agire in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo; Pirelli RE Sgr non aveva infatti adottato le misure necessarie per prevenire o, per lo meno, ridurre al minimo gli effetti negativi per i titolari delle quote dei due fondi comuni Tecla e Berenice derivanti dalla situazione, concreta e attuale all'epoca dei fatti, di conflitto di interesse in cui versava la predetta Sgr (nella sua qualità di "emittente" delle quote oggetto delle operazioni di offerta) nei rapporti con la controllante Pirelli RE Spa: le due Opa erano state infatti promosse dal "veicolo societario" Gamma RE Bv, a sua volta riconducibile alla stessa Pirelli RE.

Quanto alle violazioni accertate con riguardo alla disciplina in materia di offerte pubbliche d'acquisto, le condotte sanzionate hanno avuto ad oggetto, in particolare, accertate carenze informative riscontrate nei due documenti d'offerta (nella parte relativa alla descrizione delle

motivazioni e dei programmi futuri dell' "emittente" e, limitatamente al documento relativo all'offerta su quote del fondo Berenice, anche con riferimento all'indicazione dei criteri di determinazione del corrispettivo), nonché la violazione delle regole di correttezza in sede di predisposizione e definizione dei contenuti dei comunicati diffusi dallo stesso "emittente", contenenti le valutazioni di competenza in merito alla citate operazioni, stanti le numerose interferenze poste in essere dalla controllante Pirelli RE, favorite e/o avallate dagli esponenti aziendali della controllata Pirelli RE Sgr.

Entrambi i procedimenti sanzionatori sopra richiamati si sono conclusi a inizio 2009 con l'applicazione a carico di esponenti aziendali delle due società del Gruppo Pirelli sopra menzionate di sanzioni pecuniarie pari complessivamente a circa 3,5 milioni di euro.

Sempre con riguardo agli accertamenti svolti dalla Consob in merito alle ipotesi di violazione della normativa sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari, in relazione a due fattispecie, è stata ravvisata l'esigenza di adottare provvedimenti interdittivi (Tav. 38).

Tav. 38

Provvedimenti cautelari e interdittivi 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 ¹	2	3	1	6
2007	--	1	--	1
2008	2	1	--	3

¹ Nel corso del 2006 è stato inoltre adottato un provvedimento di sospensione cautelare in seguito revocato. Nel 2008 uno dei casi di sospensione ha poi generato un relativo provvedimento di divieto nel corso dello stesso anno ugualmente registrato nella tabella.

Con riferimento al primo dei suddetti casi, avente ad oggetto l'offerta in sottoscrizione di azioni di una costituenda banca posta in essere dal relativo comitato promotore, è stato adottato un provvedimento cautelare di sospensione cui ha fatto seguito un provvedimento di divieto. In relazione al secondo caso, avente ad oggetto un prodotto finanziario innovativo, è stato adottato, alla fine del 2008, un provvedimento di natura cautelare che, presumibilmente, qualora persistano i presupposti, potrebbe essere confermato con l'adozione di un provvedimento di divieto nei primi mesi del 2009.

Nel corso del 2008, inoltre, la Consob, nell'ambito dell'attività di vigilanza su internet, ha rilevato attività abusive di sollecitazione all'investimento e ha pertanto disposto l'oscuramento di 6 dei 44 spazi web visitati.

V – L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

1. La disciplina degli emittenti

Nel corso del 2008 la Commissione ha proseguito l'intensa attività di regolamentazione avviata sulla base delle deleghe conferite dalla legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262) e del recepimento di talune direttive comunitarie. Tale attività, che ha comportato numerose iniziative di consultazione dei partecipanti al mercato, è stata indirizzata a modifiche regolamentari, ovvero alla emanazione di comunicazioni, raccomandazioni e orientamenti interpretativi.

Nel mese di aprile, l'Istituto ha sottoposto alla consultazione del pubblico una proposta di regolamentazione di attuazione della delega legislativa attribuita dall'art. 2391-bis c.c. in materia di operazioni con parti correlate.

La proposta di regolamentazione prevede, per tali operazioni, una nuova disciplina organica che comprende sia obblighi di informazione immediata e periodica, sia principi in materia di procedure che le società devono adottare al fine di assicurare le necessarie condizioni di correttezza nell'intero processo di realizzazione delle operazioni con parti correlate.

Con riguardo ai profili di trasparenza nei confronti del mercato, la proposta di regolamentazione prevede un rafforzamento della disciplina attuale, richiedendo l'immediata comunicazione al mercato delle operazioni che superano determinate soglie quantitative o che presentano specifiche caratteristiche qualitative. Con riguardo ai profili di correttezza procedurale, la proposta di regolamentazione attribuisce un ruolo centrale agli amministratori indipendenti nell'assicurare che le operazioni siano realizzate nell'interesse della società.

Dopo un'ampia e articolata consultazione pubblica, la Commissione, con delibera 16840 del 24 marzo 2009, ha adottato le modifiche al regolamento emittenti concernenti le disposizioni in materia di prospetto relativo all'offerta al pubblico o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato, completando a livello nazionale il quadro normativo di recepimento della Direttiva Prospetti (2003/71/CE).

In occasione del recepimento della normativa comunitaria si è inteso anche precisare meglio i contenuti dell'attività istruttoria di competenza della Consob e introdurre semplificazioni nell'*iter* di approvazione dei prospetti.

Al riguardo, occorre segnalare che il legislatore comunitario ha individuato nella verifica della completezza del prospetto, comprendendo in essa la coerenza delle informazioni e loro comprensibilità, le finalità del controllo preordinato all'approvazione del prospetto stesso e ha fissato i tempi entro i quali detta attività deve essere effettuata. Si tratta di una novità in materia, tenuto conto che in passato il Tuf non ha mai definito le caratteristiche del controllo che la Consob deve effettuare sul prospetto, rimettendo tale valutazione alla dottrina e, soprattutto, alla giurisprudenza. È evidente, infatti, che tale attività definitoria si riflette anche sull'ambito e la

portata della responsabilità attribuita alle Autorità competenti, che la Direttiva Prospetti non ha direttamente disciplinato.

In tale materia, nell'ambito della consultazione svolta, sono state sottoposte al mercato talune precisazioni in merito al contenuto e alla portata dei controlli di completezza, coerenza e comprensibilità assegnati alla Consob, anche alla luce di un confronto comparativo con le prassi di altre Autorità dell'Unione europea. Tale comparazione è risultata particolarmente significativa con riferimento a quegli aspetti che non sono compiutamente disciplinati dalla normativa comunitaria (ad esempio, il numero e la tipologia dei documenti da allegare in occasione del deposito della bozza iniziale di prospetto informativo, oppure la natura delle verifiche effettuate con riferimento a eventuali notizie stampa pubblicate).

In vista di una maggiore speditezza dell'esame istruttorio, sono stati altresì introdotti nuovi termini entro i quali gli emittenti o gli offerenti sono tenuti a fornire le informazioni supplementari eventualmente richieste dall'Autorità, il mancato rispetto dei quali comporta la improcedibilità dell'istanza di approvazione del prospetto. Tali termini si aggiungono a quelli previsti per l'approvazione del prospetto da parte della Consob, già fissati nel vigente regolamento in 10 giorni lavorativi nel caso di emittenti già quotati, o che hanno già svolto offerte pubbliche, e in 20 giorni lavorativi negli altri casi.

Al fine di fornire al mercato certezze circa la durata complessiva dell'iter amministrativo di approvazione del prospetto, è stato poi stabilito un termine massimo entro cui la Consob deve esprimersi, in merito alla relativa richiesta (40 ovvero 70 giorni lavorativi a seconda della tipologia dell'offerta). È comunque prevista, in vista di situazioni eccezionali, anche indipendenti dalla volontà dei proponenti l'offerta, la possibilità di una breve proroga di tale termine complessivo.

Risponde alle finalità di semplificazione anche il venir meno dell'obbligo di sottoscrizione della comunicazione prevista dall'art. 94 del Tuf, posto in capo al responsabile del collocamento; quest'ultimo, inoltre, in base alla nuova disciplina non sarà più tenuto a firmare il prospetto, atteso che la sua responsabilità è espressamente sancita dall'art. 94, comma 9 del Tuf, in base al quale "la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee a influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento (...)". Si è inoltre proceduto a modificare gli Allegati IA e II del Regolamento Emittenti, riducendo così sensibilmente il numero dei documenti da fornire alla Consob in sede di presentazione della richiesta di approvazione del prospetto.

Fra le altre modifiche regolamentari di rilievo, si segnala l'istituzione, in attuazione della delega legislativa, di un Registro tenuto dalla Consob per le persone fisiche e le piccolo-medie imprese da considerarsi quali investitori qualificati, che consente a tali soggetti, ove iscritti, di essere esclusi dalla applicazione della disciplina delle offerte pubbliche. In ragione dei tempi necessari per l'organizzazione e l'avvio del Registro, le disposizioni regolamentari che disciplinano la materia sono state assoggettate a un regime transitorio, accogliendo in tal modo talune istanze rappresentate in sede di consultazione.

Le modifiche apportate alla legislazione primaria hanno inoltre offerto l'opportunità di realizzare una diversa articolazione delle norme regolamentari in modo da rendere autonoma la disciplina relativa agli Oicr e ai prodotti finanziari emessi da imprese di

assicurazione. Si è inoltre ravvisata la necessità di apportare alla struttura degli schemi di prospetto degli Oicr aperti (sia italiani che esteri non armonizzati) e dei prodotti finanziari-assicurativi innovazioni tese ad agevolare la comprensione da parte degli investitori delle caratteristiche dei prodotti e a favorire l'assolvimento degli obblighi di trasparenza informativa da parte degli intermediari nel rapporto con i clienti (si veda il successivo paragrafo 5).

Nell'ambito dei lavori per il recepimento della Direttiva Prospetti sono state sottoposte a pubblica consultazione anche le disposizioni regolamentari relative all'attuazione dell'art. 205 del Tuf. Tali disposizioni individuano le condizioni al ricorrere delle quali le offerte di acquisto e di vendita di strumenti finanziari effettuate negli Mtf o da internalizzatori sistematici non costituiscono offerta al pubblico di prodotti finanziari, né offerta pubblica di acquisto o di scambio.

Le norme, adottate nel novembre 2008, hanno inteso temperare le esigenze di funzionalità delle nuove sedi di scambi senza peraltro far venir meno, nei casi necessari, gli obblighi informativi indispensabili per una efficiente tutela degli investitori.

In materia di assetti proprietari, il recepimento della Direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti (2004/109/CE, cosiddetta Direttiva *Transparency*) ha rappresentato l'occasione per una rivisitazione complessiva della disciplina italiana già vigente sulla trasparenza proprietaria, al fine di procedere, oltre che agli adeguamenti peraltro minimi imposti dalla direttiva, a una razionalizzazione della stessa, senza con ciò diminuire il livello di trasparenza del mercato assicurato sinora dalle disposizioni nazionali.

In particolare, nel documento di consultazione pubblicato nel mese di luglio, riguardante le modifiche da apportare al Regolamento emittenti, sono state proposte taluni emendamenti tesi a semplificare gli oneri connessi all'acquisizione di partecipazioni rilevanti e a ridurre gli obblighi aggiuntivi rispetto a quelli imposti dalla direttiva non motivati da specifiche esigenze di tutela della trasparenza. Inoltre, si è proceduto alla riduzione del numero delle soglie rilevanti ai fini degli obblighi di notifica, pur mantenendo la soglia minima del 2 per cento, confermata dalle norme del Tuf (art. 120).

In relazione agli adempimenti previsti dall'art. 148-bis del Tuf (limiti al cumulo degli incarichi), la Commissione ha apportato, con delibera n. 16515 del 18 giugno 2008, alcune modifiche agli articoli 144-duodecies e seg. e all'allegato 5-bis del Regolamento Emittenti, che disciplinano, fissando dei limiti, il cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo dei componenti degli organi di controllo delle società quotate e degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante. In particolare, è stato ridotto il peso dell'incarico di amministratore in una società controllata qualora il componente dell'organo di amministrazione ricopra analogo incarico nella società capogruppo.

Lo svolgimento di incarichi di amministrazione nell'ambito dello stesso gruppo consente infatti la realizzazione di sinergie, soprattutto in termini di efficienza operativa, che giustificano

una riduzione del peso attribuito per gli incarichi svolti in società controllate (analogamente a quanto già previsto con riferimento all'ipotesi di incarichi in organi di controllo di società appartenenti allo stesso gruppo).

Si è disposto, quindi, che l'incarico di "amministratore di gruppo" benefici di uno "sconto" pari al 40 per cento per gli incarichi in società controllate d'interesse pubblico e in società controllate grandi e del 50 per cento in società controllate medie, sempre nel presupposto che tale soggetto ricopra una carica analoga nella società controllante.

Nel mese di luglio la Commissione, con la Comunicazione n. 8067632, ha fornito un'interpretazione dell'art. 148, co. 3, lett. c), del Tuf in materia di causa di incompatibilità per la carica di componente dell'organo di controllo di un emittente quotato. Tale disposizione fa riferimento alla sussistenza con vari soggetti di rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero *"di altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza"*. La stessa situazione di incompatibilità è applicabile ai membri del consiglio di sorveglianza e del comitato per il controllo sulla gestione per effetto del richiamo al co. 3 dell'art. 148 del Tuf, contenuto nei successivi commi 4-bis e 4-ter.

In tale comunicazione la Commissione ha fornito elementi utili per individuare alcune relazioni rientranti tra gli "altri rapporti di natura professionale", nonché indicazioni circa gli elementi da considerare per valutare l'idoneità di tali rapporti a compromettere l'indipendenza dei componenti dell'organo di controllo. In particolare, con riferimento alla partecipazione alla medesima associazione professionale da parte di membri degli organi di amministrazione e di controllo, al fine di stabilire se il rapporto comprometta l'indipendenza del singolo membro dell'organo di controllo nell'esercizio delle funzioni a esso attribuite, la Commissione ha ritenuto che non si possa prescindere da un esame caso per caso, anche se è possibile individuare indici oggettivi in presenza dei quali una tale minaccia può sussistere.

In linea generale, è stato affermato che sussiste un rapporto di natura professionale tra amministratore e componente dell'organo di controllo, tale da compromettere l'indipendenza del secondo, in tutte le circostanze in cui il rapporto determini un abituale svolgimento in comune della professione o, comunque, una stabile influenza dell'uno sull'altro nello svolgimento dell'attività professionale. Nel particolare caso dell'appartenenza a una associazione professionale assumono, pertanto, rilievo associazioni strutturate in modo da dar luogo a una stabile e continuativa relazione professionale.

La Commissione ha poi individuato alcune ipotesi (affidamento formale e/o sostanziale degli incarichi all'associazione professionale e non ai singoli associati, esistenza di un rapporto di natura gerarchica tra amministratore e membro dell'organo di controllo, condivisione degli utili rivenienti dall'attività svolta dagli associati) che, singolarmente prese, compromettono l'indipendenza, ferma restando la possibilità di configurare altre ipotesi di minaccia di quest'ultima in relazione agli eventuali sviluppi della prassi operativa dell'attività professionale. Tali situazioni assumono inoltre rilievo se le associazioni professionali sono caratterizzate dalla presenza di clausole di sostanziale esclusività e riguardano tendenzialmente l'intera attività professionale dei soggetti coinvolti e non aspetti marginali della stessa.

Nel corso del 2008 la Consob ha inoltre pubblicato una raccomandazione relativa alle informazioni sul prezzo di offerta di azioni e/o obbligazioni convertibili di emittenti non quotati da riportarsi nel prospetto informativo, qualora tali strumenti finanziari non risultino né negoziati in un mercato regolamentato, né oggetto di domanda di ammissione alle negoziazioni in un tale mercato (Raccomandazione n. 8058754 del 19 giugno).

L'Allegato III dei vigenti schemi di prospetto informativo disciplinati dal Regolamento n. 809/2004/CE, come interpretati dal Documento "Q and A" del Cesr ("Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by Cesr Members"), richiede l'indicazione del prezzo a cui saranno offerti gli strumenti finanziari e, "se il prezzo non è noto, o se non esiste un mercato consolidato e/o liquido per gli strumenti finanziari", l'indicazione del metodo di determinazione del prezzo stesso. Il documento del Cesr precisa altresì che, anche ove l'emittente fornisca nel prospetto il prezzo definitivo di offerta ovvero il prezzo massimo, vi possono essere circostanze, legate fondamentalmente allo svolgimento di negoziazioni su detti strumenti finanziari al di fuori di un mercato consolidato e/o liquido, che rendono raccomandabile l'inserimento nel prospetto medesimo di ulteriori informazioni circa i criteri di determinazione del prezzo.

A livello comunitario si richiede la pubblicazione di informazioni accurate, in particolare ove gli strumenti finanziari siano trattati in un mercato che non assicura meccanismi trasparenti per la formazione e pubblicazione dei prezzi in esso registrati. Nella prassi di vigilanza, si è spesso verificato che utili elementi informativi per la valutazione del pricing degli strumenti finanziari oggetto di offerta possono essere ricavati dai prezzi cui vengono scambiati tali strumenti all'interno di Sistemi di Scambio Organizzati (ora sostituiti dai Sistemi Multilaterali di Negoziazione e dagli Internalizzatori sistemati).

A tal proposito, occorre distinguere fra strumenti finanziari negoziati in mercati non regolamentati e strumenti che invece non sono normalmente oggetto di negoziazione. Nel primo caso, si è raccomandato di integrare le indicazioni relative al prezzo di offerta con una serie di elementi informativi relativi alle rilevazioni, anche su base trimestrale, dei volumi scambiati e dei prezzi degli strumenti finanziari negoziati in un periodo di tempo sufficientemente rappresentativo dell'andamento dei titoli, quale, ad esempio, il trimestre più recente e gli ultimi dodici mesi. Fra questi elementi possono essere ricompresi anche i moltiplicatori di prezzo dell'emittente, quali ad esempio il price earning, calcolati sulla base del prezzo di offerta, nonché dei prezzi minimo, massimo e medio ponderato determinati all'interno dei mercati non regolamentati e, per quanto attiene al denominatore dell'indicatore, dei dati dell'ultimo bilancio d'esercizio ovvero, se redatto, dell'ultimo bilancio consolidato dell'emittente medesimo.

Per quanto concerne invece gli strumenti finanziari non scambiati normalmente all'interno di mercati non regolamentati, la raccomandazione fa riferimento ai casi, spesso verificatisi nella prassi, in cui gli emittenti non quotati dichiarano di rendersi disponibili ad agevolare la negoziazione di tali strumenti. In tali ipotesi, nel prospetto di offerta andranno inserite indicazioni sui volumi e sui prezzi unitari di tali strumenti finanziari registrati nelle operazioni di collocamento effettuate negli ultimi dodici mesi.

Nei casi di prospetti di offerta di obbligazioni convertibili, si è raccomandato l'inserimento di analoghi elementi informativi con specifico riguardo alle azioni sottostanti, tenendo conto delle particolari caratteristiche dei titoli nonché delle relative difficoltà di smobilizzo, che andranno

opportunamente evidenziate, se del caso, in apposito paragrafo del capitolo “Fattori di Rischio” del prospetto informativo.

2. La disciplina dell’informativa societaria continua

Nel corso del 2008 la Consob ha partecipato all’attività del gruppo di lavoro organizzato dal Cesr per l’emanazione delle misure di esecuzione (“livello 3”) della direttiva *Transparency*.

In particolare, sono stati predisposti: i) diversi documenti contenenti “posizioni comuni condivise dalle Autorità” da pubblicare nella forma di domande e risposte inerenti a questioni sottoposte dai membri del gruppo e dagli operatori di mercato; ii) il modulo standard per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti; iii) il protocollo da utilizzare per lo scambio di informazioni relative alle decisioni in materia di equivalenza della legislazione dei paesi terzi rispetto a quella UE; iv) le linee di indirizzo in relazione all’attuazione delle disposizioni della direttiva inerenti allo stoccaggio delle informazioni regolamentate in ciascun paese membro della UE; v) la pianificazione dei lavori in relazione alle misure necessarie a sviluppare il network europeo dei meccanismi di stoccaggio nazionali.

Con riferimento all’accesso del pubblico alle informazioni regolamentate su scala europea, la Commissione ha pubblicato, nel luglio 2008, il documento di consultazione riguardante la disciplina delle fasi di *dissemination*, *storage* e *filing* delle informazioni regolamentate, in attuazione delle deleghe conferite dal nuovo art. 113-ter del Tuf (introdotto dal d.lgs. n. 195 del 6 novembre 2007 di recepimento della direttiva *Transparency*). In esito alla consultazione, nel corso della quale sono pervenute osservazioni di sostanziale condivisione della disciplina e utili contributi per il miglioramento del testo proposto, il Regolamento Emittenti è stato opportunamente modificato. Le nuove disposizioni entreranno in vigore dopo un periodo transitorio, in considerazione dei tempi necessari per l’adattamento agli standard previsti dalla nuova disciplina e per l’avvio dei nuovi sistemi di diffusione e stoccaggio delle informazioni regolamentate.

In particolare, con riguardo alla dissemination sono stati previsti identici requisiti di qualità e sicurezza che devono essere posseduti sia dai soggetti terzi autorizzati all’esercizio del servizio di diffusione, sia dagli emittenti qualora decidano di agire in proprio. Per quanto concerne lo storage, è stato contemplato un sistema basato su un numero diversificato di operatori, autorizzati dalla Consob e in possesso di requisiti dalla stessa stabiliti, ognuno dei quali dovrà coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto. Con riferimento al filing, si è stabilito che esso venga attuato tramite collegamento della Consob ai meccanismi di stoccaggio autorizzati, ovvero tramite il sistema di Teleraccolta.

Il documento di consultazione ha altresì esteso gli obblighi di diffusione, stoccaggio e deposito presso la Consob delle informazioni regolamentate anche ai fondi comuni di investimento chiusi e aperti indicizzati quotati in borsa.

Nel corso del 2008 la Commissione ha emanato una Comunicazione in materia di informazioni da pubblicare in occasione di operazioni di aumento di capitale riservate a un unico investitore, quindi con esclusione del diritto d'opzione, e realizzate in base ad accordi di natura complessa denominati solitamente “*Stand-by equity distribution agreement*” (Seda) e “*Step-up equity financing*” (Sef).

Tali operazioni, effettuate ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e 5 del c.c., consentono alla società di reperire risorse in tempi brevi e da un unico investitore secondo uno schema che prevede l'impegno da parte dell'investitore a sottoscrivere un numero di azioni che saranno emesse in singoli lotti (“tranche”) in un determinato periodo di tempo; tale impegno è irrevocabile nel caso degli accordi di tipo Seda, mentre può essere sospeso nel caso di andamento non soddisfacente delle quotazioni del titolo negli accordi di tipo Sef.

Tali operazioni sollevano rilevanti criticità sul piano informativo quando mancano elementi tali da far escludere la successiva distribuzione delle azioni agli investitori retail. In particolare, tra i profili rispetto ai quali si ravvisa la necessità di approntare opportuni presidi informativi vi sono la correttezza delle informazioni diffuse in ordine alle caratteristiche dell'operazione, i criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, eventuali condotte configurabili come abusi di mercato e la valutazione dell'eventuale sussistenza dell'obbligo di pubblicazione del prospetto di offerta.

La Commissione ha pertanto definito le informazioni che l'emittente è tenuto a rendere in corrispondenza dell'assunzione della delibera di aumento di capitale da parte del competente organo societario, con particolare riferimento alla finalità dell'operazione, alle eventuali clausole di lock-up o di selling restriction presenti nell'accordo, ai presidi assunti dagli amministratori per assicurare che il prezzo di emissione sia determinato in conformità a quanto prescritto dall'art. 2441, commi 4 e 6, c.c., alle indicazioni circa l'eventuale conoscenza delle modalità con le quali può avvenire il collocamento sul mercato delle azioni sottoscritte dall'investitore, ai casi in cui le operazioni possono configurare un'offerta pubblica ovvero ricadere nella fattispecie di cui all'art. 100-bis, comma 2 del Tuf.

Ulteriori obblighi informativi sono stati imposti nei passaggi successivi dell'operazione, in particolare con riguardo alla definizione dell'accordo con l'investitore (adeguata definizione dei contenuti dell'accordo), alla richiesta di procedere alla sottoscrizione delle varie tranches (informazioni relative alla tranche da sottoscrivere e alle ulteriori tranches, criteri di determinazione del prezzo, ove già definiti), alla determinazione del prezzo di sottoscrizione (aderenza alle norme del codice civile, percentuale di capitale sociale detenuta dall'unico investitore, eventuali informazioni non fornite in precedenti occasioni) e alla chiusura anticipata o alla conclusione dell'operazione (riepilogo dell'esito delle varie tranches, motivazioni dell'eventuale chiusura). Tali informazioni vengono fornite dalla società emittente attraverso comunicati stampa.

La Comunicazione prevede obblighi informativi anche a carico degli investitori che aderiscono agli accordi, qualora detengano una partecipazione nel capitale dell'emittente superiore al 2 per cento, relativamente all'operatività sui titoli interessati.

3. La disciplina delle società di revisione e dell'informativa contabile

Nel febbraio 2009 la Commissione, tenuto conto del quadro congiunturale e dell'estrema rilevanza, per l'attività di revisione dei bilanci, delle problematiche legate alla valutazione del presupposto della continuità aziendale, ha emanato una comunicazione che contiene alcuni richiami di attenzione alle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale. La comunicazione, pur non introducendo obblighi di revisione aggiuntivi rispetto alle regole già contenute nel Documento n. 570 sulla "Continuità aziendale", fornisce indicazioni utili alla corretta applicazione di tali regole.

La comunicazione individua indicatori ulteriori, rispetto a quelli già presenti nel Documento, che aiutano il revisore a identificare eventi o circostanze che possono far sorgere dubbi significativi sulla continuità aziendale dell'impresa, e fornisce una guida più dettagliata alla valutazione delle previsioni e dei budget predisposti dagli amministratori. Il documento fornisce altresì talune precisazioni sulla relazione di revisione, con particolare riguardo alle conseguenze della valutazione effettuata dal revisore sull'informativa fornita in bilancio dagli amministratori.

Sempre nel mese di febbraio 2009, a seguito delle modifiche legislative apportate dal d.lgs. n. 32/2007 al codice civile (art. 2409-ter) e al Tuf (art. 156, comma 4-bis), la Commissione ha adottato il nuovo principio di revisione emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili avente ad oggetto "Il giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione con il bilancio", che le società di revisione dovranno adottare nello svolgimento dei lavori di revisione sui bilanci chiusi a partire dal 31 dicembre 2008.

Il nuovo principio individua le procedure di verifica che il revisore deve svolgere per accertare la coerenza delle informazioni contenute nella relazione sulla gestione con il bilancio e stabilisce che il giudizio di coerenza deve essere esposto nella relazione di revisione in un paragrafo aggiuntivo, successivo rispetto a quello in cui il revisore esprime il proprio giudizio sul bilancio.

4. La disciplina dei mercati

Nel corso del 2008 la Commissione ha apportato varie modifiche al Regolamento in materia di mercati e ha fornito alcuni chiarimenti di natura applicativa legati al recepimento della Direttiva europea 2004/39/CE (MiFID).

Dopo un'ampia fase di consultazione avviata nel mese di maggio, la Commissione ha approvato talune variazioni agli articoli 36, 38 e 39 del Regolamento Mercati che disciplinano le condizioni per la quotazione di determinate società, in attuazione dell'art. 62, comma 3-bis del Tuf.

In via generale, tali modifiche si sono rese necessarie per la semplificazione e la puntuale definizione degli adempimenti previsti dalle disposizioni normative e, in particolare, al fine di chiarire che gli obblighi di cui all'art. 36 sono riferiti alle società controllanti e che, in linea con

l'impianto generale delle direttive comunitarie, le disposizioni oggetto di revisione non trovano applicazione agli emittenti esteri le cui azioni sono state ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano senza il loro consenso.

Con la Comunicazione del 21 gennaio 2008, la Commissione ha altresì fornito indicazioni di natura tecnico-operativa relative all'applicazione di alcune previsioni contenute nel Regolamento Mercati adottato in attuazione della direttiva MiFID. In tema di segnalazione alla Consob da parte degli intermediari delle operazioni effettuate su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato (sistema di *transaction reporting*), la Comunicazione ha fornito, tra l'altro, chiarimenti relativamente ai soggetti tenuti all'obbligo di invio alla Consob delle comunicazioni delle operazioni e all'esenzione da tale obbligo per le operazioni concluse su mercati regolamentati italiani.

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, per rafforzare l'integrità del mercato. In particolare, viene previsto che gli intermediari, che effettuano operazioni riguardanti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, comunichino i dettagli di tali operazioni all'Autorità competente il più rapidamente possibile e, al più tardi, entro la fine del giorno lavorativo seguente. Questo obbligo si applica a prescindere dal fatto che le operazioni siano state effettuate in un mercato regolamentato o meno. Al riguardo, rientrano nel novero degli intermediari tenuti al rispetto dell'obbligo di comunicazione le banche e le imprese di investimento italiane, ovvero i soggetti abilitati indicati all'articolo 1, comma 1, lett. r) del Tuf autorizzati almeno a uno dei servizi e attività di investimento di cui all'art. 1, comma 5, lett. a) o b) del Tuf, che effettuano operazioni riguardanti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamento dell'Unione Europea. Secondo quanto indicato nella Comunicazione, "non sono tenuti all'obbligo di invio alla Consob delle comunicazioni delle operazioni i soggetti abilitati che non sono autorizzati ad alcuno dei servizi e attività di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lett. a) o b), del Tuf. Ad esempio, rientrano in tale casistica le Sgr e le Sicav, che pertanto sono escluse dall'obbligo di invio alla Consob delle comunicazioni delle operazioni. Rientrano in tale casistica anche tutte le banche e le imprese di investimento (sia nazionali che estere con succursale in Italia) che non sono autorizzate ad alcuno dei servizi e attività di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lett. a) o b), del Tuf". Inoltre, la Consob, in linea con quanto previsto dall'art. 25, paragrafo 5 della MiFID, ha stabilito che i soggetti abilitati sono esentati dagli obblighi di transaction reporting per le operazioni su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani e ivi concluse, in considerazione del fatto che tali informazioni già pervengono all'Autorità dalle società di gestione dei mercati e per ulteriori finalità di vigilanza. La Consob dovrà pertanto ricevere direttamente dagli intermediari solo le segnalazioni relative a tutte le altre operazioni concluse al di fuori dei mercati regolamentati italiani.

La Comunicazione del 21 gennaio 2008 fornisce, inoltre, indicazioni nelle materie dell'avvio e della cessazione dell'attività di internalizzazione sistematica (e del connesso regime transitorio per i sistemi di scambi organizzati), della pubblicazione e del consolidamento delle informazioni *pre* e *post*-negoziazione e delle misure per la continuità operativa di funzioni essenziali.

Le materie della pubblicazione e del consolidamento delle informazioni sono state oggetto di apposite analisi da parte del Cesr, il cui esito ha visto l'emanazione di misure di livello 3. Tali misure non impongono obblighi addizionali a imprese di investimento, sistemi multilaterali e mercati regolamentati ma forniscono linee guida e raccomandazioni. Fermo restando il rinvio ai principi e alle raccomandazioni riportate nell'ambito delle misure di livello 3 del Cesr, per le quali non è richiesto il recepimento negli ordinamenti nazionali, la Consob ha ritenuto utile, anche su richiesta degli operatori di mercato, riassumere nella Comunicazione del 21 gennaio 2008 le principali raccomandazioni e linee-guida in materia fornendo, dove necessario, alcuni chiarimenti relativi all'ambito di applicazione.

In particolare, è stato chiarito che al fine di assicurare un efficiente processo di formazione dei prezzi e di facilitare l'implementazione e il monitoraggio della best execution, è importante che le informazioni pubblicate attraverso l'utilizzo di diversi canali siano: i) affidabili e strutturate, in modo da consentire un'analisi comparata dei prezzi registrati nelle diverse sedi di negoziazione; ii) disponibili a costi ragionevoli in un formato tale che esse risultino facilmente consolidabili e comprensibili. Nell'adempimento degli obblighi di trasparenza, ai soggetti obbligati è richiesto di prestare particolare attenzione alla qualità e al formato dei dati, ai meccanismi per la pubblicazione, alla disponibilità delle informazioni. Viene ribadito, inoltre, che la responsabilità per il rispetto degli obblighi di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione e per la pubblicazione delle informazioni permane in capo al soggetto abilitato, al mercato regolamentato e al sistema multilaterale di negoziazione oggetto degli obblighi previsti dalla MiFID e dal Regolamento Consob in materia di mercati. In considerazione dell'esercizio da parte dell'Italia della facoltà di estendere il regime di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione anche agli strumenti finanziari diversi dalle azioni, la Commissione ha inoltre provveduto a sottolineare che le indicazioni fornite devono rappresentare un punto di riferimento non solo per l'adempimento degli obblighi di trasparenza per le azioni ma anche per il rispetto dei requisiti stabiliti per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni.

In relazione agli obblighi di comunicazione alla Consob circa il canale di diffusione delle informazioni utilizzato, la Commissione ha pubblicato l'elenco dei canali utilizzati dai soggetti abilitati, con l'indicazione, per ciascun canale, del gestore, dell'indirizzo Internet e del numero di soggetti che ne hanno scelto l'utilizzo.

Con riferimento alla disciplina in materia di abusi di mercato, nel corso del 2008 è stata avviata la procedura per il riconoscimento di due prassi di mercato da ammettere ai sensi dell'art. 180, comma 1, lett. c) del Tuf, inerenti rispettivamente all'attività di sostegno della liquidità del mercato e all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un "magazzino" titoli. Le due prassi sono state sottoposte a consultazione pubblica nel secondo semestre del 2008.

L'art. 180, comma 1, lett. c) del Tuf definisce prassi di mercato ammesse quelle "prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse o individuate dalla Consob in conformità alle disposizioni di attuazione della direttiva 2003/6/Ce". Le prassi di mercato ammesse rappresentano una delle due possibili tipologie di esenzione rispetto alle sanzioni previste dalla disciplina in materia di abusi di mercato. In virtù di tale esenzione, per gli illeciti consistenti in manipolazioni del mercato poste in essere esclusivamente per il tramite di

ordini immessi o operazioni concluse sul mercato, non può essere assoggettato a sanzione amministrativa chi dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse nel mercato interessato.

La Commissione ha ritenuto opportuno avviare l'iter di ammissione ritenendo che le suddette prassi possano rispondere alle esigenze degli operatori: la prima favorendo il regolare funzionamento del mercato; la seconda consentendo di promuovere le strategie operative di crescita delle società ovvero di predisporre adeguati sistemi di incentivazione. La Commissione ha inoltre ritenuto di mantenere un adeguato livello di tutela dell'integrità dei mercati nei quali siano rispettate opportune condizioni (indipendenza dell'intermediario, limiti operativi e trasparenza).

5. La disciplina degli intermediari

Nel 2008 la Commissione è stata impegnata in un'intensa attività volta a chiarire le modalità applicative della regolamentazione secondaria in materia di intermediari emanata alla fine dell'anno precedente in attuazione della direttiva MiFID. Tale attività si è sviluppata sia attraverso l'elaborazione di orientamenti interpretativi (cosiddetto "livello 3"), in linea con le analoghe iniziative intraprese in sede comunitaria, sia mediante risposta a quesiti.

Alcune interpretative, esplicitate fin dall'emanazione del nuovo Regolamento Intermediari n. 16190/2007, hanno costituito oggetto di ulteriore verifica nel corso dei numerosi incontri tenuti con gli operatori e con le Associazioni di categoria. Si è sottolineata in particolare l'ampia nozione di "consulenza in materia di investimenti" disegnata dalla disciplina comunitaria, con il conseguente abbinamento, di fatto, della stessa ai servizi "esecutivi" (collocamento, ricezione e trasmissione ordini).

In particolare, si è posta in luce la necessità per gli intermediari di raccogliere le informazioni sul profilo del cliente non solo in termini di esperienza e conoscenza finanziaria, ma anche di obiettivi di investimento e situazione finanziaria, al fine della più compiuta valutazione dell'adeguatezza degli investimenti consigliati o disposti. Ferma restando l'ampia configurazione della nozione di consulenza, le specifiche scelte strategiche di ciascun singolo intermediario possono orientarsi per un diverso contenuto del servizio di consulenza fornito, che può definirsi di "base", e quindi normalmente connesso ai servizi esecutivi e ai prodotti "a catalogo", ovvero "maggiormente evoluto", in quanto di ampio valore aggiunto e riferito a un insieme di prodotti "consigliabili" potenzialmente onnicomprensivo e non necessariamente connesso all'esecuzione dell'operazione.

Si è altresì evidenziato che le innovazioni introdotte dalla MiFID, almeno per gli intermediari "distributori", implicano il passaggio da una logica di "vendita di prodotti" a una di fornitura di un necessario "servizio al cliente". Un'indicazione in tale senso si è individuata, oltre che nell'ampia nozione di consulenza, nell'obbligo ora previsto di un contratto-quadro anche nei rapporti "collocatore/cliente" e nella stessa disciplina in tema di inducements. Tale passaggio deve parimenti estendersi, per effetto delle scelte condotte dalla legge sul risparmio, anche alla distribuzione diretta a opera dello stesso emittente di prodotti finanziari bancari o assicurativi.

Un tema di particolare rilievo, oggetto di una Comunicazione adottata nell'ambito delle misure interpretative di livello 3, concerne la distribuzione di prodotti finanziari illiquidi alla clientela *retail*.

L'investimento diretto da parte dei piccoli investitori in prodotti con elevato rischio di liquidità/liquidabilità (quali, ad esempio, obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario, nonché derivati Otc) è un fenomeno significativo, accentuato dalla scarsa propensione delle famiglie all'investimento in prodotti del risparmio gestito. Dal lato dell'offerta, la distribuzione di obbligazioni bancarie a investitori retail trae impulso anche dal fatto che tali strumenti consentono di soddisfare le esigenze di raccolta a costi mediamente inferiori rispetto a fonti di provvista alternative.

La Comunicazione, adottata dall'Istituto dopo ampia consultazione, raccomanda agli intermediari concrete misure di disclosure, prescrive presidi sulle modalità di pricing, richiede una conoscenza approfondita dei prodotti illiquidi distribuiti e della clientela destinataria dell'offerta, dettando così linee di indirizzo comportamentali volte a contenere il potenziale conflitto fra i profili di stabilità degli operatori e le esigenze di tutela dei clienti.

In dettaglio, con riferimento ai profili di trasparenza, si raccomanda agli intermediari di fornire al cliente informazioni sul valore corretto e sui costi impliciti ed espliciti del prodotto illiquido distribuito, anche a manifestazione differita. È altresì evidenziata l'opportunità di informare il cliente sulle caratteristiche del prodotto illiquido distribuito presentando confronti con prodotti semplici e noti al fine di agevolare scelte consapevoli.

Con riguardo alle modalità di pricing, in assenza di mercati di scambio che possano costituire un obiettivo termine di paragone per la clientela, sono definite misure di correttezza volte comunque a garantire l'oggettività delle condotte degli operatori. È previsto pertanto l'utilizzo di metodiche di pricing riconosciute e diffuse sul mercato, in coerenza con quelle adottate per la valutazione del portafoglio di proprietà dell'intermediario. Si richiede, inoltre, la definizione di procedure che riducano la discrezionalità degli addetti e impongano un continuo raffronto con fonti informative esterne.

L'intermediario deve inoltre conoscere in modo approfondito le preferenze della clientela, con particolare riguardo all'orizzonte di investimento, in maniera da garantire i consigli più adeguati. In proposito è stata sottolineata la necessità che, nel processo di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni, l'holding period dell'investitore sia espressamente raffrontato alla durata del prodotto illiquido distribuito al fine di assicurare la compatibilità delle due variabili.

Le linee di livello 3 elaborate si riferiscono anche all'operatività degli intermediari in derivati Otc. Tali contratti si caratterizzano per la circostanza di non essere standardizzati né negoziati nei mercati regolamentati. Nel caso di contratti che, per politica commerciale (e per stessa previsione normativa se il cliente è un ente locale) vengono offerti "a copertura" di esposizioni finanziarie della clientela, le procedure aziendali devono consentire di monitorare nel tempo, per tutta la durata dell'operazione, l'evoluzione delle posizioni coperte e di copertura, al fine di porre l'intermediario nelle condizioni di poter segnalare al cliente l'eventuale disallineamento della struttura ideata rispetto alle finalità che hanno condotto all'impostazione originaria dell'operazione.

L'applicazione delle misure di livello 3 richiede opportuni adeguamenti e aggiornamenti degli assetti organizzativi e delle procedure aziendali degli intermediari. Il riferimento a indicazioni di *best practice*, elaborate dalle Associazioni di categoria e validate dall'Autorità di vigilanza, può contribuire a soddisfare le esigenze di certezza degli operatori nell'ambito di un approccio rispettoso della concorrenza, della specificità operativa e organizzativa della singola impresa e dei margini di flessibilità applicativa garantiti dal nuovo sistema normativo.

In questa ottica, nel corso del 2008 la Commissione ha affiancato all'elaborazione di orientamenti interpretativi la definizione di una *Policy*, pubblicata nel mese di maggio, per la valutazione ed eventuale validazione di linee guida elaborate dalle Associazioni degli intermediari.

Il controllo della Commissione si esplica nella verifica di compatibilità delle linee guida con la disciplina secondaria di riferimento e con le misure di livello 3. Per garantire l'efficacia del processo di verifica, appare necessario il coinvolgimento della Consob a partire dalle prime fasi del processo di individuazione, da parte delle Associazioni di categoria, delle materie rispetto alle quali si intende elaborare indicazioni di best practice. Nella definizione delle linee guida dovranno altresì considerarsi le esigenze dei diversi gruppi di soggetti interessati, in primis le Associazioni dei consumatori.

Nel corso dell'anno, le principali Associazioni degli intermediari hanno sottoposto al processo di validazione le prime bozze di linee guida in materia di consulenza e relazione con il cliente, contratti, adeguatezza/appropriatezza, *best execution* e classificazione della clientela. Risultanze positive della verifica faranno delle linee applicative un *safe harbour*: i comportamenti operativi conformi con le soluzioni validate saranno infatti considerati in linea con il quadro normativo vigente.

Con riferimento alle società di gestione del risparmio, nell'agosto 2008 è stato pubblicato, nell'ambito degli orientamenti di livello 3, un documento di consultazione riguardante il tema della ricerca in materia di investimenti nei rapporti tra negoziatore e gestore; le misure definitivamente adottate sul tema sono state pubblicate il 14 gennaio 2009. Il documento chiarisce le regole dettate dalla Consob in materia di incentivi, relativamente alle condizioni di ricevibilità della ricerca da parte del gestore, qualora oggetto di accordi di *soft commission* con i negozianti ai quali sono indirizzati gli ordini dei portafogli gestiti. Al contempo, si precisa che il tema assume rilevanza anche sul piano degli obblighi di *best execution*.

Tra i fattori da considerare ai fini della cosiddetta strategia di trasmissione, la normativa annovera infatti il costo dell'esecuzione degli ordini; pertanto, considerato che la ricerca ricevuta dal negoziatore è pagata dal gestore attraverso le commissioni di negoziazione applicate ai patrimoni gestiti, l'apprezzamento economico della ricerca diventa funzionale al fine di considerare separatamente l'effettivo costo dell'esecuzione degli ordini che rileva ai fini dell'elaborazione e del riesame della strategia di trasmissione adottata dal gestore.

In materia di promotori finanziari, nel corso del 2008 la Commissione ha dato attuazione alle disposizioni dell'art. 31, comma 4, del Tuf come modificato dalla legge sul risparmio. Con la delibera n. 16737 del 18 dicembre 2008, infatti, la Commissione ha disposto per il 1° gennaio 2009 l'inizio di operatività dell'Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari e ha stabilito l'entrata in vigore delle disposizioni contenute nel Libro VIII, parti II e III, del Regolamento Intermediari, con la conseguente cessazione delle Commissioni regionali e provinciali per l'Albo dei promotori finanziari.

Alla tenuta dell'albo dei promotori finanziari provvede l'Organismo costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei promotori e dei soggetti abilitati e non più la Consob. L'Organismo è stato costituito, in data 25 luglio 2007, in forma di associazione di carattere privato senza finalità di lucro, tra l'Associazione Nazionale delle società di collocamento di Prodotti Finanziari e di Servizi di Investimento (Assoreti), l'Associazione Nazionale Promotori Finanziari (Anasf) e l'Associazione Bancaria Italiana (Abi). Il riconoscimento della personalità giuridica è avvenuto in data 11 ottobre 2007 con atto di iscrizione nel registro delle persone giuridiche presso la Prefettura di Roma.

L'Organismo opera nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti dalla Consob con regolamento. Nell'ambito dell'attività di vigilanza, inoltre, la Consob può chiedere all'Organismo la comunicazione anche periodica di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e nei termini dalla stessa stabiliti.

Nel nuovo assetto normativo, l'Organismo, che dispone di autonomia organizzativa, finanziaria e statutaria, è il soggetto deputato alla tenuta dell'Albo e all'adempimento degli altri compiti connessi e strumentali alla gestione dello stesso. In particolare l'Organismo, secondo quanto previsto dal proprio statuto, si articola in undici Sezioni territoriali, istituite presso le Camere di Commercio dei capoluoghi di regione del Piemonte, della Lombardia, del Veneto, dell'Emilia Romagna, della Toscana, del Lazio, della Campania, della Puglia, della Sicilia, delle Marche, nonché della provincia autonoma di Bolzano.

L'Organismo delibera le iscrizioni, le cancellazioni dall'Albo dei promotori finanziari e le variazioni dei dati in esso contenute e rilascia i relativi attestati; organizza lo svolgimento delle prove valutative per l'accesso all'Albo dei promotori finanziari; aggiorna tempestivamente l'Albo sulla base dei provvedimenti adottati nei confronti dei promotori dall'Autorità giudiziaria, dalla Consob e dallo stesso Organismo; verifica la permanenza dei requisiti prescritti per l'iscrizione all'Albo; determina e riscuote i contributi e le altre somme dovute dagli iscritti e dai richiedenti l'iscrizione, nella misura necessaria per garantire lo svolgimento delle proprie attività.

A seguito dell'avvio dell'operatività dell'Organismo per la tenuta dell'albo dei promotori finanziari, la Commissione ha apportato le necessarie modifiche al Regolamento Intermediari. Tali modifiche hanno riguardato, in particolare, la trattazione dei reclami contro i provvedimenti dell'Organismo, i requisiti per l'iscrizione all'Albo, la prova valutativa, l'iscrizione e la cancellazione dall'Albo. Sono stati inoltre previsti specifici obblighi di comunicazione e di collaborazione da parte dei soggetti abilitati nei confronti dell'Organismo, nonché l'automaticità dell'iscrizione all'Albo previsto dall'art. 31, comma 4 del Tuf per tutti coloro che erano iscritti all'Albo unico nazionale dei promotori finanziari tenuto dalla Consob fino al 31 dicembre 2008.

Nel corso del 2008 la Commissione è stata altresì impegnata nell'attuazione delle disposizioni in materia di consulenti finanziari persone fisiche di cui all'art. 18-bis del Tuf, introdotto dal d.lgs. n. 164 del 17 settembre 2007.

In particolare, la suddetta norma riconosce alle persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, la possibilità di prestare la consulenza in materia di investimenti subordinandone l'iscrizione in un apposito Albo. Tale Albo è tenuto da un Organismo appositamente costituito, cui vengono riconosciute funzioni di vigilanza e potestà sanzionatoria nei confronti degli iscritti e i cui rappresentanti sono nominati con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob.

Nel quadro normativo delineato, il comma 5 del citato art. 18-bis del Tuf, demanda alla potestà regolamentare della Consob, la definizione dei principi e dei criteri relativi: i) alla formazione dell'Albo e alle relative forme di pubblicità; ii) all'iscrizione all'Albo e cause di sospensione, radiazione e riammissione; iii) alle cause di incompatibilità; iv) alle regole di condotta che i consulenti finanziari devono rispettare nel rapporto con il cliente, avuto riguardo alla disciplina cui sono sottoposti i soggetti abilitati; v) alle modalità di tenuta della documentazione concernente l'attività svolta dai consulenti finanziari; vi) all'attività dell'Organismo, con specifico riferimento ai compiti di vigilanza e sanzionatori previsti dal comma 4 dell'art. 18-bis; vii) alle modalità di aggiornamento professionale dei consulenti.

Ai sensi del comma 6 dell'art. 18-bis del Tuf, inoltre, la Consob determina con regolamento le procedure per i ricorsi presentati dai consulenti finanziari dinanzi alla stessa contro i provvedimenti sanzionatori assunti dall'Organismo.

In ottemperanza al disposto normativo, la Consob ha predisposto uno schema di regolamento, sottoposto a consultazione pubblica nel mese di giugno, con la finalità di: i) favorire lo sviluppo e la competitività del mercato della consulenza in materia di investimenti nonché la concorrenza tra i diversi operatori; ii) contenere l'impatto dei costi di compliance; iii) assicurare un livello di protezione dei clienti equivalente a quello offerto dalla disciplina dei soggetti abilitati; iv) conseguire l'uniformità della disciplina di trasparenza e di correttezza del servizio di consulenza in materia di investimenti; v) assicurare il rispetto dei criteri di adeguatezza e proporzionalità, con riferimento alle regole di organizzazione.

L'emanazione del regolamento è subordinata alla definizione del contesto normativo primario di riferimento, essendo allo studio un'ipotesi di modifica dell'art. 18-bis del Tuf.

In occasione delle modifiche al Regolamento Emittenti in attuazione della direttiva *Transparency*, è stata semplificata la struttura degli schemi di prospetto degli Oicr aperti (sia italiani che esteri non armonizzati) e dei prodotti finanziari-assicurativi, è stata superata l'approvazione preventiva dei prospetti dei fondi aperti (in linea con quanto già avviene per i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione) e sono state riviste le parti del prospetto soggette a un regime di consegna obbligatoria, al fine di dare massima evidenza alle informazioni-chiave relative ai rischi e agli oneri per ogni singolo prodotto. Tali modifiche sono state precedute da un'ampia consultazione pubblica e da un incontro pubblico (*open hearing* che si è svolto il 3 novembre)

Il prospetto semplificato degli Oicr aperti italiani, unico documento soggetto a obbligo di consegna, avrà un limitato numero di pagine e sarà suddiviso in due parti, soggette ad aggiornamento autonomo; la prima parte, denominata “informazioni generali”, sarà focalizzata sulle modalità di sottoscrizione, switch e rimborso e sull’informativa relativa alla società-prodotto; la seconda, denominata “informazioni essenziali”, riguarderà le caratteristiche generali dell’Oicr e i profili di rischio-rendimento e di costo, al fine di consentirne una migliore e più immediata fruizione da parte degli investitori e una riduzione dei costi per gli offerenti e i collocatori. Le nuove disposizioni avvicinano il documento d’offerta al nuovo modello di prospetto semplificato (cosiddetto Key Information Document) in via di definizione in ambito comunitario.

La semplificazione della struttura della documentazione d’offerta ha riguardato anche i prodotti finanziario-assicurativi, per i quali è prevista una scheda sintetica costituita da un limitato numero di pagine e suddivisa in due parti soggette ad aggiornamento autonomo, similmente a quanto disposto per i fondi aperti. Ulteriori novità riguardano il superamento dell’obbligo di utilizzo del rating quale parametro segnaletico del merito di credito degli emittenti e l’introduzione della facoltà per tutti i fondi di indicare gli scenari di probabilità già obbligatori per prodotti a obiettivo di rendimento o di protezione, oltre che per i prodotti finanziario-assicurativi di tipo index-linked e, in generale, per i prodotti assistiti da una garanzia.

Tali innovazioni rispondono anche all’esigenza di promuovere, attraverso il “livellamento del campo di gioco”, la concorrenza tra prodotti succedanei quali Oicr aperti e prodotti finanziario-assicurativi appartenenti ai rami III e V (prodotti *index* o *unit linked* e di capitalizzazione). La frammentazione della disciplina di trasparenza relativa all’offerta al pubblico di tali prodotti d’investimento non favorisce, infatti, una piena comparabilità degli stessi con riguardo alla rappresentazione dei relativi profili di rischio e di onerosità.

Il processo di integrazione dei prodotti d’investimento cosiddetti “non-equity”, compiutosi negli ultimi anni, ha reso molto simili le strutture finanziarie di fondi comuni, prodotti finanziario-assicurativi e titoli obbligazionari bancari in termini di combinazione dei fattori di rischio e finalità di investimento. Per questo motivo, benché i soggetti emittenti (tipicamente società di gestione, banche e imprese di assicurazioni) siano assoggettati a discipline differenti, tali prodotti sono percepiti come succedanei dagli investitori.

È auspicabile che tale approccio venga adottato anche in ambito comunitario, mediante l’emanazione di una disciplina sulla trasparenza dell’offerta al pubblico dei prodotti d’investimento “non-equity” omogenea, tale da realizzare concretamente il principio del livellamento del campo di gioco.

VI – LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

1. La cooperazione internazionale

Nel 2008 la Consob ha proseguito l'attività di cooperazione internazionale con le Autorità di vigilanza di Stati membri dell'Unione Europea e di paesi terzi.

Il numero di richieste di informazioni ad altre Autorità estere è sensibilmente aumentato: la Consob ha inoltrato 113 richieste di cooperazione, di cui 42 finalizzate alla verifica del rispetto del divieto di vendite allo scoperto (introdotto dal 30 settembre 2008) e 52 per sospetti casi di *insider trading* e manipolazione del mercato (Tav. 39).

Tav. 39

Scambio di informazioni fra Consob e Autorità di vigilanza estere

Oggetto	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Richieste di informazioni ad Autorità estere										
Insider trading	43	32	24	24	11	8	12	16	18	25
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	--	1	4	--	4	8	6	12	9	27
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	4	3	10	9	5	2	4	5	1	2
Trasparenza e informativa societaria	--	1	--	--	6	9	10	5	1	2
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	1	1	3	1	2	4	3	2
Requisiti di onorabilità e professionalità	10	19	14	34	21	7	4	--	9	--
Violazione regole di condotta	--	2	--	--	1	2	--	1	--	--
Transaction reporting ex art. 25 MiFID	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1
Vendite allo scoperto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	42
Richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	--	--	--	--	--	--	--	--	--	11
Segnalazioni operazioni sospette	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1
<i>Totale</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>	<i>113</i>
Richieste di informazioni da Autorità estere										
Insider trading	3	5	20	13	17	18	18	17	18	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	3	--	1	1	2	3	4	14	2	3
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	1	2	7	4	3	9	9	3	2
Trasparenza e informativa societaria	--	2	--	--	--	--	4	3	--	1
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	2	1	--	4	--	1	1
Requisiti di onorabilità e professionalità	44	53	49	80	70	44	31	46	37	18
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	--	--	3	2
Transaction reporting ex art. 25 MiFID	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1
Vendite allo scoperto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Segnalazioni operazioni sospette	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2
<i>Totale</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>	<i>48</i>

Le richieste effettuate nell'ambito della applicazione del divieto di vendite allo scoperto hanno riguardato principalmente l'operatività di intermediari europei, soprattutto inglesi, nei mercati regolamentati italiani in qualità di remote member.

La Consob ha ricevuto 48 richieste di cooperazione da parte di Autorità di vigilanza estere, legate principalmente alla verifica dei requisiti di onorabilità e professionalità e a sospetti casi di *insider trading*.

2. L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Nel 2008 è proseguita la partecipazione della Consob alle riunioni presso la Commissione Europea per la predisposizione e l'approvazione di proposte di direttiva.

L'Istituto ha partecipato attivamente al negoziato sulla proposta di modifica della direttiva sui fondi comuni di investimento armonizzati Ucits (Undertakings for Collective Investment in Transferable), presentata dalla Commissione Europea nel mese di luglio; a gennaio 2009, il Parlamento Europeo ha approvato, in seduta plenaria, il testo di compromesso già approvato dal Consiglio nella riunione del Coreper, (Comitato dei rappresentanti permanenti) costituito dagli ambasciatori degli Stati membri presso l'Unione Europea alla fine del 2008. La formale adozione della direttiva, prevista nel maggio 2009, cambia profondamente la disciplina dei fondi armonizzati introdotta dalla Direttiva 85/611/CEE. Tra le novità più significative si rilevano: i) l'introduzione del passaporto delle società di gestione; ii) la sostituzione dell'obbligo di consegna del prospetto semplificato con quello di fornire informazioni essenziali per gli investitori; iii) l'introduzione della possibilità di costituire strutture master/feeder; iv) la semplificazione e il miglioramento della procedura di notifica dei fondi; v) la disciplina delle operazioni di fusione tra fondi; vi) il rafforzamento delle regole di cooperazione tra le Autorità di vigilanza.

È prevista un'ampia delega alla Commissione Europea per l'emanazione, entro il 1° luglio 2010, della disciplina di secondo livello in materia di requisiti organizzativi, conflitti di interesse, risk management e regole di condotta, e informazioni essenziali da fornire agli investitori.

La Consob ha partecipato ai negoziati relativi alla proposta di modifica delle direttive *Settlement Finality* e *Financial Collateral* e a quelli in merito alla proposta di regolamento in materia di agenzie di rating.

La Commissione Europea, nel mese di marzo, ha presentato una proposta di direttiva che modifica la Direttiva 98/26/CE, per quanto concerne il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e di regolamento titoli, e la Direttiva 2002/47/CE, relativa ai contratti di garanzia finanziaria nell'ambito dei suddetti sistemi. Le modifiche alla direttiva sulla definitività degli ordini sono volte a estendere le tutele, ivi concesse, al regolamento delle operazioni di mercato in presenza di sistemi di post-trading compatibili (interoperability).

La proposta di regolamento sulle agenzie di rating, presentata dalla Commissione Europea nel novembre del 2008, si inserisce tra le misure volte a ripristinare la fiducia dei mercati e ad aumentare la tutela degli investitori. La proposta definisce un quadro di

vigilanza sulle attività delle agenzie i cui rating siano utilizzati da enti creditizi e da intermediari finanziari e assicurativi all'interno della Comunità.

Nel corso dell'anno, la Consob ha fornito supporto tecnico al Ministero dell'Economia per le riunioni dell'Aurc (*Audit Regulatory Committee*) e ha partecipato alle riunioni dell'Egaob (*European Group of Auditors' Oversight Bodies*), Gruppo di Esperti istituito dalla Commissione Europea per il coordinamento tra gli organismi di controllo pubblico dei revisori legali e delle società di revisione a livello comunitario.

L'Egaob ha fornito supporto alla Commissione Europea nella valutazione dei sistemi di controllo pubblico di paesi terzi e nelle problematiche di cooperazione internazionale. Gli artt. 45-47 della Direttiva 2006/43/CE attribuiscono alla Commissione Europea il potere di adottare, secondo la procedura di comitatologia, decisioni in merito: i) all'equivalenza dei sistemi di regolamentazione dei revisori di paesi terzi; ii) alla concessione di un periodo transitorio durante il quale i revisori e gli enti di revisione contabile di paesi terzi possono continuare a esercitare attività di revisione negli Stati membri, fino a quando non siano state assunte le decisioni di equivalenza; iii) all'adeguatezza del paese terzo sotto il profilo del rispetto delle condizioni previste dalla direttiva circa la trasmissione delle carte di lavoro e altri documenti dei revisori. L'Egaob ha elaborato anche un modulo comune per la registrazione dei revisori e degli enti di revisione contabile di paesi terzi, sia nell'ipotesi di registrazione "piena" (art. 45) che di registrazione "semplificata" (ex art. 46).

La Commissione Europea ha accordato un periodo transitorio (fino al 1° luglio 2010) per le attività di revisione contabile dei revisori dei conti e degli enti di revisione contabile di 34 paesi terzi (decisione n. 627 del 29 luglio 2008). A seguito di tale decisione la revisione contabile degli emittenti dei predetti paesi terzi aventi azioni ammesse alle negoziazioni in mercati regolamentati europei potrà essere effettuata in assenza della procedura di registrazione prevista dall'art. 45(1) della Direttiva 2006/43/CE.

In materia di revisione contabile, la Commissione Europea ha emanato due raccomandazioni: una sui controlli esterni di qualità per i revisori e gli enti di revisione contabile di entità di interesse pubblico (2008/362/CE); l'altra in tema di responsabilità civile dei revisori dei conti e degli enti di revisione contabile (2008/473/CE).

È stato inoltre emanato il Regolamento n. 1004/2008 nel quale la Commissione apporta modifiche ai criteri di applicazione del principio contabile internazionale Ias 39 e all'International Financial Reporting Standard Ifrs 7.

Nel 2008 sono state approvate le proposte di modifica di alcune direttive emanate sulla base della cosiddetta procedura "Lamfalussy" allo scopo di adeguarle alla nuova procedura di comitatologia introdotta dalla decisione del Consiglio 2006/512/CE.

Tale decisione disciplina la nuova procedura di regolamento con controllo, che elimina il limite temporale per la delega delle competenze di esecuzione conferita alla Commissione e rafforza il controllo del Parlamento Europeo sull'esercizio della delega stessa. Gli atti adottati con la procedura Lamfalussy sono stati pertanto modificati per tenere conto dell'ampliamento dei poteri di attuazione della Commissione; tra gli atti emendati si segnalano la MiFID, la direttiva

sui prospetti, sugli abusi di mercato, sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e sugli obblighi di trasparenza degli emittenti.

Tra le altre iniziative avviate dalla Commissione nel corso del 2008, si segnalano: i) la proposta di regolamento per lo statuto della Società privata europea; ii) alcune proposte di direttiva volte a semplificare gli obblighi in materia di relazioni e documentazioni in caso di fusioni e scissioni; iii) gli obblighi di traduzione e di pubblicazione di taluni tipi di società.

3. L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)

Nel corso del 2008, il Consiglio Europeo, su impulso del Consiglio Ecofin, ha invitato la Commissione Europea a rivedere le decisioni istitutive dei Comitati di livello 3 (Cesr, Cebc - *Committee of European Banking Supervisors* e Ceiops - *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) per assicurare la coerenza dei mandati nonché rafforzare il ruolo nei processi di convergenza delle pratiche di vigilanza degli Stati membri e nella tutela della stabilità finanziaria. La Commissione ha pertanto modificato, nel gennaio 2009, la decisione istitutiva del Cesr prevedendo esplicitamente tra i compiti del Comitato quello di promuovere il coordinamento tra le Autorità di vigilanza (Decisione 2009/77/CE, del 23 gennaio 2009, che abroga la precedente Decisione 2001/527/CE).

Con riferimento ai quorum deliberativi, inoltre, si è previsto che, qualora non si raggiunga il consenso di tutti i membri, le decisioni siano assunte a maggioranza qualificata. A tal fine, ai voti dei paesi membri sono attribuite le medesime ponderazioni stabilite dall'art. 205 del Trattato CE per le deliberazioni del Consiglio che richiedono una maggioranza qualificata.

Nel corso del 2008 è proseguita l'intensa attività del Cesr anche in ragione della creazione di nuovi gruppi di lavoro per il coordinamento dell'attività delle Autorità di vigilanza a fronte della crisi dei mercati finanziari.

In particolare, la Consob ha preso parte ai lavori svolti dal Cesr sul fair value, avviati su richiesta dell'Ecofin; al riguardo sono stati pubblicati i documenti "Cesr statement on reclassification" e "Joint statement from Cesr, Cebc e Ceiops regarding the latest developments in accounting".

Nel mese di settembre è stata istituita una Task Force Lehman per individuare l'impatto della crisi del gruppo statunitense sugli investitori al dettaglio e agevolare lo scambio di informazioni tra le Autorità di vigilanza.

Nell'ambito del Cesrpol (Gruppo permanente sulla cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza) è stata istituita una nuova Task Force on Short Selling al fine di assicurare un maggior coordinamento tra le iniziative adottate dagli Stati membri in tema di vendite allo scoperto. A fronte degli sviluppi della crisi dei mercati finanziari, molti Stati membri, tra cui l'Italia, hanno adottato misure straordinarie in tema di vendita allo scoperto. Tali misure

differiscono per oggetto (restrizioni allo short selling e/o obblighi di trasparenza), ambito di applicazione (tutte o talune banche o intermediari finanziari o tutte le società quotate) e durata. La Task Force ha condotto uno studio preliminare per analizzare i contenuti, le finalità e gli effetti delle misure adottate negli Stati membri. I lavori proseguiranno nel 2009 con l'obiettivo di formulare possibili opzioni di regolamentazione che assicurano un'adeguata convergenza in ambito comunitario.

È stato costituito, inoltre, nell'ambito del Cesrpol, un apposito gruppo di lavoro per assicurare il coordinamento tra le Autorità di controllo a seguito della frode Madoff che ha avuto pesanti ripercussioni su gran parte dell'industria finanziaria.

Nel 2008 sono proseguiti i lavori del Cesrfin, gruppo permanente sull'informazione finanziaria e del sottocomitato per l'enforcement Eecs (*European Enforcers Coordination Session*) al fine di porre in essere gli strumenti atti ad assicurare un efficace coordinamento delle attività di *enforcement* dell'informazione finanziaria a livello europeo.

In particolare, sono stati pubblicati due estratti dei casi di enforcement inseriti nel database elettronico del Cesr contenente le decisioni assunte dalle Autorità di vigilanza nazionali dell'Unione Europea. Il database, costituito nel 2005, rappresenta un archivio per la consultazione delle decisioni di enforcement assunte in materia di applicazione dei principi contabili internazionali.

Nel corso dell'anno l'attività del Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito, presieduto dal Presidente della Consob, è stata particolarmente significativa.

Il Gruppo ha ricevuto mandato dal Cesr di analizzare l'impatto della crisi di liquidità sul settore dei fondi comuni di investimento e, in particolare, dei fondi monetari, esaminando le misure adottate dalle società di gestione e dalle Autorità di vigilanza e le possibili iniziative da intraprendere. Lo scarso grado di convergenza nella definizione di "fondo monetario" nei diversi ordinamenti nazionali e nell'applicazione delle disposizioni in tema di sospensione dei rimborsi ha suggerito l'avvio di approfondimenti tesi a promuovere un maggior livello di armonizzazione nell'Unione Europea.

Il Gruppo è impegnato altresì nella valutazione dell'incidenza, diretta e indiretta, del fallimento Madoff nel settore degli Ucits e dei fondi non armonizzati e nell'approfondimento delle connesse problematiche di vigilanza.

La Commissione Europea ha ricevuto dal Gruppo, nel mese di febbraio 2008, un parere sul contenuto e sul formato delle informazioni essenziali per gli investitori in fondi comuni, destinate a sostituire il prospetto semplificato; nei mesi successivi, il Gruppo di Esperti ha coadiuvato la Commissione nella fase di testing presso gli investitori e ha proseguito l'approfondimento di alcune tematiche tecniche relative alla rappresentazione delle informazioni su rischi, rendimenti storici, commissioni e oneri.

Nel mese di ottobre è stato pubblicato il parere sul passaporto delle società di gestione che ha costituito un importante riferimento nei negoziati della direttiva Ucits IV. La proposta di revisione della direttiva Ucits, presentata dalla Commissione Europea nel luglio 2008, non conteneva misure in tema di passaporto delle società di gestione. In pari data, la Commissione Europea ha conferito mandato al Cesr per la definizione delle condizioni e dei principi da

osservare affinché l'utilizzo del passaporto non comporti una diminuzione del livello di tutela dell'investitore e non comprometta l'esercizio della vigilanza ad opera delle competenti Autorità. Il parere formulato dal Cesr risponde all'esigenza di assicurare elevati standard di vigilanza e di tutela degli investitori. Il documento contiene linee guida per la definizione dello Stato membro d'origine del fondo, della società di gestione e del depositario, il riparto di competenze tra Autorità, le procedure per la verifica dell'idoneità della società di gestione e le circostanze per un eventuale diniego del passaporto, gli obblighi informativi, le necessarie forme di cooperazione tra Autorità, a fini di vigilanza e di enforcement e altre misure a tutela dei detentori delle quote di fondi.

Il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito è stato impegnato, inoltre, nella stesura di principi in tema di identificazione, gestione e monitoraggio dei rischi che costituiranno un importante riferimento per la definizione delle misure di livello 2 da emanarsi ai sensi della nuova direttiva Ucits.

Tali principi delineano un quadro coerente per la ripartizione dei compiti e delle responsabilità di identificazione, gestione e monitoraggio dei rischi rilevanti per i fondi armonizzati, contemperando le esigenze di proporzionalità con quelle di garanzia degli standard di vigilanza e protezione degli investitori. Le nuove misure di livello 3 definiscono, tra l'altro, i compiti e le funzioni di risk management e le loro interazioni con il gestore, gli obblighi di reporting, le responsabilità del consiglio di amministrazione e degli altri vertici aziendali, le condizioni per l'eventuale outsourcing, le linee guida per l'identificazione dei rischi materiali e la loro misurazione e il relativo monitoraggio al fine di assicurarne la coerenza con il profilo di rischio del fondo.

La Consob ha partecipato attivamente ai gruppi di lavoro del Cesr in relazione alle direttive MiFID, prospetti, *transparency* e abusi di mercato.

Tra i numerosi lavori del Gruppo di Esperti sulla MiFID, si segnala la preparazione di un parere, congiuntamente al Cebis in materia di: i) regime applicabile ai soggetti che forniscono servizi di investimento aventi ad oggetto derivati su merci ed "esotici" (derivati fuori standard); ii) avvio di una consultazione sulla trasparenza dei mercati delle obbligazioni, dei prodotti finanziari strutturati e dei derivati di credito; iii) pubblicazione di due set di domande e risposte sulla MiFID; iv) adozione di un protocollo teso a promuovere un'effettiva cooperazione tra le Autorità di vigilanza per la notifica dei casi di sospensione e rimozione di strumenti finanziari dalle negoziazioni; v) elaborazione di una guida per i consumatori che investono in prodotti finanziari che illustra gli obblighi degli intermediari e i diritti degli investitori ai sensi della direttiva MiFID; vi) approvazione di talune modifiche al database delle azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati.

Nel 2008 è proseguita la partecipazione della Consob, in ambito Cesr, all'Experts Prospectus Group per lo sviluppo delle linee guida in merito ai requisiti informativi del prospetto previsti dalle misure di implementazione della direttiva sui prospetti. Tale gruppo, che lavora al livello 3 del processo Lamfalussy, ha prodotto orientamenti per la corretta applicazione delle norme comunitarie sul prospetto che sono stati pubblicati nel documento Q&A (Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by Cesr Members - 7th Updated Version - December 2008). Su richiesta della Commissione Europea, il gruppo ha definito uno

schema semplificato di prospetto per le offerte di azioni ai dipendenti che consente l'omissione di informazioni richieste dagli schemi di prospetto, ove non pertinenti nel caso specifico all'emittente e all'offerta. Resta fermo il potere dell'Autorità competente per l'approvazione di richiedere informazioni supplementari. Una volta approvato, il prospetto semplificato per l'offerta di azioni ai dipendenti potrà quindi beneficiare del passaporto europeo di cui all'art. 17 della direttiva. È altresì in corso la valutazione dell'equivalenza dei prospetti redatti secondo le legislazioni degli Stati Uniti e di Israele, ai fini dell'applicazione dell'art. 20 della direttiva sul prospetto. Tale disposizione definisce le condizioni alle quali l'Autorità competente può approvare un prospetto redatto secondo standards diversi da quelli del Regolamento n. 809/2004/CE.

È stata effettuata una ricognizione sull'applicazione della direttiva Transparency nei paesi membri.

In materia di abusi di mercato, la Consob ha contribuito ai lavori del Cesr finalizzati all'elaborazione di un terzo insieme di linee guida sull'applicazione della Direttiva 2003/6/CE (MAD - Market Abuse Directive); tali linee hanno costituito oggetto di consultazione nel mese di maggio. Le nuove linee guida, che saranno approvate nel 2009, riguardano i requisiti delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni sospette, operazioni di stabilizzazione e programmi di riacquisto di azioni proprie ai sensi del Regolamento CE n. 2273/2003 e l'informativa al pubblico da parte delle società emittenti in presenza di rumour sul mercato. In base al Work Program, pubblicato dal Cesr nel 2007, le linee guida di livello 3 avrebbero dovuto riguardare anche alcuni aspetti problematici relativi alla nozione di informazione privilegiata (la cosiddetta "twofold notion of inside information"); tuttavia, a causa della complessità dell'argomento e dell'annunciata prossima pubblicazione da parte della Commissione Europea di un documento di valutazione della direttiva MAD, il Cesr ha deciso di rinviare la definizione di linee guida in modo da evitare sovrapposizioni.

Nel corso del 2008, il Cesr ha altresì pubblicato l'Executive summary to the report on administrative measures and sanctions as well as the criminal sanctions available in member states under the market abuse directive, nel quale si illustrano i sistemi sanzionatori applicati ai singoli Stati membri.

È stato pubblicato, nel mese di ottobre, un parere tecnico per la Commissione Europea, elaborato dal Cesr e dall'Ergeg (European Regulators' Group for Electricity and Gas), sull'applicabilità della direttiva sugli abusi di mercato alle negoziazioni sull'energia e sui derivati dell'energia. Il documento riconosce l'applicazione della direttiva ai contratti sull'energia che si qualificano come strumenti finanziari ammessi a negoziazione su mercati regolamentati. Il Cesr e l'Ergeg propongono alla Commissione Europea di valutare l'introduzione di una disciplina ad hoc sugli abusi di mercato nei mercati spot che trattano contratti sull'energia elettrica e il gas.

L'Istituto ha partecipato attivamente ai lavori del *Review Panel* (Gruppo permanente per l'attuazione degli *standards* Cesr da parte degli Stati membri) per la rassegna dei poteri di vigilanza e di *enforcement* attribuiti alle Autorità di vigilanza degli Stati membri, in attuazione della direttiva MiFID (Direttiva 2004/39/CE). Nel corso dell'anno il *Review Panel* ha avviato, inoltre, una ricognizione dei poteri attribuiti ai sensi della direttiva *Transparency* e diversi esercizi di *peer review* per la verifica dello stato di attuazione delle

linee guida sulla semplificazione della procedura di notifica dei fondi Ucits e degli *Standards 1 e 2*, e sulle attività di *enforcement* in materia di informazione finanziaria.

In materia di agenzie di rating, il corrispondente gruppo di lavoro del Cesr ha inviato alla Commissione Europea, nel mese di maggio, un secondo rapporto sull'attuazione del codice di condotta Iosco (*International Organization of Securities Commissions*) da parte delle agenzie di rating e sul ruolo che le agenzie hanno in materia di finanza strutturata. Nel mese di settembre, invece, il Cesr ha risposto alla consultazione della Commissione Europea sulla bozza di proposta per una direttiva/regolamento in materia di agenzie di rating.

L'Istituto ha partecipato ai lavori del Cesr-Tech e alle attività congiunte del Cesr e della Banca Centrale Europea in materia di *clearing e settlement*.

È stato pubblicato, nel mese di luglio 2008, un nuovo Codice di autoregolamentazione in materia di clearing e settlement, che definisce le modalità attraverso cui le infrastrutture che hanno sottoscritto il Codice del 2006 daranno conto del rispettivo grado di adesione al Codice, con particolare riferimento alle previsioni in tema di separazione contabile e accesso separato ai servizi.

Nel 2008 il Gruppo di lavoro congiunto del Cesr e della Banca Centrale Europea in tema di clearing e settlement ha lavorato, su mandato dell'Ecofin, alla trasformazione degli Standards approvati nel 2004 e vincolanti per gli operatori di mercato, in raccomandazioni indirizzate alle Autorità di vigilanza. Nel mese di ottobre, è stato pubblicato un documento di consultazione congiunto Cesr/Esrb (European System of Central Banks) contenente 19 raccomandazioni relative ai depositari centrali di titoli (CSDs) e 15 raccomandazioni relative alle controparti centrali (CCPs). La consultazione si è chiusa il 23 gennaio 2009.

Il gruppo continua a lavorare, anche, al progetto TARGET2-Securities, diretto a creare una piattaforma unica europea a supporto del regolamento integrato di transazioni (titoli e contante) di strumenti finanziari.

Nel corso del 2008 il Cesr-Tech ha avviato due progetti in ambito Trem (Transaction Reporting European Mechanism) che hanno riguardato: i) i problemi inerenti all'adozione di un codice alternativo all'ISIN (AII - Alternative Instrument Identifier) per l'identificazione degli strumenti finanziari, anche derivati; ii) le problematiche inerenti all'introduzione, allo scambio e alla centralizzazione dei reference data degli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui mercati regolamentati dell'Unione Europea (IRD - Instrument Reference Data). Una nuova versione del Trem è stata implementata a novembre 2008.

La Consob presiede la nuova *Task Force* sulla "mutual recognition" istituita dal Cesr.

La Task Force procederà a un'analisi economica dei vantaggi e degli svantaggi derivanti dalla mutual recognition con paesi terzi e degli aspetti regolamentari significativi che possono costituire il presupposto e la condizione di contatti con detti paesi.

È stata, inoltre, istituita una *Task Force* congiunta tra i comitati di livello 3 (Cesr, Ceps, Ceiops) in materia di delega di compiti tra le Autorità di vigilanza europee.

L'istituzione della Task Force risponde alle raccomandazioni formulate dall'Ecofin sulle possibili opzioni per l'esercizio, su base volontaria, di deleghe di specifici compiti di vigilanza al fine di rafforzare il controllo sui gruppi finanziari che operano su base transfrontaliera.

4. L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco) e in altre sedi internazionali

Nel 2008 la Consob ha fatto parte del Comitato Tecnico della Iosco e ha continuato a far parte del Comitato Esecutivo dell'Organizzazione in occasione della Conferenza Annuale tenutasi nel mese di maggio 2008.

Il Comitato Tecnico della Iosco, nella riunione straordinaria del mese di novembre, ha intrapreso iniziative urgenti per fronteggiare la crisi dei mercati finanziari e coordinare le misure regolamentari generali, a supporto degli obiettivi indicati dal G-20. Sono state istituite nuove *Task Force* in materia di soggetti, mercati e prodotti finanziari non regolamentati e vendite allo scoperto. La Consob partecipa ai nuovi gruppi di lavoro, presiedendo la *Task Force on Unregulated Entities* congiuntamente alla Fsa inglese.

La Task Force on Unregulated Entities si propone di esaminare i problemi connessi all'operatività degli hedge funds, fondi di private equity e altre istituzioni non regolamentate. La Task Force presenterà possibili opzioni di vigilanza e regolamentazione tese a limitare i rischi associati all'operatività e alla opacità di tali soggetti, nell'ottica della tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati finanziari.

La Task Force on Unregulated Financial Markets and Products è stata costituita allo scopo di elaborare un approccio regolamentare comune per quei settori del sistema finanziario ancora scarsamente vigilati e regolati, come il mercato over-the-counter dei derivati e di altri prodotti strutturati. In particolare, la Task Force è incaricata di valutare le possibili scelte da adottare ai fini dell'introduzione di un maggior grado di trasparenza e vigilanza su detti segmenti di mercato a tutela degli investitori.

La Task Force on Short Sales ha come obiettivo quello di elaborare un approccio regolamentare internazionale in materia di vendite allo scoperto, con riguardo al contenuto degli obblighi di trasparenza e agli obblighi di consegna dei titoli. La Task Force si propone di elaborare standard internazionali comuni che possano rappresentare una guida per gli interventi nazionali di regolamentazione, in vista di una maggiore armonizzazione della disciplina in materia.

Tra le iniziative intraprese dalla Iosco al fine di rafforzare la fiducia degli investitori nell'integrità dei mercati finanziari, alle quali la Consob partecipa, si segnalano: i) la costituzione della *Task Force* sui mercati delle merci, che analizza i comportamenti degli operatori e il possibile verificarsi di speculazioni in tali mercati; ii) la *Task Force* sui fondi

sovrani, che si occupa in particolare della cooperazione tra le Autorità ai fini di *enforcement*; iii) la *Task Force on the Subprime crisis*.

Il rapporto della Task Force sulla crisi dei mutui subprime è stato pubblicato nel maggio 2008. Il rapporto analizza gli effetti della crisi sui mercati finanziari internazionali e affronta le problematiche connesse alla trasparenza degli emittenti, ai processi di valutazione degli investimenti ad opera dei risparmiatori, alla vigilanza prudenziale sugli intermediari, ai sistemi di gestione del rischio e agli standard di valutazione e contabilizzazione dei prodotti finanziari strutturati in situazioni di turbolenza dei mercati. Esso contiene raccomandazioni al Comitato Tecnico in merito alle ulteriori iniziative da intraprendere in sede Iosco per fronteggiare le problematiche suddette.

La Task Force on Commodity Futures Markets è stata costituita con l'obiettivo di valutare l'adeguatezza delle pratiche di vigilanza adottate a livello internazionale, tenuto conto dei recenti sviluppi dei mercati delle commodities. Il rapporto finale della Task Force, contenente raccomandazioni volte a migliorare la trasparenza e la vigilanza sui mercati, è stato pubblicato nel marzo 2009.

La Consob ha contribuito altresì ai lavori della *Task Force on Credit Rating Agencies* che ha l'obiettivo di migliorare e coordinare la vigilanza internazionale sulle agenzie di rating circa l'osservanza del nuovo Codice di Condotta Iosco.

È stato pubblicato, nel mese di maggio, il rapporto finale della Task Force sul ruolo delle agenzie di rating nel comparto dei prodotti finanziari strutturati dove sono, inoltre, illustrate le problematiche regolamentari connesse e le modifiche introdotte al Codice di condotta del 2004, allo scopo di migliorare la qualità, indipendenza, trasparenza e integrità dei processi di rating. La revisione del Codice di condotta delle agenzie di rating è stata pubblicata nello stesso mese.

Nel mese di settembre, invece, il Comitato Tecnico della Iosco ha incaricato la Task Force di verificare l'osservanza del nuovo Codice di Condotta ad opera delle agenzie di rating e di valutare l'elaborazione di un modello di vigilanza comune, stabilendo termini e condizioni per lo scambio di informazioni e la cooperazione tra le Autorità. In particolare, la Task Force dovrà esaminare la possibilità di istituire un organismo di vigilanza internazionale simile, per struttura e finalità, al Public Interest Oversight Body americano per la vigilanza sugli standard di revisione contabile.

Nel corso dell'anno è proseguita la partecipazione dell'Istituto ai gruppi di lavoro permanenti del Comitato Tecnico della Iosco in tema di trasparenza e profili contabili (*Standing Committee 1*), di mercati secondari (*Standing Committee 2*), di intermediari (*Standing Committee 3*), di problematiche di cooperazione (*Standing Committee 4*) e di organismi di investimento collettivo del risparmio (*Standing Committee 5*).

È in corso la predisposizione di un documento sui principi di informativa periodica per gli emittenti quotati, ove si affronta, tra l'altro, il problema dell'informativa sull'esposizione ai rischi di mercato in relazione all'attività in derivati o altri strumenti finanziari. Continuano, inoltre, i lavori di esame e la predisposizione del commento sui nuovi principi contabili internazionali emanati dallo Iasb (International Accounting Standards Board).

In tema di mercati, sono proseguiti i lavori per l'emanazione di un documento in materia di accesso diretto ai mercati regolamentati, che esamina in particolare il tema dell'interconnessione e degli obblighi a carico dei gestori dei mercati e degli intermediari ove sia prevista la possibilità, per soggetti diversi dagli intermediari, di accedere alle negoziazioni e immettere ordini. Sono stati avviati, altresì, lavori in materia di outsourcing delle funzioni di mercato e approfondimenti sul tema della trasparenza delle negoziazioni per i prodotti strutturati.

Il Gruppo in materia di intermediari è stato impegnato su una molteplicità di temi, tra cui la vigilanza sul rispetto delle regole di condotta da parte degli intermediari, il mantenimento delle registrazioni contabili e le informazioni pre-contrattuali da fornire agli investitori in caso di vendita di strumenti finanziari, anche in relazione agli incentivi e ai possibili conflitti di interesse riferibili ai soggetti collocatori.

Il Gruppo sugli organismi di investimento collettivo ha condotto un'analisi preliminare dei criteri e metodi di valutazione degli investimenti immobiliari e degli assetti di governance dei fondi real estate. A seguito della pubblicazione del rapporto finale della Task Force sul private equity, il gruppo ha intrapreso un lavoro sulle principali tematiche connesse alla gestione dei conflitti di interesse nel settore dei fondi di private equity. È stata avviata, inoltre, l'analisi delle problematiche regolamentari connesse all'operatività dei fondi cosiddetti "sovrani" e dei principali processi di "due diligence" utilizzati dall'industria del risparmio gestito, con particolare riferimento al caso di investimenti in prodotti finanziari strutturati e/o complessi e illiquidi (ad esempio Abs, Cdo e Cds).

Nel mese di giugno è stato pubblicato il Rapporto sui fondi di fondi speculativi contenente, tra l'altro, la proposta di sviluppare linee guida in merito ai metodi di gestione del rischio di liquidità e al processo di "due diligence" sugli investimenti. Il Comitato Tecnico, tramite lo Standing Committee 5, ha elaborato una proposta di standard di regolamentazione che è stata sottoposta a consultazione pubblica nel mese di ottobre 2008 e che si è chiusa a gennaio 2009. Gli standard riflettono l'obiettivo di assicurare un'elevata tutela degli investitori al dettaglio che sempre più investono in fondi speculativi tramite fondi di hedge funds.

La Consob ha partecipato ai lavori dello *Screening Group*, 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.

A riguardo, si ricorda che una risoluzione del Comitato dei Presidenti del mese di aprile 2005 prevede che tutte le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari membri della Iosco, che non siano già firmatarie dello Iosco-MMoU (Multilateral Memorandum of Understanding), devono sottoscrivere o avere le facoltà necessarie per sottoscrivere l'accordo multilaterale entro il 1° gennaio 2010.

L'Istituto ha preso parte attiva ai lavori dell'*Implementation Task Force* che valuta lo stato di attuazione degli *Iosco Objectives and Principles on Securities Regulation*.

Nel corso dell'anno è stato approvato l'aggiornamento dei Principio Iosco che illustra ulteriori elementi in coerenza con i principi esistenti ed è stata, inoltre, avviata la seconda fase del

programma di revisione dei Principi Iosco che dovessero risultare obsoleti o incoerenti ovvero l'elaborazione di nuovi Principi.

La Consob ha aderito al Progetto di collaborazione istituzionale tra le Autorità di vigilanza del settore finanziario delle due “sponde” del Mediterraneo (*Mediterranean Partnership*), avviato nel corso del 2008.

Il Gruppo, composto dalle Autorità di Algeria, Egitto, Francia, Italia, Marocco, Portogallo, Spagna e Tunisia, ha il compito di stabilire metodi di lavoro armonizzati e adottare procedure operative comuni al fine di facilitare la cooperazione transfrontaliera e la conclusione di accordi di mutuo riconoscimento tra le Autorità firmatarie. Il lavoro del Gruppo si affianca a quello svolto dalle organizzazioni internazionali di settore (Comitato Regionale per il Medio Oriente della Iosco e Istituto francofono di regolamentazione finanziaria) e dal Cesr.

L'Istituto ha partecipato all'attività dell'Ifiar (*International Forum of Independent Audit Regulators*), gruppo diretto ad agevolare la cooperazione tra Autorità di vigilanza competenti in materia di revisione contabile.

Si segnala, altresì, la partecipazione della Consob ai negoziati sulla proposta di convenzione Unidroit sulle regole di diritto sostanziale applicabili ai titoli custoditi dagli intermediari, e alle riunioni del *Joint Forum*, Gruppo composto da rappresentanti delle Autorità di vigilanza del settore bancario, finanziario e assicurativo per l'approfondimento di tematiche di comune interesse.

Il Joint Forum ha pubblicato, nel mese di aprile, un rapporto sulle modalità con cui Autorità di vigilanza e intermediari del settore bancario, finanziario e assicurativo affrontano i rischi connessi all'offerta di prodotti non adeguati a investitori retail. Nel rapporto sono analizzate le regole di disclosure e gli altri obblighi imposti agli intermediari ai fini della valutazione di adeguatezza dei prodotti offerti ai predetti investitori.

VII – I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel corso del 2008 si è registrata una significativa flessione nel numero dei ricorsi presentati dinanzi al giudice ordinario verso sanzioni amministrative adottate o proposte dalla Consob, mentre il contenzioso avanti al giudice amministrativo è rimasto sostanzialmente stabile (Tav. 40).

Tav. 40

Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto¹
(esiti al 31 dicembre 2008)

	Giudice amministrativo ²						Giudice ordinario ³					
	Accolti ⁴	Respinti ⁵	In corso	di cui:		Totale ricorsi	Accolti ⁴	Respinti ⁵	In corso	di cui:		Totale ricorsi
				accolta sospensiva	respinta sospensiva					accolta sospensiva	respinta sospensiva	
2006	1	1	9	--	3	11	3	26	1	--	--	30
2007	--	6	3	--	1	9	4	13	57	--	--	74
2008	1	1	7	--	3	9	2	10	26	--	4	48

¹ I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. ² La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. ³ Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. ⁴ La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. ⁵ La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

In materia di abusi di mercato, nel corso dell'anno si sono definiti i primi giudizi di opposizione, intrapresi nel 2007, avverso sanzioni comminate a seguito dell'accertamento di illeciti di abuso di informazioni privilegiate da parte di *insider* secondari (art. 187-*bis*, comma 4, del Tuf). Si tratta di fatti commessi anteriormente all'entrata in vigore della legge 18 aprile 2005, n. 62 (che depenalizza l'illecito) e sanzionati in via amministrativa a seguito della trasmissione degli atti alla Consob da parte dell'Autorità giudiziaria, avanti alla quale erano stati instaurati procedimenti penali per i medesimi casi (come previsto dall'art. 9, comma 6, della citata legge n. 62).

Si tratta di sette impugnazioni, promosse innanzi alla Corte d'Appello di Brescia, che sono state tutte rigettate. Nell'unica pronuncia di cui sono state depositate le motivazioni, la Corte si è soffermata sulle peculiarità connesse all'accertamento dell'illecito in questione riconoscendo la legittimità del ricorso a presunzioni ove non sia disponibile (come accade di regola) la prova diretta del "passaggio" dell'informazione privilegiata. I giudici hanno affermato che "Il possesso dell'informazione, attesa la natura 'immateriale' di quest'ultima, esprime una relazione anch'essa

priva di materiale tangibilità con la conseguenza che, pur non potendo escludersi che di essa possa darsi una prova diretta (reperimento, presso l'agente, di documenti inglobanti l'informazione, testimonianze su ammissioni di quegli a terzi), deve ammettersi ampio ricorso alla prova di natura presuntiva, tanto più che non essendo normalmente l'insider secondario intraneo all'ambiente ove si verificano i fatti oggetto dell'informazione, ben difficilmente è possibile instaurare un diretto collegamento tra l'agente e questi ultimi che ne dimostri, nel primo, la conoscenza. Poiché (...) il possesso dell'informazione non è in se stesso ma solo se 'utilizzato' per compiere determinate operazioni ovvero se motiva queste ultime, a giudizio della Corte è ben possibile, in determinate condizioni, considerare dette operazioni come elementi rivelatori del primo, nel senso che, appunto in determinate condizioni, esse ben possono disvelare il motivo che le ha determinate consistente appunto nel possesso delle informazioni medesime. Questo procedimento logico è certamente sussumibile nello schema proprio del ragionamento presuntivo nel quale dal fatto noto, si risale a quello ignoto secondo un criterio di normalità sulla base di un rapporto di dipendenza logica accertato alla stregua di canoni di probabilità" (sentenza 6.11.2008).

Nella medesima decisione, la Corte d'Appello si è soffermata sulla confisca "del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo" che, ai sensi dell'art. 187-sexies del Tuf, consegue necessariamente all'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie per illeciti di market abuse. Per quanto riguarda la nozione di "prodotto" dell'illecito, secondo i giudici di Brescia esso "rappresenta il risultato, cioè il frutto che il colpevole ottiene direttamente dalla sua attività illecita"; nel caso dell'illecito commesso con l'acquisto di titoli dall'insider secondario, "non può dubitarsi che il "prodotto" dell'illecito, ossia il risultato finale della condotta, sia l'acquisto delle azioni che, per espressa disposizione della norma sanzionatoria, può avvenire in favore dell'agente o anche in favore di terzi. Anche in questo ultimo caso, non può negarsi che le azioni acquisite avvalendosi delle informazioni privilegiate siano il 'prodotto' della condotta illecita". Quanto, poi, all'istituto della confisca "per equivalente" (prevista dall'art. 187-sexies, comma 2, nell'ipotesi in cui non sia possibile procedere alla confisca "diretta" del prodotto, del profitto dell'illecito o dei beni utilizzati per commetterlo), la Corte ne ha riconosciuto l'applicazione "per tutti i casi in cui non sia possibile perseguire il risultato anzidetto e questo indipendentemente dalla ragione che sta alla base di tale impossibilità. Questa può essere tanto una ragione di ordine materiale (la fisica impossibilità di apprendere i beni) quanto una ragione di ordine giuridico e in quest'ultimo ambito rientra proprio il caso in cui la confisca prevista dal I comma dell'art. 187-sexies d.lgv. citato sia preclusa dall'appartenere i beni a terzi estranei all'illecito".

La Corte d'Appello di Roma, invece, investita delle opposizioni avverso le sanzioni applicate in relazione al tentativo di "scalata" della Rcs, a fronte degli illeciti di manipolazione del mercato, procurato ritardo all'attività di vigilanza della Consob, mancata comunicazione alla stessa di notizie e documenti, nonché omessa comunicazione di partecipazioni rilevanti, ha confermato la sussistenza degli illeciti accertati.

I giudici romani hanno affrontato, in particolare, il tema della cumulabilità delle sanzioni applicate per i diversi illeciti riscontrati in occasione della vicenda Rcs. Per quanto riguarda l'autonoma sanzionabilità degli illeciti di omessa comunicazione di partecipazioni rilevanti e di manipolazione del mercato, La Corte d'Appello ha precisato "che la condotta omissiva punita dall'art. 120 Tuf non è uno degli elementi costitutivi dell'illecito di diffusione d'informazioni, voci

o notizie false o fuorvianti punito dall'art. 187 ter del Tuf con la conseguente inapplicabilità dell'art. 15 cod. penale. Neppure è applicabile l'art. 8 della legge 689/1981 perché gli illeciti non sono stati attuati con unico atto commissivo o omissivo ma con autonome condotte, sia pure in esecuzione, secondo la Consob, di unico disegno "criminoso". Non è quindi applicabile il cumulo giuridico delle sanzioni limitato in materia d'illeciti amministrativi al solo concorso formale con inapplicabilità analogica dell'art. 81 cod. penale" (decreto 2.12.2008). La Corte ha altresì riconosciuto, confermando entrambi gli illeciti sanzionati di procurato ritardo all'attività di vigilanza della Consob e di manipolazione del mercato, che tali condotte "sono distinte ed autonome – logicamente, cronologicamente e per oggetto – per cui non è ipotizzabile l'applicazione, nella fattispecie, del principio di specialità ex art. 9 L. 689/1981, in difetto di principi costitutivi comuni degli illeciti" (sentenza 2.1.2009). In tale decisione, la Corte ha respinto l'eccezione di indeterminatezza della fattispecie di manipolazione del mercato delineata dall'art. 187-ter, comma 3, lett. c), del Tuf. Secondo i giudici romani, la formulazione della norma, che punisce chiunque pone in essere "operazioni od ordini di compravendita che utilizzano artifici od ogni altro tipo di inganno o di espediente", rimanda "alla descrizione ampia della truffa (art. 640 c.p.) in sede penale ed ai concetti onnicomprensivi ivi riportati ('artifici e raggiri', 'induzione in errore'). In altre parole, proprio la fluidità ed il continuo movimento delle operazioni attivabili sui mercati finanziari rendevano – e rendono – oltremodo difficoltoso per il legislatore predeterminare analiticamente tutti i tipi di inganni, artifici ed espedienti, utilizzabili al fine di manipolare il mercato. Ne deriva, perciò, che l'utilizzazione, nel caso di specie, dei concetti generali, voluti dal legislatore per descrivere l'illecito amministrativo 'de quo', demandi al giudice di merito la formulazione di una valutazione di riconducibilità del comportamento dell'agente allo schema prefissato dalla norma, in termini elastici ma non per questo indeterminati".

In relazione alla disciplina inerente la prestazione dei servizi di investimento, le Corti d'Appello di Venezia e Milano hanno confermato le sanzioni applicate dalla Consob a due società del Gruppo Unicredito Italiano per l'inadeguatezza delle procedure aziendali relative alla ingegnerizzazione e commercializzazione di strumenti finanziari derivati non negoziati nei mercati regolamentati (Otc).

La Corte veneziana, "avuto riguardo alla (...) sofisticazione dei prodotti finanziari negoziati, la cui gestione, nemmeno immune da profili di azzardo, doveva comportare ogni opportuno controllo preliminare sulla clientela", ha, innanzitutto, ritenuto necessaria l'adozione di specifici accorgimenti procedurali atti a verificare "il possesso da parte della clientela dei requisiti richiesti dall'art. 31" del Regolamento Consob n. 11522 del 1998, ovvero "di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari", giungendo a ritenere "non ammissibile" che la veste di operatore qualificato fosse "connessa, con ogni relativo effetto, alla sola dichiarazione per iscritto del legale rappresentante della società". Inoltre, la Corte ha ritenuto discendere "dagli obblighi di correttezza" la necessità, per l'intermediario, di adottare procedure interne volte ad "assicurare al [cliente] un prodotto finanziario corrispondente alle di lui specifiche esigenze", nonché di attuare "una prassi improntata a trasparenza quanto alle modalità di calcolo degli spread" (decreto 16.7.2008). Non diversa è la posizione assunta, sul punto, dalla Corte d'Appello di Milano che ha considerato "gravi" gli addebiti mossi dalla Consob, considerato "che l'elevato livello di sofisticazione e complessità dei prodotti derivati Otc e la possibilità, concretamente verificatasi, che il loro utilizzo assumesse finalità speculative

estraneae alle finalità di copertura di rischi della clientela, obbligava l'intermediario a corredare la propria attività con tecniche procedurali particolarmente stringenti onde evitare ogni potenziale profilo di opacità. E il fatto che quei rischi (forieri di perdite multiple rispetto al capitale investito) si siano concretamente riversati sulla quasi totalità dei clienti (...), lungi dal costituire la base dell'accertamento, costituisce semplicemente il riscontro indiziario ex post di un difetto genetico di strutturazione del prodotto finanziario" (decreto 13.11.2008).

La Corte d'Appello di Brescia ha valutato la possibilità che l'inosservanza di talune regole di funzionamento dei mercati regolamentati, approvate dalle relative società di gestione, possa costituire comportamento sanzionabile in via amministrativa dalla Consob.

La fattispecie esaminata dai giudici bresciani riguarda il caso di un intermediario che ha, intenzionalmente, regolato un'operazione in titoli con tre giorni di ritardo, rispetto al termine previsto dal Regolamento di Borsa, determinando una situazione di cosiddetto "fail". La Corte, dopo aver riconosciuto che "la società opponente ha deliberatamente utilizzato la procedura di fail non per fare fronte a impedimenti di natura tecnica ma per scopi speculativi" perseguiti dalla clientela, ha osservato che la previsione che i contratti di borsa siano regolati il terzo giorno successivo alla loro conclusione fissa un obbligo vincolante per gli operatori, "posto a presidio dell'ordine, della sicurezza e dell'efficienza del mercato", oltre alla mancata liquidazione entro il termine regolamentare che "è e resta un comportamento inadempiente". E il perseguimento "di [un] interesse singolare a scapito delle esigenze generali del sistema che, come si è detto, esigono un tempestivo adempimento, secondo le regole, delle obbligazioni discendenti dal compimento delle varie operazioni costituisce sicura violazione dell'obbligo posto, a carico degli intermediari, dall'art. 21 del Tuf, di agire con diligenza, correttezza e trasparenza per l'integrità del mercato". Tenuto anche conto che l'art. 26 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998 include tra i generali obblighi di comportamento degli intermediari il rispetto delle "regole di funzionamento dei mercati in cui operano", la Corte d'Appello di Brescia ha puntualizzato che "le regole del mercato non sono modelli comportamentali desumibili da prassi incerte o difficilmente obiettivate ma precisi imperativi derivanti da regole comunemente accettate dai soggetti che agiscono in un determinato ambito e codificate in testi da tutti conoscibili e in effetti conosciuti e percepiti nella loro imperatività. Tali sono infatti i precetti codificati nei Regolamenti (...) emanati da soggetti (Borsa Italiana Spa, Monte Titoli Spa, Cassa di Compensazione e Garanzia Spa) che, benché rientranti nel novero delle persone giuridiche di diritto privato, nondimeno svolgono servizi reputati di interesse generale nell'ambito del mercato borsistico e che agiscono quindi non liberamente ma secondo le finalità loro assegnate dalla legge e con norme comportamentali soggette ad approvazione da parte dell'Amministrazione, previo controllo circa la rispondenza delle norme stesse ai principi comunque informanti il settore" (decreto 16.11.2008).

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, si segnala la decisione del Tar del Lazio di annullare un provvedimento della Consob con il quale era stata accertata la stipulazione, nel 2005, di un patto parasociale tra azionisti della S.S. Lazio Spa per l'acquisto concertato di azioni ordinarie della stessa società con il superamento della soglia del 30 per cento rilevante per l'Opa obbligatoria.

Il Tribunale ha annullato il provvedimento per l'insufficienza della motivazione in ordine alla funzione parasociale del patto, anche in considerazione dell'adozione del sistema societario

cosiddetto dualistico da parte della società (sentenza 8835 del 2008). Tale sentenza è stata impugnata dalla Consob innanzi al Consiglio di Stato.

Si riferisce alla giurisdizione amministrativa un ulteriore procedimento, portato innanzi al Tar del Lazio, promosso da un comitato di piccoli azionisti della Immobiliare Lombarda Spa per l'annullamento della delibera Consob in cui si stabilisce il corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto delle azioni residue della società (ex art. 108, comma 2, del Tuf). Il Tribunale ha respinto l'istanza cautelare, motivata dall'imminente chiusura della procedura di offerta.

Il Tar non ha riscontrato il danno irreparabile, vista la natura patrimoniale dell'oggetto dell'obbligazione in capo all'offerente; in caso di esito positivo per i ricorrenti al giudizio di merito, il prezzo può essere nuovamente determinato dalla Consob e le pretese essere soddisfatte con compensazioni e conguagli (ordinanza 4158 del 2008).

Nel 2008, tra le più significative pronunce del giudice ordinario, si segnala una decisione della Corte d'Appello di Milano che ha rigettato l'opposizione di una società quotata (RCS MediaGroup Spa) avverso la sanzione per inadempimento all'obbligo (art. 66, comma 8, Regolamento Emittenti) di divulgare informazioni idonee a ripristinare la parità informativa sul mercato in presenza di *rumours* e di variazioni di rilievo delle quotazioni del titolo.

In particolare, i giudici milanesi, nel confermare le sanzioni comminate, hanno ritenuto la norma regolamentare attuativa dell'art. 114, comma 5, del Tuf sufficientemente chiara "pur in mancanza di specifiche indicazioni dell'Autorità sulle modalità della comunicazione"; i giudici hanno, inoltre, chiarito che la finalità di ripristino della parità informativa impegna l'emittente in presenza di "trattative" per l'acquisto di un rilevante asset "a un dovere di disclosure nella dimensione utile per offrire agli investitori una percezione adeguata della evoluzione" delle trattative "e dunque non a svelare ogni più intima vicenda della negoziazione, ma almeno a denunciare i suoi aspetti più significativi per il mercato.

La Corte milanese, inoltre, nel caso di una società quotata (Garboli Spa), in ritardo nella pubblicazione della relazione semestrale e trimestrale al 30 settembre 2005, ha escluso la sussistenza dell'elemento soggettivo dell'illecito amministrativo con conseguente annullamento della relativa sanzione amministrativa pecuniaria.

Secondo la Corte, la situazione nella quale si sono trovati gli amministratori della società, dopo essere subentrati ai precedenti a metà esercizio a seguito del cambiamento del socio di controllo e dopo aver riscontrato perdite notevoli e non rilevabili dalle situazioni contabili precedenti, doveva ritenersi del tutto imprevedibile e non "specificamente disciplinata" dalle norme sul bilancio e tale da configurare un'oggettiva impossibilità di pubblicare tempestivamente le situazioni contabili di periodo (decreto 24.06.2008).

La Corte d'Appello di Milano, in relazione a opposizioni verso sanzioni adottate dalla Consob per violazione degli obblighi in materia di partecipazioni rilevanti, ha confermato l'orientamento maggioritario che esclude una distinzione tra omissione e ritardo nella comunicazione, in assenza di una specifica previsione di legge, e

l'applicabilità del principio del *favor rei* nei procedimenti di opposizione a sanzioni amministrative in quanto “*la norma sanzionatoria deve applicarsi nel testo vigente al momento di consumazione dell'illecito*”, in virtù del principio dell'irretroattività delle norme sanzionatorie amministrative di cui alla legge 689/1981.

Si segnala la definitiva chiusura di un procedimento giudiziario riguardante un'offerta pubblica di vendita abusiva promossa, nel 2004, da un ente territoriale che è stato sanzionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, su proposta della Consob. L'Opv è stata effettuata in violazione delle norme che impongono l'obbligo di redazione del prospetto informativo e di certificazione dell'ultimo bilancio da parte di una società di revisione.

L'opposizione avverso il decreto sanzionatorio era stata parzialmente accolta dalla Corte d'Appello di Lecce che aveva ritenuto inesistente l'obbligo di redigere il prospetto e, diversamente, aveva confermato la sanzione per l'inosservanza dell'obbligo di revisione del bilancio. Nel 2008, la Cassazione ha respinto il ricorso dell'ente territoriale e, accogliendo il ricorso incidentale della Consob, ha confermato tutte le sanzioni applicate, nel presupposto che in presenza di una sollecitazione all'investimento entrambi gli obblighi devono essere adempiuti in quanto strettamente connessi (sentenza n. 14939 del 2008).

Nel corso dell'anno è giunta a conclusione una vicenda relativa all'impugnativa del bilancio, al 31 dicembre 1997, della Gildemeister Italiana Spa intentata nel 1998 dalla Consob.

La Corte d'Appello di Brescia, alla quale la Cassazione (con sentenza 6 aprile 2004) aveva rinviato il giudizio sul merito recependo le statuizioni della Suprema Corte, ha dichiarato la nullità della delibera di approvazione del bilancio “nella parte in cui sono stati contabilizzati gli oneri affrontati per la risoluzione” di un contratto di distribuzione “tra le immobilizzazioni immateriali, costi di impianto e di ampliamento” (sentenza 152 del 2008).

Sono state prese numerose decisioni nelle quali è stata affrontata la questione della conformità della procedura di applicazione delle sanzioni amministrative (disciplinata dalla delibera Consob n. 15086 del 21 giugno 2005) ai principi della “*distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie*” e del “*contraddittorio*”, (artt. 187-*septies* e 195 del Tuf) che configurano l'attività sanzionatoria della Consob in tutti i suoi settori istituzionali. L'idoneità della delibera n. 15086 ad attuare validamente il principio di “*distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie*” è stata affermata da tutte le Corti d'Appello coinvolte nella questione.

Le Corti d'Appello di Milano, Roma, Venezia, Genova e Brescia hanno statuito che la regolamentazione del procedimento sanzionatorio che si svolge presso la Consob assicura la piena autonomia tra l'attività istruttoria (distinta in due fasi, la “parte istruttoria di valutazione delle deduzioni” e la “parte istruttoria per la decisione”, demandate entrambe agli Uffici di competenza) e l'attività decisoria (demandata alla Commissione). Difatti, “la decisione finale della Commissione si fonda sulla cognizione piena, diretta ed autonoma, di tutti gli atti (e non del loro riassunto) posti in essere nelle fasi precedenti, dato che ogni passaggio da un ufficio all'altro

è accompagnato dalla trasmissione di tutta la documentazione acquisita in precedenza”; e la relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative (USA), con cui si propone al Collegio l'applicazione delle sanzioni, “integra la mera elaborazione di una proposta di decisione, basata sull'esame della istruttoria pregressa e delle deduzioni difensive della parte privata, ed è destinata all'organo collegiale competente alla emissione del provvedimento decisivo”, che “ha sempre il potere-dovere di deliberare in piena autonomia, e quindi anche in senso diverso rispetto alla proposta USA” (App. Milano, decreto 24.12.2008).

La questione, inoltre, della conformità della delibera n. 15086 al principio del “contraddittorio” è stata risolta dalla giurisprudenza in senso affermativo, tranne in un caso rimasto isolato.

La Corte d'Appello di Genova si è espressa in senso negativo, dopo aver affermato la piena rispondenza della delibera n. 15086 al principio della distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie; la Corte ha, invece, negato la compatibilità con il principio del contraddittorio, giacché “davanti all'USA il procedimento non si svolge più in contraddittorio”. E ciò costituisce, secondo la Corte ligure, “non solo un'elusione formale (...) ma anche sostanziale, con particolare riferimento alla quantificazione della sanzione da applicare. L'entità della stessa rimane infatti ancorata ai criteri indicati dalla legge n. 689/81 (...) L'applicazione di tali criteri comporta necessariamente una serie di valutazioni che sono nuove ed autonome rispetto a ogni altra precedente valutazione indirizzata all'affermazione della sussistenza dell'illecito. Ancor più, si tratta di diversi fatti (giuridici) per la prima volta contestati dall'USA nella sua relazione conclusiva perché diversi sono gli effetti giuridici che, in applicazione dei criteri previsti dalla legge n. 689/81, possono per gli interessati prodursi (...) Trattasi di aspetti in parte non emersi precedentemente e che, in ogni caso, per quanto già esposto, dovevano essere previamente contestati, con termine per eventuali deduzioni difensive, al fine di rispettare effettivamente il principio del contraddittorio, sia pure in forma «minimale», attesa la natura amministrativa del procedimento” (decreto 21.2.2008).

Le Corti d'Appello di Roma, Milano e Venezia si sono espresse in termini opposti affermando la piena aderenza della procedura sanzionatoria al principio del contraddittorio normativamente imposto; in particolare, nel decreto della Corte d'Appello di Milano (4 dicembre 2008) si è dato valore alla circostanza per cui “il soggetto sanzionato è informato del fatto addebitato e ha ampia possibilità di svolgere le proprie difese (presentando le c.d. deduzioni) sia rispetto all'atto con il quale prende avvio il procedimento sanzionatorio (lettera di contestazione dell'addebito) sia rispetto alla relazione istruttoria redatta dall'apposito ufficio competente per materia (per quanto qui interessa la Divisione Mercati) all'esito dell'attività istruttoria (c.d. parte istruttoria di valutazione delle deduzioni)”. Diversamente, “la esatta configurazione giuridica della condotta dal punto di vista dell'elemento soggettivo (dolo) e la correlata determinazione quantitativa della sanzione, presenti per la prima volta nella relazione USA, costituiscono meri aspetti valutativi strettamente funzionali, in chiave propositiva, alle determinazioni decisionali della Commissione, sulle quali, come è ovvio, il trasgressore non può pretendere una ulteriore interlocuzione, che neppure nel processo penale di primo grado è assicurata all'imputato”.

2. La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2008 sono risultate pari a 72 le sentenze che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni acquirenti di obbligazioni «Cirio», «Parmalat» e «Argentina».

Le decisioni, tutte favorevoli all'Istituto, hanno in massima parte dichiarato l'incompetenza territoriale del Tribunale di Roma in relazione alle domande risarcitorie avanzate nei confronti degli intermediari e considerata "artificiosa" la citazione dell'Istituto, dal momento che il coinvolgimento del medesimo nel giudizio era stato determinato unicamente «*al solo scopo di radicare il processo davanti al Tribunale di Roma*» (sentenze del Tribunale di Roma nn. 5571, 8235, 10409).

Sono state, altresì, respinte le pretese risarcitorie formulate nei confronti dell'Istituto, poichè «*gli attori non hanno seriamente precisato quale specifica omissione o violazione dei doveri imposti dalla legge debba ascrivarsi all'Autorità amministrativa indipendente né quale sia il nesso causale che collega l'eventuale condotta omissiva addebitabile alla Consob e il danno in concreto subito dalla parte attrice. Fondamentalmente, non è stato seriamente specificato in che modo la Consob, nell'ambito dei propri compiti istituzionali, avrebbe potuto e dovuto impedire la negoziazione dei titoli oggetto della presente controversia*» (sentenza n. 10435).

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 professionali (cosiddetto. private placement) e, in questo caso, la legge non prevedeva 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. 3657).

Con riferimento alle domande di risarcimento danni proposte nei confronti della Consob, nel 2008, il Tribunale di Caltagirone ha respinto, con otto decisioni, le pretese risarcitorie formulate per asserito omesso esercizio dei poteri di vigilanza sull'attività di un promotore finanziario

La Consob ha, altresì, promosso appello avverso due decisioni di primo grado che hanno accolto la richiesta di risarcimento promossa da taluni risparmiatori.

Il Tribunale di Milano ha condannato la Consob e altri convenuti, in via solidale, al pagamento di una somma di circa 4 milioni di euro a favore di alcuni risparmiatori per i danni derivanti dalla non completezza delle informazioni contenute nel prospetto informativo di offerta al pubblico e di ammissione a quotazione delle azioni Freedomland, pubblicato nel 2000 (sentenza n. 9828).

Il Tribunale di Roma ha disposto la condanna della Consob al pagamento, a favore di alcuni risparmiatori, della somma complessiva di circa 12 milioni di euro per i danni derivanti dallo omesso e/o negligente controllo da parte dell'Istituto sull'operatività di un agente di cambio e della Professione e Finanza Sim Spa, nel periodo 1991-1996 (sentenza n. 8844).

VIII – LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

1. La pianificazione e la gestione finanziaria

Nel corso del 2008, l'Istituto ha avviato un processo di pianificazione e controllo mirato, tra l'altro, all'individuazione degli obiettivi strategici e delle conseguenti attività operative, tenuto conto delle evoluzioni del contesto economico-finanziario di riferimento e del quadro normativo.

Il processo di pianificazione e controllo prevede, a regime, la realizzazione di quattro fasi strettamente connesse tra loro: i) la pianificazione, volta alla definizione delle linee di indirizzo dei piani operativi delle Divisioni e del bilancio di previsione; ii) il monitoraggio dell'avanzamento dei piani operativi; iii) l'analisi delle azioni da intraprendere a fronte di scostamenti o eventi imprevisti; iv) la consuntivazione e la rilevazione annuale dei risultati raggiunti.

La fase di pianificazione operativa per il 2009 ha lo scopo di individuare obiettivi, strumenti e risorse disponibili, sulla base di un processo formalizzato e condiviso. Il processo di pianificazione intende promuovere, infatti, comportamenti omogenei e metodologie, comuni all'interno dell'Istituto, tali da favorire il perseguimento delle finalità di vigilanza istituzionali.

Con riferimento alla gestione finanziaria dell'Istituto, nell'esercizio 2008, le entrate complessive (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 98,9 milioni di euro (Tav. 41), di cui 74,6 milioni (73,7 per cento) per entrate contributive (riferibili prevalentemente alle categorie dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, dei promotori finanziari, degli emittenti e degli intermediari finanziari; Tav. 42).

Sotto il profilo della spesa, si è registrato un aumento di quella corrente rispetto all'anno precedente, correlato essenzialmente alla spesa per il personale, alle spese per acquisizione di beni di consumo e servizi e all'accantonamento al *Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni* (ex art. 2043 c.c.). La spesa in conto capitale (3,7 milioni di euro) registra un incremento ascrivibile per intero ad acquisizioni di apparecchiature informatiche.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2009. Le entrate previste assommano in complesso a 97,8 milioni di euro e derivano per 8,5 milioni dal «Trasferimento a carico dello Stato» (stanziamento iscritto nel capitolo n. 1560 dello stato di previsione della spesa del Ministero dell'Economia e delle Finanze), per 82,7 milioni dalle «Entrate contributive» e per 6,6 milioni da «Altre Entrate» dell'Istituto. A esse si aggiunge, per 9,1 milioni di euro, l'«Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2008». Questo ultimo si compone dell'«Avanzo di amministrazione disponibile» per la copertura finanziaria di spese programmate per l'esercizio 2009 (9 milioni di euro) e dell'«Avanzo di amministrazione generato dalle prenotazioni di impegno 2008 trasferite all'esercizio 2009 ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità» (0,1 milioni di euro) riconnesso a talune iniziative di manutenzione della sede di Roma.

Tav. 41

Schema riassuntivo delle entrate e delle spese
(milioni di euro)

Voci	2002 ¹	2003 ¹	2004 ¹	2005 ¹	2006 ¹	2007 ¹	2008 ²
Entrate							
Avanzo di amministrazione ³	12,3	11,6	11,7	15,3	12,8	24,0	31,3
Fondo a carico dello Stato	23,7	23,3	26,7	24,4	13,1	10,7	9,8
Entrate da contributi di vigilanza	39,9	41,6	49,2	46,9	75,2	75,1	74,6
Entrate diverse	3,8	4,9	3,5	3,7	7,5	9,9	14,5
<i>Totale entrate</i>	<i>79,7</i>	<i>81,4</i>	<i>91,1</i>	<i>91,3</i>	<i>108,6</i>	<i>119,7</i>	<i>130,2</i>
Spese							
Spese correnti							
Spese per i componenti la commissione	1,4	1,3	2,2	2,0	2,2	2,6	2,9
Spese per il personale	42,2	43,2	44,6	48,0	55,1	60,2	71,9
Spese per acquisizione di beni e servizi	18,7	18,9	19,4	19,4	20,8	23,0	26,7
Oneri per ripristino e ampl. immobilizzaz.	4,7	4,6	4,3	4,3	4,1	4,1	4,2
Spese non classificabili	1,1	0,4	5,2	4,6	0,1	0,1	19,3
<i>Totale spese correnti</i>	<i>68,1</i>	<i>68,4</i>	<i>75,7</i>	<i>78,3</i>	<i>82,3</i>	<i>90,0</i>	<i>125,0</i>
Spese in conto capitale	2,8	1,7	2,6	1,5	1,9	1,7	3,7
<i>Totale spese</i>	<i>70,9</i>	<i>70,1</i>	<i>78,3</i>	<i>79,8</i>	<i>84,2</i>	<i>91,7</i>	<i>128,7</i>

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ 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 2007 è riportato tra le entrate 2008.

Tav. 42

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 ³	Emittenti	Oicr ⁴	Soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	Negoziatori titoli quotati su Mta / Mercato Expandi	Altri	Totale entrate contributive
2002 ¹	1,2	7,5	2,0	6,4	2,8	8,9	5,3	4,9	—	0,9	39,9
2003 ¹	1,0	7,4	2,5	8,0	3,1	9,0	6,1	3,4	—	1,1	41,6
2004 ¹	0,9	7,7	3,7	9,5	3,9	8,8	6,2	7,1	—	1,4	49,2
2005 ¹	0,8	8,1	3,7	9,3	4,0	10,8	5,8	2,7	—	1,7	46,9
2006 ¹	1,2	12,5	6,0	13,6	5,2	14,7	9,2	10,0	—	2,8	75,2
2007 ¹	1,0	10,4	5,5	12,9	4,8	13,1	8,3	16,3	—	2,8	75,1
2008 ²	1,1	11,3	6,1	11,2	4,7	12,7	7,1	16,2	—	1,6	72,00

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Tlx Spa, Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa e Monte Titoli Spa. ⁴ Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

Le «Entrate contributive» segnano, in relazione al quadro complessivo delle fonti di finanziamento per il 2009, un incremento di 10,7 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2008. Tale aumento, nonostante l'esigenza di contenere la pressione contributiva per la situazione

congiunturale del mercato finanziario, sconta tuttavia l'adozione di misure di contenimento della spesa complessiva programmata per il 2009.

La prevista spesa complessiva per l'esercizio 2009 (considerata al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 2008) è pari a 106,8 milioni di euro. A tale quantificazione, inferiore di 9,5 milioni di euro rispetto alla previsione di spesa complessiva per l'esercizio 2008, si è peraltro pervenuti ritardando il completamento dell'organico dell'Istituto e operando una rigorosa razionalizzazione della spesa per acquisizioni di beni di consumo e servizi. La previsione di spesa corrente, pari a 102,8 milioni di euro, registra una diminuzione di 4,4 milioni di euro rispetto al corrispondente dato di previsione iniziale 2008. La spesa in conto capitale, pari a 4 milioni di euro, segna altresì una diminuzione di 5,1 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2008; essa riflette essenzialmente gli oneri 2009 correlati alle iniziative di completamento dell'organico, alle spese connesse al programma di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico dell'Istituto e agli oneri relativi alla progettazione dei lavori di ristrutturazione di una ulteriore porzione dell'immobile, Palazzo Carmagnola, sede dell'Istituto a Milano.

2. La gestione delle risorse umane

Nel corso del 2008, sono state assunte complessivamente 30 unità di personale. Nello stesso anno sono cessati dal servizio 8 dipendenti di ruolo e un dipendente con contratto a tempo determinato. Rispetto al 2007, l'organico effettivo dell'Istituto è quindi cresciuto di 21 unità (Tav. 43 e Tav. 44).

Tav. 43

Il personale¹

	Dipendenti di ruolo			Dipendenti a tempo determinato	Totale
	Carriera direttiva	Carriera operativa	Carriera dei servizi generali		
1990	91	63	16	170	237
1993	134	72	16	222	318
1996	128	152	16	296	404
1997	125	161	21	307	403
1998	122	156	17	295	383
1999	116	205	19	340	364
2000	110	246	20	376	389
2001	110	241	19	370	385
2002	126	250	15	391	408
2003	129	245	15	389	408
2004	131	236	15	382	402
2005	182	218	15	415	440
2006	195	214	14	423	459
2007	200	266	13	479	535
2008	198	295	13	506	556

Confronta Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre.

Distribuzione del personale per qualifica e unità organizzativa¹

	Dirigenti	Funzionari	Impiegati	Altro	Totale
Divisioni					
Emittenti	14	56	41	—	111
Intermediari	2	19	44	—	65
Ispettorato	2	12	24	—	38
Mercati	5	20	35	—	60
Studi Giuridici	3	4	3	—	10
Studi Economici	2	13	14	—	29
Relazioni Esterne	3	3	9	—	15
Consulenza Legale	4	18	16	—	38
Amministrazione e Finanza	3	8	36	13	60
Risorse	6	10	20	—	36
Sistemi Informativi	4	7	13	—	24
Altri Uffici ²	11	17	42	—	70
<i>Totale</i>	<i>59</i>	<i>187</i>	<i>297</i>	<i>13</i>	<i>556</i>

¹ Dati al 31 dicembre 2008. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. ² Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni. La voce "Altro" comprende il personale della carriera dei servizi generali.

In particolare, le nuove risorse sono state assunte a tempo indeterminato attraverso concorsi pubblici: 20 coadiutori (con laurea in discipline giuridiche ed economiche), dei quali 7 in servizio presso la sede di Roma e 13 presso la sede di Milano; 10 vice assistenti, dei quali 6 in servizio presso la sede di Roma e 4 presso la sede di Milano.

Nel corso dell'anno, in attuazione del "Piano delle assunzioni" approvato dalla Commissione, sono state pubblicate e avviate dieci procedure concorsuali, per l'assunzione in ruolo di complessive 31 risorse con la qualifica di funzionario, coadiutore, assistente e operatore, per le sedi di Roma e di Milano.

Il Ministro dell'Economia e delle Finanze, con decreto del 30 aprile 2008, ha altresì previsto un incremento di 100 unità dell'organico dell'Istituto che passerà da 615 a 715 risorse.

Nel 2008 sono stati sottoscritti accordi negoziali concernenti il recepimento degli accordi firmati in Banca d'Italia in materia di "Trattamento economico del personale".

A seguito delle novità normative intervenute nell'ordinamento nazionale, le attività di formazione del personale Consob sono cresciute in modo significativo rispetto al 2007, come attesta l'incremento dell'impegno di spesa e del numero delle ore erogate.

In particolare, l'impegno di spesa per la formazione è stato di 660 mila euro (480 mila euro nel 2007) e il numero di ore erogate, pari a 42.380, è più che raddoppiato rispetto al 2007 (19.239 ore).

Il significativo aumento dell'organico ha reso necessario orientare la formazione verso attività in house; è, quindi, proseguita la realizzazione di seminari interni, con il coinvolgimento diretto di esperti nelle discipline di interesse per l'Istituto.

Le iniziative formative del 2008 sono state caratterizzate da un consistente numero di corsi di tipo tecnico professionale, finalizzati ad accrescere le competenze del personale di vigilanza in materia di analisi e valutazione del rischio finanziario in attuazione degli orientamenti maturati in ambito Cesr in ordine al risk based method come modello di vigilanza.

Con riguardo alla formazione manageriale, si segnala la realizzazione di un corso di formazione sul processo di pianificazione e controllo. Tale corso ha costituito uno strumento utile alla crescita e alla diffusione della cultura manageriale nonché un indispensabile supporto all'avvio del processo di pianificazione e controllo all'interno dell'Istituto. Il progetto formativo ha inteso migliorare la capacità di lavorare in modo sinergico e fornire spunti metodologici finalizzati alla diffusione di modalità operative omogenee e condivise, all'attuazione della pianificazione in modo organico e trasversale, all'attivazione di procedure di analisi dei risultati secondo criteri standardizzati e oggettivi.

Con l'iniziativa formativa si è mirato ad accrescere la consapevolezza dei partecipanti sull'importanza che riveste il processo di pianificazione e controllo delle attività operative in una organizzazione complessa, illustrare il processo di pianificazione e controllo utile alla corretta definizione degli strumenti gestionali da adottare in Istituto ed evidenziare la necessità di elaborare la pianificazione operativa della propria unità organizzativa.

Nel corso del 2008 sono state avanzate 4 domande di collocamento in congedo straordinario retribuito per la frequenza di dottorati di ricerca (ai sensi dell'art. 2 della legge 13 agosto 1984, n. 476).

La partecipazione di dipendenti della Consob a dottorati di ricerca ha riguardato nel tempo il 2,7 per cento del personale dell'Istituto (coadiutori e funzionari di 2^a). Il 73 per cento dei dottorati ha avuto ad oggetto materie giuridiche e il restante 27 per cento materie economiche.

L'incremento dei congedi straordinari per motivi di studio, sebbene confermi l'elevata specializzazione e qualificazione professionale del personale della Consob, costituisce un elemento di forte criticità dal momento che il fenomeno ha riguardato principalmente dipendenti assegnati a unità organizzative istituzionali, con funzioni istruttorie relative prevalentemente ad attività di vigilanza. Il collocamento in congedo straordinario retribuito per motivi di studio, inoltre, rende indisponibili posti nella pianta organica pur restando a carico del bilancio dell'Istituto i relativi oneri retributivi, assicurativi, previdenziali e fiscali (che ammontano a circa 1,2 milioni di euro).

3. Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education

Nel corso del 2008 la Consob ha prestato particolare attenzione all'attività di educazione finanziaria e ai rapporti con i risparmiatori e le associazioni dei consumatori, potenziando gli strumenti di comunicazione con il pubblico.

Le novità normative e regolamentari hanno costituito occasioni di incontro con gli esponenti dei soggetti vigilati al fine di supportare l'industria sui temi di maggiore interesse e attualità.

Il sito internet istituzionale si conferma lo strumento centrale dell'attività di comunicazione della Consob. Il numero elevato di accessi al sito testimonia l'importanza di questo strumento per gli operatori che lo consultano frequentemente per acquisire informazioni sulla regolamentazione, sui provvedimenti della Consob e sugli intermediari abilitati (Tav. 45).

Tav. 45

Accessi alle pagine del sito internet

Pagine	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Home Page (Novità)	829.385	953.900	1.563.957	2.040.414	2.674.672	2.130.146	1.802.657
Per i risparmiatori	102.159	144.333	156.023	158.124	303.315	343.988	188.489
Per gli operatori	—	70.573	69.071	101.098	358.795	367.472	509.550
Per i giornalisti ¹	—	—	—	—	—	—	12.021
La Consob	121.688	118.407	157.075	229.123	—	846.986	1.126.879
Emittenti	1.014.943	2.214.855	2.567.876	2.811.214	3.936.630	2.791.044	2.878.956
Intermediari e mercati	262.218	189.417	234.561	289.627	889.495	1.690.854	1.435.906
Decisioni della Consob/Bollettino	416.423	387.879	421.345	519.469	596.785	695.790	734.231
Regolamentazione	555.583	430.937	501.071	727.141	955.965	2.116.752	2.394.500
Pubblicazioni e comunicati ²	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	8.925
Motore di ricerca unico	242.315	223.459	245.013	275.192	276.195	313.236	255.997
Sistemi automatici integrati di vigilanza (Saivap - Saivic) ³	—	—	—	—	—	—	946.569
Aiuto e mappa del sito	63.927	64.543	72.354	89.210	25.125	26.300	58.050
Versione in lingua inglese	200.237	132.605	136.357	141.498	428.925	296.892	273.761

¹ I dati relativi ai giornalisti fino al 2007 sono stati inclusi nella voce Home Page. ² Nell'anno 2008 i dati sono stati inseriti nella voce La Consob. ³ I dati sono disponibili a partire da ottobre 2008 e si riferiscono agli accessi al Sistema Automatico Integrato di Vigilanza e Albo Promotori finanziari (Saivap) e al Sistema Automatico Integrato di Vigilanza Incarichi di Controllo (Saivic).

Nel corso dell'anno, la Consob ha partecipato come di consueto al Forum della Pubblica Amministrazione e alla manifestazione Com-Pa (Salone europeo della comunicazione pubblica dei servizi al cittadino e alle imprese) per far conoscere le funzioni svolte e gli strumenti utilizzati dall'Istituto e per acquisire indicazioni sulle aspettative e sui bisogni informativi dei risparmiatori.

In occasione del Forum della Pubblica Amministrazione, sono stati organizzati incontri con le scuole per illustrare le attività istituzionali della Consob, il funzionamento dei mercati, le cause delle recenti crisi finanziarie.

In occasione del Com-Pa 2008, inoltre, si è tenuto un seminario sui prospetti di offerta di organismi di investimento collettivo e di prodotti finanziario-assicurativi, al quale hanno

partecipato numerosi rappresentanti di soggetti vigilati, studi legali, società di rating e professori universitari.

Gli *open hearing* hanno costituito un'ulteriore opportunità di incontro con esponenti di intermediari e altri soggetti vigilati. Il primo incontro pubblico, avvenuto nel mese di novembre, ha riguardato le modifiche degli schemi di prospetto degli Oicr aperti e dei prodotti finanziario-assicurativi; il secondo incontro, nel mese di dicembre, ha avuto ad oggetto il tema della distribuzione di prodotti finanziari illiquidi.

Nel 2008 si sono tenuti alcuni incontri fra la Consob e le associazioni dei consumatori in occasione di procedure di consultazione su norme regolamentari riguardanti temi di interesse per gli investitori *retail*.

In particolare, le associazioni dei consumatori sono state chiamate a dare il proprio contributo in materia di procedure di conciliazione e di arbitrato amministrato dalla Camera di conciliazione e arbitrato che verrà istituita presso la Consob, e a esporre una valutazione su proposte di schemi documentali di prospetto semplificato che potrebbero accompagnare, a breve, la commercializzazione di quote di fondi comuni di investimento e di prodotti finanziario-assicurativi.

La Consob ha, inoltre, partecipato a iniziative promosse da organismi federativi delle associazioni dei consumatori, in particolare il Workshop di Consumers' Forum, e di enti pubblici che operano nel settore delle conciliazioni e degli arbitrati amministrati, come il Convegno della Camera di commercio di Pisa tenutosi in occasione della "V Settimana della conciliazione" promossa dalla Unione italiana delle Camere di commercio.

Intensa è stata l'attività di risposta alle richieste di documentazione e informazione riguardanti l'attività dell'Istituto (Tav. 46).

Tav. 46

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
2008	193	2.545	2.738	60	900	1.675	103	2.738

Le richieste aventi ad oggetto dati e informazioni hanno registrato un forte incremento rispetto al 2007; risultano, altresì, raddoppiate le richieste relative a testi integrati di leggi e regolamenti.

4. I sistemi informativi

Nel corso del 2008, i sistemi informativi dell'Istituto sono stati oggetto di numerosi interventi innovativi per il nuovo assetto organizzativo della funzione informatica.

In particolare, sono state progettate nuovamente le architetture e le infrastrutture informatiche e sono stati sottoposti ad assessment, da una primaria società specializzata nel settore ICT (Information Communication Technology), i sistemi informatici, le tecnologie e i processi.

Il contributo della funzione informatica all'attività ispettiva dell'Istituto, sia in termini quantitativi che qualitativi, è cresciuto in modo significativo.

I dipendenti impegnati nell'attività ispettiva, pur avendo già elevate professionalità e competenze tecnico-informatiche, hanno infatti frequentato nel 2008 corsi specialistici di computer forensics, con l'obiettivo di rendere più efficace il contributo alle indagini svolte durante le ispezioni.

Nel corso dell'anno, sono stati effettuati significativi interventi nell'area dei sistemi applicativi e dei servizi da questi ultimi erogati. Tali interventi hanno migliorato la funzionalità d'interazione telematica, principalmente attraverso internet, con soggetti vigilati e istituzioni; ciò ha consentito di sviluppare, con l'impiego di sofisticati strumenti tecnologici, nuovi sistemi mirati alla ricezione e allo scambio di flussi informativi e al loro successivo trattamento automatizzato.

Sono stati realizzati, inoltre, nuovi sistemi applicativi mentre quelli già operativi sono stati potenziati e adattati ai contesti di riferimento in forte evoluzione.

Al riguardo si segnalano: i) i sistemi di connessione alla nuova piattaforma di negoziazione di strumenti finanziari, TradElect; ii) il sistema di frontend per l'acquisizione di flussi informativi del nuovo segmento di mercato Idex; iii) i nuovi sistemi di frontend per la vigilanza strutturata di emittenti e intermediari, sviluppati espandendo le funzionalità del sistema di Teleraccolta dei flussi di vigilanza. Sono state realizzate, altresì, nuove infrastrutture e nuove funzionalità del sistema di Transaction Reporting, attuativo della direttiva Mifid.

Nel corso del 2008, il settore ICT della Consob ha effettuato alcuni importanti interventi, propedeutici a una radicale innovazione delle architetture e delle infrastrutture informatiche.

In particolare, lo studio per la "razionalizzazione della server farm" e la realizzazione della cosiddetta "nuova architettura internet", progettata per servizi accessibili dall'esterno, mediante internet, da parte di soggetti vigilati e del pubblico degli investitori, pongono le basi per il processo d'innovazione dei sistemi informatici dell'Istituto

È stata ospitata, all'interno della server farm dell'Istituto, l'infrastruttura informatica di supporto collegata, in via telematica, alle Commissioni Regionali distribuite sul territorio nazionale. Il sistema informativo dell'Organismo per i Promotori Finanziari è stato preso in carico dal settore informatico dell'Istituto che, mediante le ordinarie procedure di gestione della server farm, ne assicura la continuità di funzionamento e la connettività con i sottosistemi delle Sezioni Territoriali.

Nel corso del 2008 sono state avviate numerose attività inerenti la sicurezza dell'informazione che hanno interessato aspetti di natura tecnologica, organizzativa e ambientale, nonché la protezione dei dati personali.

In particolare, è stato svolto un internal audit finalizzato a valutare l'allineamento del contesto tecnologico, organizzativo e logistico dell'Istituto alle strategie e alle prescrizioni per la tutela della sicurezza dei sistemi informativi imposte dal vigente panorama normativo e dalle best practice.

Gli interventi eseguiti hanno permesso di formalizzare *output* normativi e svolgere azioni specifiche su sistemi informatici.

Tali interventi hanno avuto tra gli obiettivi principali la gestione della scadenza delle password, la gestione degli accessi fisici ai locali tecnici, l'attivazione di politiche di sicurezza nell'utilizzo di strumenti informatici, il governo delle credenziali informatiche, il consolidamento delle difese perimetrali di rete, la rilevazione del brand abuse del nome Consob, l'attivazione del vulnerability assessment, il monitoraggio dell'infrastruttura di posta elettronica, il controllo degli accessi remoti alle postazioni di lavoro, la redazione di norme per l'outsourcer sugli aspetti inerenti la sicurezza, la rilevazione degli abusi nell'uso di risorse informatiche e l'aggiornamento della sicurezza delle postazioni informatiche.

Lo sviluppo delle principali infrastrutture informatiche a supporto dell'attività istituzionale della Consob è avvenuto attraverso la realizzazione di Sistemi detti Integrati.

Nel corso del 2008 l'avvio dei Sistemi Integrati ha ampliato la sfera di servizi e funzionalità attraverso i quali la Consob si interfaccia e interagisce con enti esterni e soggetti vigilati. Ciò ha contribuito a centralizzare le informazioni condivise e a razionalizzare e uniformare i processi di scambio dati tra la Consob e gli altri soggetti coinvolti.

In particolare il Saivap (Sistema Automatico Integrato Vigilanza Albo Promotori) e il Saivic (Sistema Automatico Integrato di Vigilanza Incarichi di Controllo e amministrazione) hanno rappresentato le basi dell'orientamento innovativo dell'attività istituzionale (Riquadro 5).

Riquadro 5

I Sistemi Integrati

I Sistemi Integrati si caratterizzano per: i) l'utilizzo di piattaforme telematiche condivise dai soggetti vigilati e dalla Consob; ii) la possibilità che soggetti esterni interagiscano, per via telematica, attraverso connessioni sicure e protette con l'Istituto, adempiendo a obblighi regolamentari e contribuendo a incrementarne il patrimonio informativo utilizzabile ai fini della vigilanza; iii) l'ottimizzazione e la riduzione dei carichi di lavoro necessari, ai soggetti esterni e alla Consob, per i rispettivi adempimenti; iv) l'interazione e la condivisione del patrimonio informativo di *database* che possono essere anche esterni all'Istituto. Tale condivisione concorre a ridurre il rischio che uno stesso fenomeno sia oggetto, anche con riferimento agli aspetti di competenza di altre Autorità o altri Organismi istituzionali, di obblighi informativi diversi e sovrapposti, contenendo quindi i costi di vigilanza.

L'utilizzo di tali sistemi, negli anni, ha contribuito a rendere immediatamente fruibili, in formato elettronico e standardizzato, le informazioni utili allo svolgimento dell'attività di vigilanza; a migliorare, in maniera significativa, la quantità e la qualità delle interazioni tra il patrimonio informativo dell'Istituto e l'operatività dei soggetti esterni; a definire modelli quantitativi di analisi dei dati, utili alla vigilanza, che sono in grado di operare uno screening idoneo, attraverso appositi allertatori, e di evidenziare le situazioni anomale e le possibili violazioni regolamentari.

I Sistemi Integrati s'inseriscono all'interno di una struttura a rete che, attraverso l'informatica e la telecomunicazione, modella il funzionamento dell'organizzazione e supporta il perseguimento degli obiettivi istituzionali.

La rete di un Sistema Integrato prevede una strutturazione su più livelli. I sistemi di livello base costituiscono le fondamenta per i sistemi di livello superiore. I sistemi di livello intermedio utilizzano le informazioni fornite dai sistemi di livello base come i dati provenienti dai soggetti vigilati, da Enti od altri soggetti esterni. I dati provenienti dall'esterno vengono spesso ricevuti in automatico garantendo una riduzione degli oneri gestionali e computazionali sia a carico dei soggetti vigilati che degli Uffici della Consob. I sistemi di livello alto, invece, interagendo con i sistemi di livello intermedio, svolgono la funzione di ausilio ordinato e automatizzato per l'organizzazione e il controllo della gestione delle attività della Consob.

Il Saivap è uno strumento di amministrazione delle attività di gestione dell'Albo unico dei promotori finanziari, nonché delle attività di vigilanza sui promotori finanziari. Nel 2008, tale Sistema è stato modificato in modo da costituire una piattaforma unica, come previsto dall'art. 94 del Regolamento Intermediari, per integrare l'operatività del costituendo Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari.

In particolare, la realizzazione di una piattaforma unica ha rappresentato il presupposto tecnico necessario a consentire l'esercizio, da parte dell'Organismo, delle funzioni di gestione dell'Albo, mantenendo però intatto il patrimonio informativo a disposizione dell'Istituto che su di esso basa la propria attività di vigilanza. La scelta di definire una piattaforma unica ha comportato la necessità di provvedere a una ridefinizione sia logica che operativa del Sistema.

Il Saivic è stato realizzato per ottemperare agli obblighi normativi definiti all'articolo 148-*bis* Tuf e agli artt. 144-*duodecies*/144-*quinquiesdecies* del Regolamento Emittenti della Consob, inerenti ai limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo dei componenti gli organi di controllo di società quotate ed emittenti strumenti finanziari diffusi.

L'art. 144-*terdecies* del Regolamento Emittenti pone un doppio limite al cumulo degli incarichi; in particolare, nessun soggetto può assumere più di cinque incarichi come componente dell'organo di controllo in emittenti (comma 1); *“il componente dell'organo di controllo di un emittente può assumere altri incarichi di amministrazione e controllo presso le società di cui al Libro V, Titolo V, Capi V, VI e VII del codice civile, nel limite massimo pari a sei punti”* (comma 2). Il modello di calcolo da utilizzare ai fini della determinazione del punteggio da assegnare a ogni incarico (contenuto nell'Allegato 5-*bis* al Regolamento Emittenti) è stato implementato nel sistema Saivic. Tale modello assegna un punteggio a ogni incarico di amministrazione o controllo sulla base di una serie di parametri che tengono conto: i) della tipologia della società nella quale è ricoperto l'incarico (emittente, di interesse pubblico o altro); ii) dell'aspetto dimensionale delle società (grande, media o piccola), qualora non di interesse pubblico o emittenti; iii) della eventuale circostanza che il componente rivesta analogha carica nella controllante, caso in cui viene applicato un fattore di sconto al peso attribuito all'incarico; iv) di alcuni “specificatori” attinenti la natura della carica ricoperta (un incarico di controllo può essere associato anche all'incarico di controllo contabile, incarichi di amministrazione a deleghe gestionali e/o all'appartenenza al comitato esecutivo).

L'utilizzo del sistema consente di generare appositi *warning* a fronte delle seguenti criticità: mancato ritiro, da parte dei soggetti tenuti alla comunicazione, delle credenziali di accesso (*login* e *password*); ritiro, da parte dei soggetti, della *login* e della *password* con successivo non adempimento agli obblighi di comunicazione; superamento del limite al cumulo degli incarichi; in caso di avvenuto superamento degli incarichi, mancato rientro, nel termine concesso di 90 giorni, entro i limiti imposti al cumulo. Il regolare utilizzo del sistema consente, quindi, di verificare la correttezza delle dichiarazioni rese e l'eventuale superamento dei limiti al cumulo degli incarichi.

L'accesso al Saivic avviene attraverso credenziali rilasciate dalla Consob previa identificazione dei soggetti interessati.

L'avvio del sistema Saivic è avvenuto a settembre 2008; a partire da tale data, i componenti degli organi di controllo degli emittenti strumenti finanziari, in possesso delle credenziali per l'accesso al sistema, hanno potuto iniziare a effettuare le comunicazioni dovute ai sensi del comma 1 dell'art. 144-*quaterdecies* del Regolamento Emittenti. Contestualmente è stata avviata una struttura di *help desk* articolata su linea telefonica e su indirizzo di posta elettronica.

Per rispondere ai quesiti inerenti l'interpretazione e i chiarimenti della normativa di riferimento è stata dedicata una sezione, nel sito della Consob, nella quale sono state riportate le risposte alle “domande più frequenti” (Faq).

D

***NOTE
METODOLOGICHE***

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 principali gruppi quotati non finanziari italiani sono rappresentati da un campione "chiuso" di gruppi per i quali è disponibile una serie completa di bilanci dal 1998 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 2008): Enel (dal 2005 viene considerata a parte Terna che non è più consolidata in Enel), Eni (Snam Rete Gas, Saipem), Telecom, Ifi (Ifil, Juventus; dal 2004 viene considerata a parte Fiat che non è più consolidata in Ifi), Ragione di G. Benetton e C. (ex Edizione Holding; consolida Autogrill, Benetton e, dal 2007, Atlantia, ex Autostrade, considerata a parte fino al 2006), Aurelia (Autostrada TO-MI, Sias), Italmobiliare (Italcementi), Luxottica, A2A (già Aem), Fininvest (Mondatori, Mediaset), Edison, Erg (Enertad), Acea, Pirelli & C. (Pirelli RE), 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; consolida KME Group, ex Smi), Rcs MediaGroup (Dada), Finmeccanica (Ansaldo STS), 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, Ragione e Aurelia).

Tavv. 1, 2, 3, 4, Fig. 19

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. 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 52, Tavv. 11, 12

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari italiani: Intesa SanPaolo, Unicredit, MPS, BNL, Mediobanca, UBI, Banco Popolare e Banca Popolare di Milano. Si tratta di un campione che rappresenta circa i 2/3 dell'intero sistema bancario italiano in termini di totale attivo. Per gli anni precedenti al 2008 sono comprese le principali banche successivamente confluite nei gruppi bancari considerati attraverso operazioni di fusione e acquisizione, con l'eccezione di HVB che è inclusa nei dati solo a partire dalla data di consolidamento nel bilancio Unicredit (1° novembre 2005).

Fig. 45

Il margine di interesse include il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse, i dividendi su partecipazioni e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. I ricavi da intermediazione mobiliare comprendono i profitti da operazioni finanziarie (ovvero, a partire dai bilanci 2005 redatti secondo i principi Ias/Ifrs, il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie) e le commissioni nette per servizi di investimento e gestioni collettive (inclusa la negoziazione di valute, la consulenza, la custodia e l'amministrazione titoli, i servizi di banca depositaria e il collocamento di prodotti finanziari e assicurativi). Le commissioni nette da servizi bancari comprendono le commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, per servizi di incasso e pagamento, e le commissioni nette su conti correnti, carte di credito e Bancomat. La voce "altre commissioni nette" comprende le commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie.

I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e altri prodotti finanziari e assicurativi (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in conto terzi comprendono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi comprendono essenzialmente le commissioni nette da consulenza e da custodia e amministrazione titoli.

Figg. 71, 72, 73

La *Multifinanziaria Retail Market* è un'indagine campionaria realizzata dalla società GfK Eurisko Srl somministrando a fine 2007 un questionario a un campione di circa 2.500 nuclei familiari con decisore finanziario di età compresa fra 18 e 74 anni (sono esclusi dall'indagine i dipendenti di banche e assicurazioni e i consulenti finanziari); il decisore finanziario è la persona che guadagna di più nella famiglia (se nessuno lavora è l'uomo più anziano; se non ci sono uomini è la donna più anziana). Le statistiche riportate nelle figure sono stime riferite all'intera popolazione inferite dai dati campionari applicando pesi determinati dalla stessa GfK Eurisko Srl.

Fig. 73

Il questionario GfK Eurisko mette a disposizione per ciascuna famiglia dati riguardo alla ricchezza finanziaria (ossia la somma del valore degli investimenti in depositi e altre forme di liquidità distinte rispetto ai depositi, nonché in titoli di Stato, azioni, obbligazioni, polizze vita, fondi pensione, risparmio gestito e prodotti postali) e alle quote di ricchezza finanziaria investita nelle diverse categorie di attività finanziarie. Poiché sia il dato sulla ricchezza finanziaria che quello sulle quote investite vengono forniti per intervalli, a ciascuna famiglia è stato attribuito un valore puntuale della ricchezza finanziaria e delle quote investite calcolando la media semplice degli estremi dell'intervallo (l'unica eccezione è rappresentata dall'ultimo intervallo di ricchezza finanziaria che essendo aperto è stato approssimato con l'estremo inferiore dell'intervallo stesso).

Sono state adottate due diverse procedure per la stima della quota investita nelle diverse attività finanziarie.

Nella prima, per calcolare le quote investite nelle singole attività finanziarie ponderate per la ricchezza si è moltiplicato il valore puntuale della quota investita in ogni attività finanziaria per il valore puntuale della ricchezza finanziaria di ogni famiglia, ottenendo così un'approssimazione del valore monetario dell'investimento di ciascuna famiglia nelle varie categorie di attività finanziarie. Il valore medio dell'investimento in termini monetari nelle varie categorie di attività finanziarie stimato per l'intera popolazione viene calcolato come media ponderata dell'ammontare monetario investito da ciascuna famiglia con un vettore di pesi forniti dalla stessa GfK Eurisko. Sommando i valori medi monetari dell'investimento nelle varie categorie di strumenti finanziari si ottiene la composizione media del portafoglio, sempre in termini monetari, stimata per l'intera popolazione e da questa si calcola il peso percentuale delle varie attività finanziarie.

Nella seconda, la media semplice delle quote investite nelle singole attività finanziarie è invece calcolata moltiplicando i pesi forniti da GfK Eurisko per il valore puntuale della quota investita dalle singole famiglie.

Fig. 77

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.

Tav. 43

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^a, Funzionario di 2^a. 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>La crisi finanziaria e gli assetti istituzionali della vigilanza</i>	4
2.	<i>La crisi e la tutela dei risparmiatori</i>	11
3.	<i>Il ruolo del governo societario nella crisi e la tutela degli azionisti di minoranza</i>	13
4.	<i>La strategia regolamentare e di vigilanza della Consob</i>	16

	<i>NOTE DEL DISCORSO</i>	24
--	--------------------------------	----

Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze 25

A. LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO 27

I.	LA CRISI FINANZIARIA	31
1.	<i>Le determinanti della crisi e le prospettive per il sistema finanziario</i>	36
2.	<i>Le esigenze di riforma degli assetti di vigilanza</i>	38
3.	<i>I provvedimenti per fronteggiare la crisi in materia di mercati finanziari</i>	41
4.	<i>Le implicazioni della crisi per le Autorità di vigilanza</i>	46
II.	L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA	51
1.	<i>Gli interventi di vigilanza collegati al default Lehman Brothers</i>	51
2.	<i>La vigilanza sull'integrità del mercato e sul divieto di vendite allo scoperto</i>	53
3.	<i>La vigilanza sul settore del risparmio gestito</i>	56
4.	<i>La vigilanza sull'operatività in derivati degli intermediari nei confronti di Enti locali</i>	58
5.	<i>La vigilanza sul caso Alitalia</i>	61
6.	<i>I controlli sulla governance e gli assetti proprietari delle imprese</i>	64
7.	<i>La vigilanza sull'informativa contabile e sulle società di revisione</i>	67

III.	L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE	72
1.	<i>I regolamenti e la consultazione con il mercato</i>	73
2.	<i>L'attività di livello 3 e le comunicazioni interpretative</i>	82
IV.	L'ATTIVITÀ DI ENFORCEMENT E I RAPPORTI CON L'AUTORITÀ GIUDIZIARIA	85
1.	<i>L'attività sanzionatoria</i>	85
2.	<i>Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza</i>	93
3.	<i>I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e l'intervento nei processi penali</i>	96
4.	<i>Il contenzioso in sede civile</i>	98
V.	LE AREE DI RISCHIO E LE LINEE STRATEGICHE PER IL 2009	100
1.	<i>I principali fattori di rischio per il conseguimento degli obiettivi istituzionali</i>	100
2.	<i>La strategia di vigilanza</i>	101
2.1.	<i>La vigilanza sugli emittenti</i>	101
2.2.	<i>La vigilanza sugli assetti proprietari e sulle offerte pubbliche di acquisto</i>	104
2.3.	<i>La vigilanza sugli intermediari</i>	105
2.4.	<i>La vigilanza sui mercati</i>	109
3.	<i>I rapporti con i risparmiatori</i>	111
3.1.	<i>La camera di conciliazione e arbitrato</i>	111
3.2.	<i>Le iniziative di investor education</i>	113
4.	<i>Le risorse e la gestione dell'Istituto</i>	114
	NOTE	117

B.	L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO	121
-----------	---	------------

I.	LE SOCIETÀ	
1.	<i>La struttura finanziaria e la redditività</i>	123
2.	<i>I flussi finanziari</i>	127
3.	<i>La qualità del credito</i>	128
4.	<i>La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa</i>	134
5.	<i>Le operazioni di acquisizione e fusione</i>	139

II.	I MERCATI	
1.	<i>La congiuntura economica e i mercati azionari</i>	141
2.	<i>Il mercato degli strumenti finanziari derivati</i>	149
3.	<i>Il mercato dei covered warrants e dei certificates</i>	153
4.	<i>Il mercato obbligazionario</i>	155
5.	<i>Il mercato delle cartolarizzazioni</i>	159
III.	GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE	
1.	<i>I principali gruppi bancari</i>	162
2.	<i>Gli investitori istituzionali</i>	168
3.	<i>Le famiglie</i>	185

C.	L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	189
-----------	--------------------------------	------------

I.	LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ	
1.	<i>L'informativa societaria</i>	191
2.	<i>L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e di finanza straordinaria</i>	198
3.	<i>L'informativa in sede assembleare</i>	207
4.	<i>L'informativa contabile</i>	208
5.	<i>La vigilanza sulle società di revisione e sugli organi di controllo interno degli emittenti</i>	209
II.	LA VIGILANZA SUI MERCATI	
1.	<i>Gli abusi di mercato</i>	214
2.	<i>I provvedimenti Consob in materia di vendite allo scoperto</i>	221
3.	<i>La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i>	221
4.	<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i>	224
III.	LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI	
1.	<i>Banche, Sim, agenti di cambio e imprese di assicurazione</i>	226
2.	<i>Le società di gestione del risparmio</i>	234
3.	<i>I promotori finanziari</i>	239

IV.	I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI	
1.	<i>L'attività sanzionatoria</i>	241
2.	<i>I provvedimenti in materia di abusi di mercato</i>	241
3.	<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i>	243
4.	<i>I provvedimenti relativi agli emittenti</i>	247
V.	L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La disciplina degli emittenti</i>	251
2.	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i>	256
3.	<i>La disciplina delle società di revisione e dell'informativa contabile</i>	258
4.	<i>La disciplina dei mercati</i>	258
5.	<i>La disciplina degli intermediari</i>	261
VI.	LE RELAZIONI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La cooperazione internazionale</i>	267
2.	<i>L'attività nell'ambito dell'Unione Europea</i>	268
3.	<i>L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)</i>	270
4.	<i>L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco) e in altre sedi internazionali</i>	275
VII.	I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	
1.	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	279
2.	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	286
VIII.	LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO	
1.	<i>La pianificazione e la gestione finanziaria</i>	288
2.	<i>La gestione delle risorse umane</i>	290
3.	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	292
4.	<i>I sistemi informativi</i>	295