

# Relazione per l'anno 2010

Roma, 31 marzo 2011

*Presidente*

**Giuseppe Vegas**

*Componenti*

**Vittorio Conti**

**Michele Pezzinga**

**Luca Enriques**

**Paolo Troiano**

*Direttore Generale*

**Antonio Rosati**



---

# CONSOB

---

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA



# Relazione per l'anno 2010

<b>A</b>	<b>Le questioni in corso e le linee di indirizzo</b>	
I	Il contesto istituzionale ed economico	5
II	L'attività di vigilanza e l' <i>enforcement</i>	40
III	L'attività regolamentare	56
IV	Le linee d'indirizzo per il 2011	62
<b>B</b>	<b>L'evoluzione del quadro di riferimento</b>	
I	Le società	71
II	I mercati	95
III	Gli intermediari e le famiglie	127
<b>C</b>	<b>L'attività della Consob</b>	
I	La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione	149
II	La vigilanza sui mercati	177
III	La vigilanza sugli intermediari	192
IV	I provvedimenti sanzionatori e cautelari	206
V	L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali	220
VI	Le relazioni internazionali	234
VII	I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob	254
VIII	La gestione interna e le relazioni con l'esterno	262
<b>D</b>	<b>Note metodologiche</b>	271
	<b>Indice generale</b>	279
	<b>Riquadri</b>	
1	La crisi del debito sovrano e le implicazioni per la stabilità sistemica	98
2	I <i>credit default swap</i> su debito sovrano	114
3	I <i>covered warrant</i> e le opzioni negoziate sull'Idem	120
4	La comunicazione Consob sulle remunerazioni dei <i>top manager</i> , sugli accordi di buonuscita e sui piani di successione	162
5	La comunicazione Consob in merito ad alcuni casi di manipolazione del mercato di tipo operativo	179
6	Le principali modifiche alla Direttiva Prospetto	238



# Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze

La relazione che segue, riferita all'anno 2010, 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.



Le questioni in corso e le linee di indirizzo A







# Il contesto istituzionale ed economico

## 1 Gli assetti istituzionali della vigilanza finanziaria nell'Unione Europea

A distanza di circa due anni dall'avvio delle prime riflessioni e proposte di intervento e dopo il raggiungimento di un delicato accordo politico, dal 1° gennaio 2011 è entrata in vigore la legislazione che definisce il nuovo assetto istituzionale europeo della vigilanza finanziaria. Essa prevede una complessa architettura fondata sull'istituzione del Consiglio Europeo per i Rischi Sistemici (*European Systemic Risk Board – Esrb*) e sul Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (*European System of Financial Supervision – Esfs*), comprendente a sua volta tre nuove autorità europee (*European Supervisory Authorities – ESAs*) e le autorità di vigilanza nazionali.

Le tre autorità europee (rispettivamente, la *European Banking Authority – Eba*, la *European Insurance and Occupational Pension Authority – Eiopa* e la *European Securities and Markets Authority – Esma*), che nascono sulle ceneri dei vecchi Comitati di livello 3 (Cebis, Ceiops e Cesr), hanno competenze specializzate nei settori delle banche (Eba), compagnie di assicurazione (Eiopa) e mercati mobiliari (Esma) e sono dotate di poteri di natura prevalentemente regolamentare e di alcuni poteri operativi e di intervento diretto in particolari situazioni di emergenza. Le autorità nazionali continuano a esercitare la vigilanza operativa sui singoli soggetti a livello domestico; nel settore dei valori mobiliari, tuttavia, l'Esma ha poteri di vigilanza diretti su taluni soggetti, la cui operatività ha una forte connotazione *cross border* (agenzie di rating e alcune infrastrutture di mercato).

La nuova architettura delle autorità di vigilanza mette in discussione, in parte, il modello Lamfalussy di produzione della normativa comunitaria, basato su direttive che definiscono i principi di *policy* (cosiddetto livello 1) e direttive o regolamenti che disciplinano invece gli elementi di dettaglio della regolamentazione (cosiddetto livello 2). Nonostante la produzione normativa sia stata sempre più orientata verso direttive di armonizzazione massima (con divieto di introdurre "regole aggiuntive" – cosiddetto *gold plating* – da parte degli Stati membri) e regolamenti direttamente applicabili senza necessità di recepimento a livello nazionale, il modello Lamfalussy ha evidenziato alcuni limiti strutturali rispetto all'obiettivo di realizzare un'effettiva armonizzazione del quadro regolamentare e di "livellare il campo di gioco" per prevenire arbitraggi fra paesi e giurisdizioni.

Esistono infatti spazi per arbitraggi fra ordinamenti dettati, più che da differenze formali nel quadro giuridico, da divergenze nelle modalità tecniche di declinazione e applicazione della normativa comunitaria e da diversità nelle prassi di vigilanza e nei regimi sanzionatori. Questa consapevolezza ha indotto il legislatore comunitario ad assegnare alle nuove autorità un ruolo centrale nel garantire l'effettivo allineamento del sistema di regolazione dei mercati finanziari in ambito europeo. In particolare, esse potranno emanare standard tecnici giuridicamente vincolanti per le autorità nazionali in materia di modalità interpretative e applicative della disciplina comunitaria (limitatamente, tuttavia, alle aree espressamente previste dalla normativa comunitaria di rango primario e dopo una procedura di *endorsement* da parte della Commissione Europea). In materia di prassi e approcci di vigilanza, invece, le nuove autorità europee potranno emanare raccomandazioni e linee guida che non saranno giuridicamente vincolanti per le autorità nazionali, ma varrà il principio *comply or explain*.

Questo nuovo quadro istituzionale impone alla Consob l'esigenza di rivedere profondamente l'approccio alla regolamentazione e ai controlli, in modo da realizzare una piena integrazione nel nuovo sistema di vigilanza europeo. In particolare, sarà necessario allineare in maniera più stringente il quadro normativo domestico agli orientamenti e alle decisioni che matureranno in seno all'Esma. È poi necessario armonizzare le prassi di vigilanza agli standard che si affermeranno in ambito comunitario, partecipando attivamente al processo di *peer review* con le altre autorità nazionali. È quindi indispensabile contribuire in maniera attiva e incisiva al processo normativo e regolamentare europeo, per minimizzare il rischio che una produzione normativa sempre più centralizzata e di armonizzazione massima non tenga conto delle specificità e delle peculiarità strutturali del nostro mercato finanziario.

Il modello di vigilanza per settore definito in ambito europeo renderà evidenti alcune anomalie nell'assetto domestico della supervisione sui mercati e gli intermediari finanziari derivanti da una sovrapposizione di controlli che non trova giustificazione nella specializzazione delle competenze e finalità di vigilanza (stabilità verso correttezza e trasparenza). Questa anomalia è particolarmente evidente nel settore del risparmio gestito, dove pur non sussistendo esigenze di vigilanza di microstabilità<sup>1</sup>, gli intermediari sono tenuti a una doppia interlocuzione (con Banca d'Italia e Consob) per controlli, concernenti profili di trasparenza e assetti organizzativi e gestionali, che possono ritenersi di piena competenza dei *securities regulators*. Nel nuovo sistema di vigilanza europeo il settore del risparmio gestito è infatti presi-

1 La necessità di una vigilanza di microstabilità si pone nel caso di intermediari che emettono passività rimborsabili a vista al valore nominale e hanno un attivo illiquido (tipicamente gli intermediari bancari), mentre i fondi comuni emettono passività rimborsabili al valore di mercato e investono in strumenti finanziari che hanno un mercato secondario attivo; inoltre il patrimonio del fondo è segregato da quello della Sgr che lo gestisce.

diato dall'Esma, alla quale la Consob partecipa pur non avendo piene competenze sul settore in ambito domestico.

Una delle principali sfide dell'Esma è costituita dalla capacità di elaborare standard tecnici e linee guida che portino a un effettivo livellamento del campo di gioco e a una armonizzazione delle prassi di vigilanza, rimuovendo gli incentivi ad arbitraggi fra ordinamenti che hanno fortemente penalizzato il mercato finanziario domestico. Anche in questo caso, l'esempio più evidente è rappresentato dall'industria del risparmio gestito, che ha ormai circa metà del patrimonio delocalizzato in Irlanda e Lussemburgo. Tale fenomeno dipende in parte dal fatto che le autorità di tali paesi applicano standard di vigilanza diversi da quelli della Consob, oltre che da fattori fiscali riconducibili a regimi di tassazione delle persone giuridiche più favorevoli di quello italiano. La nuova disciplina di attuazione della Direttiva di settore (cosiddetta Ucits IV) potrebbe mitigare il problema, ma i tempi e le diversità nelle prassi di vigilanza, oltre che le determinanti fiscali, potrebbero ancora incentivare gli operatori italiani a scegliere altre giurisdizioni.

In generale, le modalità di esercizio della vigilanza sui prospetti informativi rimangono uno degli esempi più evidenti di arbitraggio fra ordinamenti. La disciplina comunitaria prevede che le autorità debbano compiere controlli relativamente alla completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto, ma non detta le modalità concrete di esercizio di questi controlli, lasciando ampio spazio ad approcci molto diversi fra le autorità europee. Si sono infatti affermate prassi eterogenee che vanno da un approccio cosiddetto di puro *box ticking* (semplice verifica della presenza delle informazioni prevista dalla disciplina comunitaria) fino, all'estremo opposto, a controlli di merito che portano a significative richieste di supplementi e integrazioni di informativa. Tali difformità si riflettono sui tempi di approvazione del prospetto, elemento questo che è ritenuto dagli emittenti uno dei fattori critici per la scelta dell'ordinamento in cui raccogliere risorse o accedere al mercato azionario.

Una delle priorità per l'Esma potrebbe essere quella di definire linee guida sulle prassi di vigilanza di approvazione dei prospetti. Allo stato attuale infatti i tempi di approvazione dei prospetti da parte della Consob, giudicati eccessivamente lunghi dall'industria, scontano il confronto con ordinamenti connotati da prassi di vigilanza meno rigorose, o comunque diverse, che hanno finito per esercitare un impatto fortemente negativo sulla posizione competitiva della Piazza finanziaria italiana.

Un altro aspetto di grande rilievo nel nuovo sistema di vigilanza europeo riguarda l'esplicito riconoscimento di un ruolo di vigilanza di macrostabilità e di presidio dei rischi sistemici, cui è preposto in via prioritaria l'Esrp. Le ESAs dovranno supportare l'Esrp, in particolare, nell'individuazione dei rischi sistemici che originano all'interno del sistema finanziario per i rispettivi comparti di competenza (banche, assicurazioni e mercati mobiliari), mentre all'Esrp è demandato il compito più ampio di vigilanza macropru-

denziale e identificazione dei rischi che possono derivare dall'evoluzione complessiva degli squilibri macroeconomici e dall'andamento congiunturale dell'economia reale. Nei primi mesi del 2011 le ESAs hanno definito la strumentazione analitica che sarà utilizzata per supportare le proprie funzioni di vigilanza di macrostabilità e di interazione con l'Esrb, basata essenzialmente su esercizi di *stress test* e sulla definizione di matrici dei rischi (*risk dashboard*). Gli *stress test* saranno condotti periodicamente sulla base di diverse metodologie (anche in collaborazione con la BCE) e saranno volti sostanzialmente a simulare l'impatto di uno *shock* macroeconomico sui bilanci del settore bancario e assicurativo (in termini di requisiti patrimoniali, redditività, etc.) e su alcune infrastrutture di mercato (controparti centrali). Le matrici dei rischi prevedono invece un sistema di *scoring* che permette di assegnare un giudizio qualitativo di gravità dei rischi (utilizzando un insieme di colori che vanno dal verde al rosso) sulla base di una serie di indicatori quantitativi che misurano le varie tipologie di rischi finanziari (rischio di credito, rischio di mercato, rischio di liquidità e di controparte).

L'Esrb avrà il potere di emanare *warnings* o vere e proprie raccomandazioni (che tuttavia non saranno formalmente vincolanti) alle autorità dei Paesi membri. In caso di sviluppi negativi che possono compromettere seriamente l'integrità e la stabilità del sistema finanziario dell'Unione, l'Esma dovrà agire per facilitare e coordinare le misure adottate dalle autorità nazionali; essa, inoltre, potrà adottare decisioni vincolanti per le autorità nazionali e singoli soggetti vigilati qualora ricorrano circostanze eccezionali e in situazioni di emergenza. La procedura con la quale si accerta l'esistenza di una situazione di emergenza è, tuttavia, alquanto complessa tanto da poter compromettere la tempestività di reazione rispetto a situazioni di mercato che precipitano molto rapidamente: l'emergenza, infatti, deve essere dichiarata dal Consiglio Europeo su impulso della stessa Esma (ovvero della Commissione Europea o dell'Esrb) sentita la Commissione Europea e l'Esrb e, se del caso, le autorità europee.

Per interagire e supportare efficacemente l'Esma e l'Esrb nello sviluppo dell'attività di vigilanza macroprudenziale, oltre che per il confronto con le autorità di altri paesi e un'attiva partecipazione in seno allo stesso Esrb, la Consob dovrà necessariamente potenziare le attività di analisi dei rischi sistemici basate sulla valutazione dei cambiamenti strutturali del sistema finanziario e degli andamenti congiunturali dei mercati finanziari e dell'economia reale.

La Consob dovrà altresì rafforzare il monitoraggio dei processi di innovazione finanziaria per contribuire all'attività del relativo comitato formato dalle autorità dei Paesi membri e istituito dall'Esma al fine di armonizzare la regolamentazione e la vigilanza delle attività finanziarie nuove o innovative. L'istituzione di tale comitato rientra tra i compiti assegnati all'Esma in relazione alla protezione dei risparmiatori e alle attività finanziarie. Tali compiti coniugano la tutela degli investitori (da realizzarsi anche attraverso misure di

alfabetizzazione finanziaria e di armonizzazione della trasparenza informativa) con la salvaguardia dell'integrità dei mercati finanziari e della stabilità del sistema finanziario. In questo contesto il ruolo dell'Esma e delle autorità nazionali sarà anche quello di identificare le potenziali fragilità che la diffusione di taluni prodotti finanziari può generare sul piano sistemico a partire dall'impatto sul portafoglio delle famiglie che li possiedono e dalle conseguenze sul bilancio degli intermediari che li hanno assemblati e distribuiti.

## 2 L'evoluzione del quadro normativo europeo

La Commissione Europea ha recentemente avviato un processo di revisione delle principali direttive del settore dei mercati mobiliari (in particolare, la MiFID, la Direttiva sugli abusi di mercato e la Direttiva *Transparency*) e sono in corso di definizione (o da poco emanate) le misure attuative di altre direttive recentemente riviste nel loro impianto di fondo (in particolare, la Direttiva sul risparmio gestito, cosiddetta *Ucits IV*, e la Direttiva *Prospecto*). La Commissione Europea ha anche allo studio un progetto trasversale di armonizzazione della disciplina applicabile ad alcune tipologie di prodotti finanziari offerti agli investitori al dettaglio cosiddetti "prodotti preassemblati" (*packaged retail investment products* o *PRIPs*).

A questo processo di revisione si affiancano due iniziative legislative nuove, in materia di vendite allo scoperto e di derivati *Otc*, che riflettono il dibattito emerso dopo la crisi finanziaria e quella del debito sovrano e le conseguenti proposte avanzate da organismi internazionali quali il *Financial Stability Board* (*Fsb*).

Questi processi normativi appaiono tuttavia caratterizzati da un approccio troppo settoriale, mentre gli sviluppi di mercato e l'innovazione finanziaria rendono sempre più necessaria una visione integrata e unitaria del sistema finanziario. Inoltre, la disciplina di settore è divenuta sempre più ampia e articolata e delinea un quadro estremamente complesso, con alcune aree di sovrapposizione, che determina elevati costi di *compliance* per imprese e intermediari. Una parziale presa d'atto di questo problema si intravede dal progetto *PRIPs* (di cui si dirà più diffusamente oltre), ma è evidente come sia necessario uno sforzo maggiore di armonizzazione e standardizzazione delle regole di trasparenza e di condotta su tutto il perimetro dei prodotti finanziari che vengono distribuiti agli investitori *retail*.

In quest'ottica, ad esempio, potrebbe essere utile un confronto con l'Esma e la Commissione Europea per valutare interventi orizzontali mirati a creare un esplicito collegamento fra la Direttiva *MiFID* e le direttive che si occupano di trasparenza dei prodotti *non equity*. Tale collegamento consentirebbe di assegnare un ruolo centrale nella protezione degli investitori *retail* all'informativa sul prodotto contenuta nel prospetto che gli intermediari col-

locatori dovrebbero utilizzare nell'adempimento dei doveri di trasparenza e correttezza previsti dalla MiFID.

Il prospetto informativo è infatti il documento cui è affidato il compito di superare le asimmetrie informative che caratterizzano il rapporto tra domanda e offerta, illustrando le informazioni necessarie a pervenire a un fondato giudizio su ciascuna proposta d'investimento. L'informativa contenuta nei prospetti, troppo complessa e tecnica rispetto alle competenze e alla cultura finanziaria degli investitori al dettaglio, ha impedito tuttavia a tale documento di assolvere pienamente la propria funzione originaria. Sarebbe, necessario, in linea con gli indirizzi che si stanno affermando a livello comunitario, fare in modo che siano portate all'attenzione dei potenziali investitori, in un documento breve, standardizzato e facilmente comprensibile a consegna obbligatoria, solo le informazioni-chiave sul prodotto.

Se si accettasse questa impostazione, si potrebbe ridurre l'incisività dei controlli preventivi sul prospetto informativo, con una conseguente significativa contrazione dei tempi di approvazione, sino a ipotizzare, nella misura in cui vi fossero spazi di modifica alla disciplina comunitaria e sufficiente consenso politico, l'eliminazione del nulla-osta preventivo alla pubblicazione del prospetto da parte delle autorità nazionali, mutuando l'approccio attualmente in vigore per i prospetti dei fondi comuni di investimento.

Il costo di "produzione" del prospetto rappresenta una quota elevata dei costi complessivi di *compliance* per le imprese che si quotano o che accedono al mercato dei capitali. Tale consapevolezza ha spinto la Commissione Europea, nell'ambito del processo di definizione delle misure di implementazione della Direttiva Prospetto, a chiedere all'Esma un parere tecnico sulle possibili misure di semplificazione del prospetto informativo per le piccole e medie imprese non quotate e per quelle quotate di ridotta capitalizzazione e per gli aumenti di capitale in opzione di tutte le imprese quotate (poiché per tali emittenti è disponibile un ampio quadro informativo riveniente dall'adempimento degli obblighi di informativa continua e periodica previsti dalla Direttiva *Transparency*).

L'obiettivo della semplificazione è alla base anche delle modifiche proposte alla Direttiva *Transparency*, oggetto di una consultazione terminata ad agosto 2010, che contemplano, tra le altre cose, la possibilità di introdurre regimi opzionali per le piccole e medie imprese allo scopo di non scoraggiarne l'accesso al mercato dei capitali. La Commissione Europea si propone di contemperare tale obiettivo con l'esigenza che gli investitori abbiano a disposizione il miglior patrimonio informativo possibile: vanno in questa direzione le revisioni alla disciplina delle partecipazioni rilevanti e, in particolare, dell'informativa sul possesso di derivati *cash settled*.

Tornando alle misure di implementazione della Direttiva Prospetto, la Commissione Europea ha chiesto all'Esma un parere tecnico sulla possibilità di arrivare a una semplificazione e standardizzazione delle informazioni

contenute nella nota di sintesi (*summary of the prospectus*), ovvero delle condizioni finali (*final terms*) per gli emittenti che hanno predisposto un prospetto di base, al fine di rendere il *summary* e i *final terms* documenti compatti, semplici, di facile lettura per l'investitore *retail* e con le informazioni chiave (*key information*) per orientare le scelte di investimento. Questo approccio è simile a quello già adottato per i fondi comuni nelle misure di attuazione della Direttiva Ucits IV, con l'introduzione del *Key Investor Information Document* (KIID), un documento di 2 pagine senza termini tecnici e di facile lettura. Un approccio analogo è allo studio anche per i cosiddetti PRIIPs, iniziativa trasversale che abbraccia prodotti che ricadono sia sotto la Direttiva Prospetto che sotto quella Ucits IV (oltre che sotto le direttive del settore assicurativo).

È evidente dunque la necessità di un forte raccordo fra queste iniziative, avendo però chiari alcuni obiettivi di fondo. Il primo è quello di prevedere l'obbligo di consegna all'investitore *retail* di un documento di sintesi il più possibile standardizzato nel formato e nel linguaggio per tutti i prodotti finanziari (fondi, polizze a contenuto finanziario, azioni e obbligazioni) e di includere in tale documento un indicatore sintetico che consenta di classificare agevolmente i prodotti per livello di complessità e di rischio (di mercato e di credito), individuando quelli potenzialmente adatti a qualsiasi tipo di investitore e quelli invece adatti solo a investitori più sofisticati e con maggiore propensione al rischio (in virtù del loro patrimonio e/o conoscenze finanziarie).

Il secondo obiettivo è quello di raccordare tali iniziative con il processo di revisione della MiFID, prevedendo che gli intermediari utilizzino le informazioni contenute nel documento di sintesi per classificare la rischiosità e la complessità dei prodotti (al fine di evitare che due intermediari classifichino lo stesso prodotto diversamente) e introducendo un regime che escluda o limiti la possibilità di collocare i prodotti più complessi e rischiosi a clienti non assistiti dal servizio di consulenza.

Rispetto a questa impostazione, una delle maggiori difficoltà dal punto di vista tecnico è costituita dalla definizione di un indicatore sintetico di rischio che si basi su un approccio unitario, pur tenendo conto delle specificità delle varie tipologie di prodotti finanziari. È dunque necessario individuare un approccio che permetta di definire un indicatore di rischio e di complessità dei diversi prodotti finanziari offerti alla clientela al dettaglio. Per ciò che riguarda, ad esempio, il KIID dei fondi comuni, le misure di attuazione adottate dalla Commissione Europa, sulla base del parere tecnico del Cesr (ora Esma), introducono un indicatore di rischio sintetico di natura qualitativa (basato sulla volatilità storica o il *value at risk*, a seconda della tipologia di fondi). Questo stesso approccio potrebbe essere adattato ad altre tipologie di strumenti e prodotti diversi da quelli del risparmio gestito (quali obbligazioni, prodotti strutturati come *covered warrant* e *certificates* e polizze *index linked*).

In conclusione, in un'ottica di semplificazione e armonizzazione, sarebbe auspicabile un approccio unitario e integrato alle iniziative di riforma della disciplina comunitaria, prevedendo che l'informativa di sintesi sul prodotto (sia essa quella contenuta nel *summary* della Direttiva Prospetto, nel KIID della Direttiva Ucits IV o nel documento che sarà definito nell'ambito del progetto PRIPs) sia il più possibile standardizzata e armonizzata e sia utilizzata dagli intermediari, che prestano servizi di investimento, per la predisposizione dell'informativa da veicolare alla clientela (cosiddette "schede prodotto") in adempimento delle regole di condotta della MiFID e per la valutazione dell'adeguatezza del prodotto rispetto al profilo del cliente.

## 2.1 La revisione della Direttiva MiFID

A distanza di circa tre anni dal suo recepimento, la Commissione Europea ha avviato i lavori di revisione della Direttiva MiFID che interesseranno sia la disciplina dei mercati sia quella della prestazione dei servizi di investimento. L'esigenza di revisione nasce dalla necessità di tenere conto degli sviluppi nell'industria dei servizi di negoziazione e intermediazione mobiliare nonché di chiarire e armonizzare taluni aspetti applicativi della disciplina stessa. L'approccio di armonizzazione minima seguito dal legislatore comunitario per alcune aree della disciplina aveva creato infatti difformità negli ordinamenti nazionali, penalizzando quei paesi, come l'Italia, che avevano scelto di introdurre, in alcuni ambiti, norme più restrittive di quelle comunitarie.

### *La disciplina dei mercati*

Con specifico riguardo ai mercati di strumenti azionari, le proposte di revisione si innestano in un contesto caratterizzato da intensi sviluppi nelle dinamiche competitive fra piattaforme di negoziazione, sollecitati sia dall'evoluzione tecnologica sia dai margini per arbitraggi regolamentari resi possibili dalla disciplina. L'ingresso di nuovi *player* nel settore delle piattaforme di negoziazione ha portato a un forte aumento del livello di frammentazione degli scambi e a una progressiva erosione della posizione quasi monopolistica delle borse tradizionali, sebbene non vi siano ancora chiare evidenze di effetti negativi sulla liquidità e sui costi di transazione per gli investitori al dettaglio che operano su tali borse.

Le nuove piattaforme sono rappresentate prevalentemente da sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) che sottraggono quote crescenti di ordini ai mercati regolamentati grazie a politiche tariffarie molto aggressive e all'adozione di tecnologie altamente sofisticate diseginate per soddisfare le esigenze dei cosiddetti *high frequency trader* (ossia soggetti che operano attraverso sistemi di *trading* computerizzato e per i quali è cruciale la rapidità di esecuzione degli ordini). Il più grande Mtf operante in Europa (Chi-X, pos-



seduto da intermediari americani) permette di negoziare tutte le principali *blue chip* europee e intermedia un volume di scambi maggiore del *London Stock Exchange* (Lse), che invece concentra la sua attività su azioni inglesi.

Dal lato degli emittenti, la MiFID e le altre direttive di settore hanno definito un regime differenziato fra borse tradizionali e Mtf per ciò che riguarda le modalità e i costi di accesso e permanenza sui mercati.

Le imprese, infatti, possono chiedere l'ammissione alla negoziazione sia su mercati regolamentati (ossia le borse tradizionali) sia sugli Mtf. L'accesso ai primi presuppone, tuttavia, il possesso di una serie di requisiti e l'approvazione del prospetto informativo da parte dell'autorità di vigilanza. L'ammissione alla negoziazione su un Mtf, invece, non comporta alcun onere se il sistema agisce nella veste cosiddetta di *secondary* o *passive listing*, ossia si limita a organizzare scambi su titoli quotati sulle borse tradizionali senza dovere acquisire il preventivo consenso dell'emittente. In questo caso, gli Mtf passivi fanno *free riding* sugli investimenti che le borse tradizionali effettuano per selezionare e valutare le imprese che hanno i requisiti potenziali per l'ammissione alla negoziazione fra investitori *retail* (attività definibile con il termine generico di *listing*, anche se questa definizione non è più contemplata nella disciplina comunitaria, che invece si riferisce al concetto di *admission to trading*).

Oltre agli Mtf passivi vi sono i cosiddetti *primary* Mtf, o Mtf attivi, che offrono servizi di *listing* nel senso prima chiarito, e sono normalmente organizzati e gestiti dalle stesse società di gestione delle borse tradizionali per creare mercati destinati ad accogliere le piccole e medie imprese. L'ammissione alla negoziazione su un Mtf di questo tipo implica per gli emittenti il sostenimento di costi inferiori a quelli riferibili ai mercati regolamentati, poiché gli Mtf non sono assoggettati alle direttive comunitarie in materia di prospetto, trasparenza informativa e parte della disciplina sugli abusi di mercato, salvo che gli ordinamenti nazionali non dispongano diversamente.

In proposito la Commissione Europea prospetta l'introduzione di un regime più flessibile per i mercati dedicati alle piccole e medie imprese, secondo un approccio che dovrebbe rendere i requisiti di accesso proporzionati e adeguati alle specifiche caratteristiche e bisogni di tali emittenti. In tale ottica andrebbero disciplinati i requisiti organizzativi dei gestori delle piattaforme e i requisiti operativi dei sistemi di negoziazione, le condizioni di ammissione alle negoziazioni, il monitoraggio delle transazioni effettuate su tali mercati e i requisiti per il regolamento efficiente delle operazioni concluse.

Per quanto riguarda i mercati degli strumenti finanziari non azionari (cosiddetti *non equity*), la Commissione Europea propone di estendere il regime di trasparenza attualmente previsto per i mercati azionari per rispondere all'esigenza di livellare il campo di gioco e di contenere gli arbitraggi regolamentari.

L'applicazione di un regime di trasparenza *pre- e post-trade* riguarderebbe gli scambi di titoli obbligazionari e prodotti strutturati per i quali è stato pubblicato un prospetto informativo, ovvero che sono ammessi a negoziazione in un mercato regolamentato o in un Mtf, e i derivati garantiti da una controparte centrale; il regime sarebbe differenziato a seconda delle caratteristiche specifiche degli strumenti finanziari. L'attuazione di tale proposta consentirebbe di ridurre il divario regolamentare che attualmente separa l'Italia dagli altri Paesi membri, essendo il nostro ordinamento l'unico ad aver esteso gli obblighi di trasparenza ai mercati obbligazionari, alla luce dell'elevato peso di tali strumenti sulla ricchezza finanziaria delle famiglie.

L'obiettivo di *level playing field* è alla base anche delle proposte di modifiche alla MiFID mirate a disciplinare tipologie di piattaforme di negoziazione non esplicitamente riconducibili a quelle attualmente contemplate dalla Direttiva. In particolare, la Commissione Europea intende introdurre una specifica disciplina per i sistemi di *crossing network*, ossia di incrocio degli ordini, che per le caratteristiche proprie non appaiono qualificabili né come Mtf né come internalizzatori sistematici di ordini, nonché prevedere una nuova tipologia di piattaforma di negoziazione, denominata *organised trading facility*<sup>2</sup>, qualificandola come un servizio di investimento sottoposto ad apposita autorizzazione e a misure organizzative assimilabili a quelle previste per i mercati regolamentati e gli Mtf.

L'evoluzione dell'attività di negoziazione è riconducibile non solo allo sviluppo di svariate tipologie di *trading venue* ma anche all'emergere di nuove modalità di realizzazione degli scambi. È il caso del trading automatizzato, cioè ordini i cui parametri (tempistica, quantità e prezzo) sono generati da programmi informatici; l'utilizzo di tale metodologia di negoziazione è solitamente associato a strategie di arbitraggio o speculazione che implicano l'assunzione di posizioni di importo molto elevato che vengono poi chiuse in brevissimi lassi di tempo (e comunque normalmente entro la singola seduta). Gli effetti del *trading* automatizzato, di cui l'*high frequency trading* rappresenta l'esempio di maggior rilievo, non sono ancora chiari: sebbene la liquidità sembri esserne influenzata positivamente, risultano ambigui l'impatto su efficienza e volatilità dei prezzi, così come le possibili ripercussioni sull'integrità dei mercati. La Commissione Europea intende, pertanto, opportunamente identificare e regolare il fenomeno prevedendo una disciplina di dettaglio, anche in materia di obblighi di *disclosure* nei confronti delle autorità di vigilanza.

2 La definizione di *organised trading facility* coprirebbe tutti i sistemi, bilaterali e multilaterali, discrezionali o meno, gestiti da imprese di investimento e società di gestione dei mercati regolamentati che raccolgono gli interessi di acquisto e di vendita di strumenti finanziari, ad eccezione di quelli già regolati come mercati regolamentati, Mtf e internalizzatori sistematici.

### *La disciplina della prestazione di servizi di investimento*

Tra i temi all'attenzione del legislatore comunitario assumono particolare rilievo le proposte di revisione delle norme sulla consulenza in materia di servizi di investimento. L'esperienza applicativa, sia in Italia che in altri ordinamenti come quello inglese, ha messo in luce una eccessiva genericità della connotazione e definizione del servizio di consulenza. La MiFID non stabilisce infatti standard qualitativi minimi della prestazione del servizio, se non quelli connotati nella definizione stessa di consulenza, incentrata sul requisito della personalizzazione delle raccomandazioni rispetto al profilo del cliente. L'approccio della MiFID, inoltre, non sposa necessariamente una logica di portafoglio, poiché l'adeguatezza rispetto al profilo del cliente può essere valutata anche limitatamente alle singole proposte o raccomandazioni aventi ad oggetto specifici strumenti finanziari. In altri termini, una determinata operazione può essere adeguata se presa isolatamente pur concorrendo a definire, se considerata congiuntamente all'insieme delle operazioni consigliate (anche in tempi e circostanze diverse), un portafoglio complessivo di attività finanziarie non adeguato perché non sufficientemente diversificato.

L'approccio seguito dalla Commissione Europea, pur confermando l'ampiezza della nozione di consulenza, propone una possibile tipizzazione delle diverse connotazioni che può assumere in concreto il servizio prestato alla clientela. Tra le altre cose, il documento propone, in linea con le prescrizioni già contenute nella Direttiva in tema di intermediazione assicurativa (2002/92/CE), che il prestatore del servizio rappresenti chiaramente al cliente se il servizio stesso viene svolto sulla base di un'analisi indipendente, configurandosi in tal caso l'obbligo per l'intermediario di basare la consulenza su un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari e di rifiutare qualsiasi pagamento o incentivo da soggetti diversi dal cliente (tipicamente l'emittente o la società di gestione dei prodotti oggetto di raccomandazione).

Complementari sono le proposte in materia di profilatura della clientela e valutazione della adeguatezza in relazione a una logica di portafoglio. In particolare, si propone di modificare le condizioni per la revisione delle informazioni rilevanti per la profilatura stessa, prescrivendone un aggiornamento almeno su base annuale; sempre su base quantomeno annuale l'intermediario dovrebbe verificare la perdurante adeguatezza degli strumenti finanziari consigliati, anche alla luce della necessaria diversificazione dei rischi all'interno del complessivo portafoglio del cliente. La Commissione Europea riconosce infatti la necessità di introdurre una logica di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni secondo un approccio di portafoglio piuttosto che limitatamente a singole transazioni. Infine, la Commissione, in ragione della natura continuativa del servizio di consulenza, propone l'introduzione di un obbligo di informativa periodica alla clientela circa il valore di mercato e la performance degli strumenti finanziari raccomandati.

Le proposte di revisione della disciplina della consulenza riflettono anche i lavori in tema di prodotti di investimento preassemblati, di cui si dirà

più diffusamente in seguito, nell'ottica di arrivare a standardizzare le regole di condotta (incluse quindi quelle relative all'attività di consulenza) nella fase di commercializzazione e distribuzione prendendo come *benchmark* le regole MiFID.

L'iniziativa della Commissione Europea sottende a un approccio teso, in generale, a graduare obblighi e responsabilità in funzione della complessità dei prodotti e dell'articolazione dei servizi prestati, articolazione che nel caso della consulenza si declina a seconda della complessità dei prodotti, dei destinatari del servizio e dell'indipendenza dell'analisi su cui essa si fonda. Tale approccio, che si coniuga con l'obbligo di una chiara rappresentazione al cliente delle caratteristiche del servizio prestato, potrebbe avere ricadute significative nel contesto domestico. Ricerche condotte dalla Consob mostrano infatti come i servizi di consulenza siano poco diffusi presso la clientela *retail* anche a causa della percezione di un basso valore aggiunto degli stessi; un altro fattore di rilievo appare essere la percezione di conflitti di interesse derivante dal fatto che la consulenza è fornita spesso all'interno di soggetti integrati verticalmente (a livello di singola società o di gruppo) e abbraccia di conseguenza solo lo spettro, tipicamente molto ristretto, dei prodotti emessi o "assemblati" all'interno del gruppo o della società (cosiddetto *restricted advice*). Le proposte di modifica alla disciplina MiFID potrebbero quindi orientare l'offerta del servizio di consulenza verso lo sviluppo della consulenza indipendente e l'incremento della trasparenza e dell'articolazione del servizio e, per questa via, concorrere a rimuovere i fattori che attualmente sfavoriscono la crescita della domanda da parte degli investitori *retail*, con riflessi positivi per la tutela dei risparmiatori e per il contenimento dei costi dell'azione di vigilanza.

Di particolare rilievo per l'ordinamento domestico è anche l'orientamento della Commissione Europea volto a specificare esplicitamente nella Direttiva l'applicabilità delle regole di condotta della MiFID alla vendita diretta di strumenti finanziari emessi da banche e imprese di investimento. Il collocamento di obbligazioni e titoli di propria emissione da parte della banche è infatti un fenomeno in larga misura specifico della realtà italiana, sia per l'elevata dipendenza dalla raccolta obbligazionaria delle banche che per la scarsa diffusione del risparmio gestito fra gli investitori *retail*. Tale estensione, che finora è stata oggetto di talune incertezze interpretative, allineerebbe i Paesi membri alle scelte compiute dal legislatore italiano che aveva già adottato questo approccio intervenendo sul Tuf (art. 25-*bis*) in occasione dell'emanazione della legge 262 del 28 dicembre 2005 (cosiddetta "legge sul risparmio") con riferimento alla sottoscrizione e al collocamento di prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione. Questa modifica alla MiFID andrebbe dunque nel senso di colmare il *gap* regolamentare che ha penalizzato l'industria e le banche italiane rispetto ai paesi che avevano ristretto l'ambito di applicazione della MiFID, sebbene rimangano le disparità competitive ascrivibili alle divergenze nel trattamento fiscale delle rendite finanziarie da parte dei vari Paesi membri.

Ulteriori proposte di modifica, che risultano in linea con gli interventi già compiuti dalla Consob nell'ambito dell'attività di vigilanza ovvero di iniziative regolamentari, riguardano i requisiti organizzativi che gli intermediari sarebbero tenuti ad adottare in occasione della definizione delle politiche commerciali e del catalogo prodotti e servizi da offrire alla clientela. In particolare, le disposizioni concernenti i requisiti organizzativi riguardano, tra le altre cose, la valutazione preventiva della compatibilità dei prodotti che si intende commercializzare con i bisogni della clientela cui si intende offrirli, il coinvolgimento diretto della funzione di *compliance* nell'ambito della definizione dell'approccio commerciale e il successivo coinvolgimento del consiglio di amministrazione o comunque dei vertici aziendali, la revisione periodica dei processi distributivi e delle performance relativi a prodotti e servizi offerti e l'adeguata formazione del personale circa le caratteristiche dei prodotti e servizi offerti.

## 2.2 Le proposte di disciplina dei PRIPs

Come prima anticipato, la Commissione Europea ha avviato una consultazione avente ad oggetto la disciplina dell'informativa *pre-contrattuale* e delle regole di vendita dei prodotti di investimento preassemblati (PRIPs). Gli obiettivi finali del progetto sono fondamentalmente due: l'estensione ai prodotti preassemblati delle regole di vendita previste dalla MiFID e la standardizzazione e armonizzazione dei contenuti della documentazione di sintesi che deve essere consegnata all'investitore.

Con riguardo all'ambito di applicazione, la Commissione Europea intende elaborare una definizione di PRIPs chiara e certa, ma al contempo sufficientemente flessibile da adattarsi agli sviluppi dell'innovazione finanziaria. Secondo la maggioranza dei partecipanti alla consultazione, i PRIPs non dovrebbero includere le obbligazioni ordinarie (cosiddette *plain vanilla*) e i depositi non strutturati, mentre comprenderebbero, oltre ai fondi comuni d'investimento e agli strumenti finanziari strutturati, le *polizze unit* e *index linked* e qualsiasi prodotto assicurativo il cui risultato economico sia in tutto o in parte esposto a fluttuazioni di mercato. La classificazione dei prodotti potrebbe essere effettuata secondo approcci alternativi, a seconda che tenga conto delle caratteristiche di rischio misurate da indicatori quantitativi oppure ne rifletta la complessità con riguardo, ad esempio, alla presenza di componenti derivative o clausole di subordinazione.

Per ciò che riguarda le regole di vendita, le direttive di settore (MiFID, Ucits IV e *Insurance Mediation Directive*) coprono già tutti i prodotti identificabili come PRIPs (strumenti finanziari, prodotti assicurativi e fondi comuni) e una nuova direttiva in materia creerebbe inutili duplicazioni e aumenterebbe il grado di incertezza del quadro normativo. La Commissione Europea ritiene, quindi, opportuno intervenire sulle singole direttive di settore armonizzandone i contenuti e prendendo come *benchmark* la disciplina della

MiFID (di tale intento si terrà conto, come detto in precedenza, nel processo di revisione della MiFID stessa, con particolare riferimento al tema della disciplina della consulenza).

Per quanto riguarda l'informativa *pre-contrattuale*, come in precedenza illustrato, il quadro normativo di riferimento è notevolmente frammentato e disomogeneo: le direttive di settore (in particolare la Direttiva Prospetto, la Direttiva Ucits IV e le direttive del settore assicurativo) prevedono, infatti, standard e contenuti diversi per l'informativa di sintesi sul prodotto destinata alla clientela *retail*. La Commissione Europea preferirebbe intervenire dunque con una nuova direttiva trasversale, da raccordare con la disciplina di settore, e in particolare con la Direttiva Prospetto, per evitare duplicazioni o conflitti.

L'informativa *pre-contrattuale* dei PRIPs dovrebbe essere veicolata all'investitore con un documento assimilabile nella forma e nei contenuti al citato *Key Investor Information Document* (KIID) previsto nella Direttiva Ucits IV, ossia con un documento sintetico, facilmente comprensibile che include le informazioni chiave necessarie a compiere scelte consapevoli d'investimento e comparazioni tra prodotti alternativi. È tuttavia necessario stabilire se il soggetto responsabile dell'elaborazione del KIID debba essere il "produttore" (ad esempio, l'emittente in caso di strumenti finanziari, o l'Sgr in caso di fondi comuni, etc.) ovvero il "distributore" del prodotto, sebbene la prima opzione sembri quella più naturale e logica.

In merito al contenuto del documento, la Commissione Europea propone l'inserimento di una serie di informazioni, tra cui indicatori di performance e di rischio dei prodotti.

Con riferimento agli indicatori di performance, le disposizioni relative al KIID dei fondi comuni prevedono l'utilizzo dei rendimenti storici ovvero (per alcuni tipi di fondi strutturati) di scenari di performance, basati su analisi di tipo *what if* in tre possibili circostanze (favorevole, sfavorevole e standard), costruiti per aiutare l'investitore a comprendere il funzionamento delle formule alla base del calcolo del rendimento del fondo. Questo approccio potrebbe essere utilizzato per taluni prodotti assicurativi simili ai fondi comuni (quali ad esempio le polizze *unit linked*), ma la Commissione rimanda a una disciplina di livello 2 le scelte tecniche relative agli approcci da adottare per gli altri PRIPs.

Per quanto riguarda l'indicatore di rischio, la Commissione Europea sottolinea la necessità che esso sia di immediata e facile comprensione per gli investitori con limitato livello di educazione finanziaria, ma anche in questo caso rimanda le scelte tecniche a una successiva legislazione di dettaglio. Per i fondi comuni, come in precedenza illustrato, è stato adottato un indicatore sintetico di natura qualitativa (basato sulla volatilità storica ovvero, per i fondi strutturati, sul *value at risk*). Anche in questo caso tale approccio po-

trebbe essere adattabile ad alcuni prodotti assicurativi, ma non vengono avanzate proposte di dettaglio per gli altri PRIPs.

### 2.3 La disciplina sulle posizioni corte e sugli strumenti derivati Otc

Dopo il *default* Lehman Brothers, si è innescato un ampio dibattito sull'opportunità e l'efficacia di adottare misure di divieto di vendite allo scoperto sul mercato azionario; inoltre, le autorità dei Paesi membri dell'Unione avevano introdotto misure restrittive, ormai quasi interamente rimosse, secondo tempistiche e approcci non sempre omogenei, creando incertezze oltre che opportunità per arbitraggi regolamentari. La successiva crisi del debito sovrano, innescata con l'emergere delle difficoltà del Governo greco, ha determinato una nuova fase di turbolenza che ha spostato il dibattito sull'opportunità di introdurre misure simili sul mercato dei titoli di Stato.

La questione centrale che ha generato la forte crescita dell'attenzione delle autorità di vigilanza e dei Governi riguarda la possibilità che le vendite allo scoperto o l'operatività in *credit default swap* (Cds) su titoli di Stato possano amplificare la crisi sul debito dei paesi periferici dell'area euro, generando effetti destabilizzanti e aumentando le tensioni sul regolare funzionamento del mercato dei titoli di Stato. In risposta a queste preoccupazioni, nel maggio del 2010 la Germania, unico paese fra i 27 membri dell'Unione Europea, ha introdotto il divieto dei cosiddetti Cds "nudi" (ossia il divieto di acquistare protezione contro l'insolvenza senza possedere titoli da coprire) relativamente a tutti i titoli di Stato denominati in euro negoziati in mercati regolamentati tedeschi. È ovvio però che una misura isolata di questo tipo lascia ampio spazio ad arbitraggi regolamentari che rendono il divieto facilmente aggirabile e quindi di scarsa efficacia.

Le vicende che hanno sollecitato l'adozione dei vari provvedimenti restrittivi in materia di operatività sui mercati azionari e dei titoli di Stato hanno indotto la Commissione Europea a emanare una proposta di regolamento, sulla quale non è ancora stato raggiunto un accordo politico. Tale proposta assegna esplicitamente agli Stati membri poteri di introdurre, in situazioni di emergenza, provvedimenti di divieto di vendite allo scoperto o di operatività sul mercato dei Cds, prevedendo tuttavia che l'Esma svolga un ruolo di raccordo e di stimolo all'adozione di misure uniformi e coordinate, al fine di evitare approcci differenziati fra i diversi paesi come emerso durante la crisi finanziaria *post-Lehman*. Si propone inoltre l'introduzione di un regime armonizzato di trasparenza al mercato (*disclosure*) delle posizioni corte in azioni e di comunicazione alle autorità (*reporting*) delle posizioni corte in azioni e titoli di Stato: entrambi gli obblighi sorgono al superamento di determinate soglie essendo quelle relative alla *disclosure* superiori a quelle fissate per il *reporting*. È previsto inoltre che, in situazioni di emergenza, gli Stati possano richiedere informazioni agli operatori circa le finalità di utilizzo

dei Cds su titoli di Stato e imporre la *disclosure* al mercato delle posizioni corte realizzate tramite Cds che abbiano raggiunto la soglia di notifica alle autorità.

L'efficacia del divieto di vendite allo scoperto non è univocamente riconosciuta. Un ampio filone della letteratura economica, che ha analizzato l'impatto delle misure relative al mercato azionario introdotte a partire dal 2008, mostra chiaramente che il divieto ha una scarsa efficacia in termini di contenimento delle pressioni ribassiste, oltre a incidere negativamente sulla liquidità e l'efficienza informativa del mercato. Non esistono invece evidenze e studi simili relativi al mercato dei titoli di Stato e, in particolare, alle misure di divieto di acquistare Cds "nudi". Allo stato attuale, tuttavia, non vi sono chiare evidenze circa il fatto che la speculazione tramite Cds possa avere avuto effetti destabilizzanti sulle quotazioni dei titoli di Stato, né che sia possibile manipolare il prezzo dei Cds per generare segnali informativi distortivi sul merito di credito degli emittenti sovrani. Al pari del divieto di vendite allo scoperto, tuttavia, vincoli o restrizioni all'operatività sui Cds potrebbero non sortire gli effetti sperati e determinare inoltre una riduzione della liquidità del mercato dei Cds che rischierebbe di incidere negativamente sul regolare funzionamento del mercato dei titoli di Stato. I potenziali effetti destabilizzanti dell'attività speculativa tramite Cds potrebbero invece essere monitorati e disincentivati tramite obblighi di trasparenza sugli scambi, opportunamente graduati, attualmente allo studio nell'ambito dei lavori di revisione della MiFID.

Un'iniziativa regolamentare correlata con il tema dei Cds riguarda la proposta di Regolamento sulle controparti centrali e sui derivati Otc. Tale iniziativa origina dalle raccomandazioni del Fsb relative alla necessità di convogliare le transazioni in derivati Otc verso piattaforme di negoziazione trasparenti assistite da meccanismi di controparte centrale, al fine di mitigare i rischi di controparte e dare maggiore conoscibilità e trasparenza agli scambi in strumenti derivati.

La proposta della Commissione Europea prevede quindi che le transazioni aventi ad oggetto contratti derivati che soddisfano determinati requisiti (definiti nell'ambito di standard tecnici che saranno emanati dall'Esma) debbano essere assistite da sistemi di controparte centrale (cosiddetti *eligible contract*). Per tutte le transazioni in derivati Otc (quindi sia per i contratti *eligible* che per quelli *non eligible*) è previsto un obbligo in capo alle controparti di comunicare ai soggetti che svolgono professionalmente la registrazione elettronica dei dati (cosiddetti *trade repository*) i dettagli dei contratti stessi (secondo schemi che saranno pure definiti da standard tecnici dell'Esma). I *trade repository* saranno soggetti a un regime di autorizzazione e supervisione da parte dell'Esma e saranno il canale attraverso il quale l'Esma stessa e le autorità di vigilanza nazionali potranno avere accesso a un quadro informativo completo e tempestivo sul mercato dei derivati Otc; tale quadro informativo potrà essere utilizzato per finalità di vigilanza di micro- o di ma-



crostabilità ovvero per indagini relative ad abusi di mercato o alla verifica del regolare funzionamento del mercato degli strumenti sottostanti i derivati.

Bisogna rilevare, tuttavia, che tale iniziativa potrebbe contribuire a delineare un quadro degli obblighi di comunicazione delle transazioni su strumenti finanziari da parte degli intermediari abbastanza complesso e con alcune aree di sovrapposizione. Vi è, in primo luogo, il sistema del *transaction reporting* attualmente previsto dalla MiFID per le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati e derivati (anche Otc) aventi come sottostanti tali strumenti finanziari. In prospettiva, il Regolamento sulle posizioni corte prevederà l'obbligo di *reporting* delle posizioni corte in azioni e titoli di Stato superiori a una determinata soglia, mentre il Regolamento sulle controparti centrali e i derivati Otc introdurrà la comunicazione dei contratti in derivati Otc (inclusi quindi quelli che ricadono sotto il regime del *transaction reporting* MiFID) ai *trade repository*.

Sarebbe dunque opportuno verificare la possibilità di razionalizzare e semplificare l'intero sistema di *reporting* al fine di ridurre i costi di *compliance* per gli intermediari e di costituire una base dati centralizzata e agevolmente accessibile da parte delle autorità nazionali. Un'ipotesi potrebbe essere quella di assegnare all'Esma il ruolo di *hub* per la centralizzazione e lo scambio di dati fra autorità nazionali prevedendo che essa raccolga i dati del *transaction reporting* e quelli sulle posizioni corte e replichi al suo interno parte della base dati sui derivati Otc dei *trade repository*.

## 2.4 La regolamentazione e la vigilanza sulle agenzie di rating

A fine 2009 è entrata in vigore la nuova disciplina comunitaria in materia di agenzie di rating (Regolamento n. 2060/2009) volta a garantire l'integrità del processo di produzione e diffusione dei rating attraverso un regime che prevede un'autorizzazione iniziale delle agenzie (*registration*) e che impone alle stesse di dotarsi di adeguati assetti procedurali e organizzativi, in grado di minimizzare i conflitti di interessi e di garantire un adeguato livello di trasparenza dei rating e delle metodologie utilizzate.

Il regolamento comunitario prevede una serie di norme di carattere sostanziale, riferite a specifici aspetti organizzativi, procedurali e di trasparenza, che costituiscono oggetto di valutazione da parte delle autorità sia al momento della registrazione sia per la successiva vigilanza *on going*.

La definizione del nuovo assetto istituzionale della vigilanza a livello europeo ha successivamente portato la Commissione Europea a modificare le scelte in materia di allocazione delle responsabilità di vigilanza, centralizzando sull'Esma tutti i compiti in precedenza attribuiti alle autorità nazionali (tramite collegi di supervisione) in materia di registrazione e vigilanza su base continuativa.

In prospettiva, la Consob sarà chiamata a contribuire al processo di vigilanza attraverso l'adozione di decisioni consapevoli e motivate all'interno del *Board of Supervisors* dell'Esma – cui partecipano i Presidenti delle autorità nazionali – nonché alla segnalazione alla stessa di eventuali criticità rilevate in ambito domestico. Il ruolo delle autorità nazionali è particolarmente importante, anche in un contesto di vigilanza centralizzata, poiché esse hanno un ampio quadro informativo, derivante dall'attività di vigilanza sull'informazione societaria e sugli abusi di mercato, tale da consentire di individuare più efficacemente eventuali violazioni del regolamento comunitario e quindi indirizzare la successiva attività di vigilanza dell'Esma.

La Consob intende svolgere tale attività di vigilanza in modo strutturato, segnalando all'Esma i casi di potenziali anomalie nel processo di produzione e diffusione dei rating che possono fare presagire violazioni del regolamento comunitario. Segnali di anomalie potranno osservarsi, ad esempio, rispetto all'incoerenza di specifici rating con altri flussi informativi a disposizione dell'Istituto (basti pensare al caso di un'eccessiva inerzia del rating a fronte di forti variazioni dei *credit default swap*, dei corsi azionari o dei dati contabili). L'Esma potrà valutare tali segnali al fine di adottare specifiche iniziative di vigilanza, utilizzando i poteri di indagine e ispettivi di cui essa solo è titolare.

La Commissione Europea ha anche avviato una consultazione pubblica di carattere più generale per valutare misure per ridurre l'eccessivo affidamento sul rating da parte degli operatori di mercato (*overreliance*) e i conflitti di interesse insiti nel modello di remunerazione delle agenzie (cosiddetto *issuer pay*), per aumentare la competizione fra le agenzie e migliorare il livello di trasparenza dei rating sui titoli di Stato.

L'*overreliance* dipende fondamentalmente da distorsioni derivanti dai meccanismi di remunerazione di gestori e dirigenti degli intermediari e da assetti di *governance* e controlli interni inadeguati. Lo sviluppo di modelli autonomi di gestione dei rischi e valutazione del merito di credito da parte degli investitori istituzionali e degli intermediari richiede elevati investimenti che generano ritorni solo nel medio-lungo periodo. L'*overreliance* è quindi incentivata da un'enfasi eccessiva sugli utili di breve periodo, a sua volta generata da sistemi di remunerazione dei gestori (commissioni di incentivo) o del management (*bonus* e *stock option*) basati su performance di breve periodo (e/o dove la quota variabile ha un peso molto elevato sulla remunerazione totale).

I conflitti di interessi sono invece il riflesso di un problema strutturale dell'industria del rating, scaturendo dal fatto che le agenzie emettono il giudizio nei confronti del medesimo soggetto dal quale ricevono il corrispettivo per la prestazione professionale resa, secondo l'ormai consolidato modello di pagamento diretto noto come *issuer pay model*. Tale modello può comportare la formulazione di rating troppo generosi o revisioni al ribasso non tempestive. Non è agevole, tuttavia, individuare soluzioni alternative. Lo

schema cosiddetto *investor pay*, che pone a carico degli investitori il costo del giudizio, è stato abbandonato dalla maggior parte delle agenzie a fronte della difficoltà di arginare il *free riding* derivante dalla facilità di riproduzione e diffusione dell'informazione, divenuta di fatto un bene pubblico (e quindi accessibile anche a soggetti diversi dai clienti che hanno acquistato il rating). Anche un sistema in cui il costo del rating fosse sopportato dal mercato di quotazione scelto dall'emittente (*trading venue pay*) finirebbe per replicare il conflitto d'interessi su un altro piano e comporterebbe il rischio di traslazione del costo sugli emittenti, incrementando gli oneri del *listing*. Tale circostanza potrebbe generare una riduzione del numero di titoli negoziati su mercati regolamentati e un ulteriore allargamento dell'area degli scambi Otc per quei titoli, quali le obbligazioni, già ampiamente scambiate Otc.

Per ciò che riguarda il tema della competizione, teoricamente la concorrenza nel settore del rating può garantire un'adeguata qualità e accuratezza dei giudizi, poiché le agenzie i cui rating si mostrano a posteriori più allineati alle frequenze effettive di *default* potrebbero accrescere la propria reputazione (cosiddetto "capitale reputazionale") e quindi la propria quota di mercato. Tuttavia, maggiore è il numero di agenzie presenti sul mercato maggiore è l'incentivo degli emittenti a utilizzare l'agenzia disposta ad assegnare un rating più elevato – cosiddetto *rating shopping* – (questa distorsione discende anche dal già citato *issuer pay model*). Lo sviluppo di meccanismi competitivi trova inoltre un ostacolo nel fatto che l'agenzia che assegna il rating iniziale diventa un monopolista dell'informazione, poiché le altre agenzie spesso non hanno incentivi a emettere rating non richiesti, e dunque non remunerati, dall'emittente. L'esperienza mostra, inoltre, che il rischio di mettere a repentaglio il capitale reputazionale prestandosi alle pratiche del *rating shopping* non costituisce un deterrente adeguato a garantire la disciplina di mercato (esemplare in questo senso è anche la condotta delle società di revisione nelle vicende Parmalat ed Enron). Tale deterrente è ancora più debole nel caso di eventuali nuovi entranti nel settore i quali, essendo tipicamente soggetti molto piccoli che non dispongono di modelli sufficientemente sofisticati e testati, possono tentare di accrescere la propria quota di mercato accondiscendendo a pratiche di *rating shopping*.

Per quanto riguarda, infine, i rating sul debito sovrano, nel corso dell'ultimo anno è stata spesso imputata alle agenzie la responsabilità di utilizzare modelli non sufficientemente sofisticati, o basati su ipotesi sull'evoluzione del quadro congiunturale troppo favorevoli ovvero di avere rivisto i propri giudizi con eccessivo ritardo. I ritardi nelle revisioni dei rating, tuttavia, non discendono necessariamente da conflitti di interessi o da una modellistica inadeguata. Al manifestarsi dei primi segnali di crisi di un emittente sovrano aumenta, infatti, l'incentivo delle agenzie ad agire con "cautela", poiché potrebbe essere la stessa revisione in senso negativo del rating (*downgrading*) ad aggravare la crisi rendendo più difficile l'accesso al mercato dei capitali. Questa cautela può quindi dipendere dalla legittima necessità di valutare appieno e su un arco di tempo non breve l'evoluzione della situa-

zione dell'emittente; naturalmente, ciò comporta il rischio di un'eccessiva inerzia nell'aggiornamento del rating.

Il Parlamento europeo ha di recente approvato una risoluzione, che si aggiunge all'iniziativa della Commissione Europea, con la quale si propongono misure che dovrebbero incidere sui profili prima ricordati. In particolare, la risoluzione chiede che la Commissione Europea istituisca una Fondazione europea di rating creditizio indipendente e che per gli strumenti finanziari strutturati si ricorra a due rating obbligatori, formulati rispettivamente da un'agenzia scelta dall'emittente e da un istituto scelto dall'Esma. In tema di responsabilità delle agenzie, si propone che i rating non siano classificati come semplici opinioni e che quindi le agenzie siano ritenute responsabili delle loro valutazioni. Un ulteriore profilo attiene all'uso dei rating interni, ai quali si dovrebbe ricorrere in misura maggiore quando le dimensioni e la sofisticazione dell'istituto finanziario consentano un'adeguata valutazione del rischio; in tale ambito si sottolinea anche il ruolo della Bce e delle banche centrali nazionali, le quali dovrebbero creare strumenti per lo sviluppo di modelli propri di valutazione del merito di credito.

## 2.5 La disciplina del risparmio gestito

Con riguardo alla disciplina del risparmio gestito è in via di approvazione definitiva la proposta di direttiva della Commissione Europea dell'aprile 2009 in materia di gestori di fondi di investimento alternativi, ossia i fondi non armonizzati alla Direttiva 85/611/CEE comprendenti, tra gli altri, i fondi speculativi (*hedge fund*), immobiliari, di *private equity* e di materie prime. Le attività di questi fondi pongono una serie di rischi la cui natura e intensità varia in funzione del modello di *business*. I fondi speculativi e di materie prime, connotati dall'uso della leva finanziaria, sollevano soprattutto rischi macroprudenziali, mentre ai fondi di *private equity* si associano prevalentemente rischi inerenti alla *governance* delle società in portafoglio. Altri rischi, poi, sono comuni a tutte le tipologie di fondi, come quelli microprudenziali legati alle carenze dei sistemi interni di gestione dei rischi e quelli connessi alla protezione degli investitori, dovuti a carenze nella trasparenza informativa, conflitti di interessi ed errori nella *governance* dei fondi.

Il legislatore comunitario, intervenendo in un contesto caratterizzato da una notevole frammentazione della normativa nazionale (palesemente inadeguata al controllo della operatività transfrontaliera dei gestori di fondi alternativi), si prefigge di rendere più efficace la vigilanza microprudenziale e macroprudenziale e di favorire lo sviluppo di un mercato unico nel quale i gestori, avvalendosi del passaporto europeo, possono realizzare economie di scala e i risparmiatori possono accedere a un più ampio insieme di opzioni di investimento.

La proposta di direttiva, adottando un approccio mirato alla disciplina dei gestori piuttosto che dei prodotti, regola, tra gli altri, autoriz-

zazione, uso della leva finanziaria, custodia delle attività, struttura di *governance* e sistemi interni per la gestione del rischio e prevenzione dei conflitti di interessi. Su questi profili la Commissione Europea, inoltre, ha richiesto al Csr (oggi Esma) un parere tecnico ai fini dell'emanazione delle misure di livello 2, che dovrebbero entrare in vigore con la direttiva. Gli operatori di mercato, sollecitati a esprimere la propria opinione sulle possibili misure di livello 2 attraverso una *call for evidence*, hanno condiviso l'approccio adottato, volto ad assicurare coerenza tra le misure attuative della direttiva, in particolar modo di quelle relative alle regole organizzative e di condotta, e il quadro normativo disegnato dalle direttive MiFID e Ucits. Nel contempo, viene da più parti ribadita la necessità di calibrare tali misure secondo il principio di proporzionalità, tenendo conto delle specificità delle diverse tipologie di fondi e delle corrispondenti differenziazioni relative sia alle strategie e politiche di investimento sia ai modelli organizzativi e operativi.

Nel corso del 2010 sono state altresì perfezionate le direttive di secondo livello (2010/42/UE e 2010/43/UE) attuative della Direttiva di livello 1 (2009/65/CE) in tema di Oicr armonizzati. Tali direttive, identificate complessivamente con la locuzione "Ucits IV", disegnano un quadro normativo che innova in modo significativo la disciplina comunitaria previgente in tema di: i) obblighi di condotta, requisiti organizzativi e conflitti di interessi degli intermediari gestori (in relazione ai quali il legislatore sovranazionale ha inteso mutuare le disposizioni di derivazione MiFID in un'ottica di *level playing field*); ii) procedure di notifica per la commercializzazione transfrontaliera degli Oicr; iii) struttura e contenuti della documentazione d'offerta da consegnare o da porre a disposizione degli investitori. Ulteriori elementi di novità rispetto al previgente scenario normativo sono rappresentati dall'introduzione delle strutture utilizzate per gestire in *pool assets* appartenenti a fondi differenti (cosiddette "strutture *master feeder*"), delle fusioni transfrontaliere tra fondi e della possibilità di istituire un Oicr in un paese membro diverso dallo stato di origine della società di gestione.

Il quadro normativo delineato dal legislatore comunitario si completa con i due regolamenti approvati dalla Commissione Europea (583/2010/UE e 584/2010/UE), in tema rispettivamente di informazioni chiave per gli investitori (da fornire nel formato del KIID) di cui si è detto ampiamente in precedenza e di procedure di notificazione per l'offerta transfrontaliera di Oicr. Queste ultime disegnano un *iter* semplificato di notifica dall'autorità del paese di origine all'autorità del paese ospitante preordinato a consentire la commercializzazione di Oicr esteri in uno stato diverso da quello d'origine.

## 2.6 La revisione della Direttiva sulla revisione contabile

Il 13 ottobre 2010 la Commissione Europea ha avviato una consultazione pubblica su numerose tematiche relative alla revisione contabile e

alla vigilanza sull'esercizio di tale attività professionale, stimolando il dibattito sulla necessità di rafforzare le regole dettate dalla Direttiva 2006/43/CE (*Green Paper on Audit policy: Lessons from the Crisis*). La Consob ha partecipato alla consultazione fornendo il proprio contributo ai lavori per l'elaborazione di una lettera di risposta da parte del Cesr (ora Esma) attraverso la quale le autorità di vigilanza dei mercati finanziari europei hanno espresso una posizione comune sui temi sollevati dal documento di consultazione.

I profili affrontati nel *Green Paper* sono numerosi riguardando, tra l'altro, il ruolo del revisore, aspetti di carattere tecnico legati allo svolgimento dell'attività di revisione, la vigilanza sui revisori nonché questioni attinenti al mercato della revisione e alla eventuale semplificazione delle regole per gli operatori di medie e piccole dimensioni.

Più in particolare, con riguardo al ruolo del revisore si evidenzia la necessità di un chiarimento del suo mandato e se ne prospetta un eventuale ampliamento attraverso, ad esempio, il coinvolgimento del revisore nella valutazione del più generale stato di "salute" economico-finanziaria della società cliente. Altro tema di particolare rilievo attiene al contributo informativo del revisore al mercato; a tal proposito nel documento vengono auspiccate forme di miglioramento delle sue comunicazioni nei confronti degli *stakeholders*, cioè di tutti i soggetti interessati all'attività di revisione, compresi gli *audit committees*, in qualità di primo punto di contatto e presidio alla qualità dell'*audit* all'interno della società cliente. Si sottolinea, invero, che gli eventuali cambiamenti rispetto all'attuale ruolo del revisore non dovrebbero essere trattati isolatamente, bensì tenendo conto delle modalità con cui i revisori nel proprio lavoro interagiscono con gli altri attori fondamentali operanti nel medesimo contesto, quali il *management* e gli *audit committees*.

Anche dal lato delle regole tecniche, il documento affronta importanti temi, tra cui l'utilizzazione in Europa (in forma più o meno vincolante) di principi di revisione armonizzati quali gli ISA (*International Standards on Auditing*) e la necessità di un rafforzamento dello "scetticismo professionale" del revisore e delle regole che ne disciplinano l'indipendenza (intervenedo, ad esempio, con forme di limitazione della prestazione da parte del revisore di servizi diversi dalla revisione nei confronti dei medesimi clienti). Sarebbe auspicabile difatti una maggiore armonizzazione delle regole che governano il delicato tema dell'indipendenza dei revisori, così come dei principi di revisione e delle procedure per il controllo della qualità, al fine di garantire una più elevata qualità dell'attività di revisione, una più efficace e coordinata attività di vigilanza e una maggiore tutela degli investitori.

In materia di vigilanza sui revisori, il documento sottolinea in particolare l'esigenza di sviluppare a livello europeo una maggiore convergenza nell'applicazione delle regole e nello svolgimento delle attività di controllo, anche al fine di rispondere in maniera adeguata alle sfide poste dai grandi

*network* della revisione che stanno ponendo in essere forme sempre più complesse di integrazione a livello internazionale. In tale contesto, il documento sottolinea anche l'importanza di una stretta collaborazione con le autorità dei paesi terzi e la necessità di costruire relazioni basate sulla reciproca affidabilità. Il primo passo verso una maggiore integrazione tra le autorità di supervisione e verso lo sviluppo di un approccio comune potrebbe essere rappresentato dall'assegnazione di un più forte mandato all'Egaob (*European Group of Auditors Oversight Bodies*), che allo stato ha esclusivamente funzioni consultive nei confronti della Commissione Europea.

Il documento della Commissione Europea sollecita inoltre la discussione su alcune possibili misure atte a contrastare la forte concentrazione esistente nel mercato della revisione, dominato dai grandi *network* internazionali, e suggerisce l'elaborazione da parte degli Stati membri di piani di emergenza ("*contingency planning*"), che prospettino le possibili azioni da intraprendere nel caso in cui il mercato dovesse fronteggiare l'improvvisa scomparsa di uno dei grandi *network*. Considerate le dimensioni raggiunte dai singoli *network*, tale evento potrebbe rappresentare un "rischio sistemico", minando la fiducia del mercato e compromettendone seriamente il normale funzionamento.

Il *Green Paper* affronta anche le problematiche legate all'eventuale creazione di un mercato unico europeo della revisione (cioè a un "passaporto europeo" per i revisori), illustra i progressi finora realizzati in tale direzione con la Direttiva 2006/43 e le barriere ancora da rimuovere per realizzare tale obiettivo. Infine il documento tratta della eventuale semplificazione delle regole relative allo svolgimento dell'attività di revisione da parte dei revisori e sulle società appartenenti alla fascia medio-piccola.

La consultazione avviata dalla Commissione ha destato enorme interesse e sollecitato un'ampia partecipazione (sono pervenute circa 700 risposte da parte di autorità nazionali, organismi internazionali, professionisti della revisione, associazioni e ordini professionali, accademici, rappresentanti degli investitori e degli emittenti). A fronte della eterogeneità delle posizioni emerse, la Commissione Europea si è riservata di presentare nel novembre 2011 alcune proposte sulle quali avviare la discussione.

### 3 Le prospettive del mercato finanziario

#### 3.1 La crisi del debito sovrano e le implicazioni per la stabilità sistemica

Uno dei rischi principali per la stabilità complessiva del sistema finanziario e per la solidità della ripresa economica è costituito dal rischio di *default* o dalla richiesta di ristrutturazione del debito sovrano di paesi periferici dell'area euro, che implicherebbe per i creditori privati un allungamento delle scadenze o l'accettazione di riduzioni del capitale (cosiddetti *haircut*).



Tale evento potrebbe avere ripercussioni sistemiche molto rilevanti, per i rischi di contagio sul debito di altri paesi, per l'impatto sui sistemi bancari e sulla ricchezza delle famiglie (che ormai hanno portafogli molto diversificati a livello geografico), per la crisi di fiducia che si innescherebbe e che finirebbe per avere gli stessi effetti depressivi sul sistema finanziario e sull'attività produttiva sperimentati dopo il *default* Lehman.

Il dibattito su questo tema è molto ampio e articolato. Non mancano, infatti, economisti e studiosi che ritengono il *default* di uno Stato un evento "gestibile" che non avrebbe conseguenze così traumatiche come quelle appena descritte; secondo questa posizione, la prospettiva concreta di un *default* eserciterebbe il necessario effetto disciplinante sulle politiche fiscali.

Le conseguenze derivanti dalla decisione di "lasciare fallire" Lehman, analogamente giustificate dalla necessità di prevenire forme di azzardo morale e aspettative di continui salvataggi bancari, dovrebbero tuttavia chiaramente indicare che i rischi di affidare a meccanismi di mercato i *default* del debito sovrano, lasciando "soli" i singoli paesi nella gestione di procedure di ristrutturazione, sono altissimi per la stabilità sistemica. È vero che ci sono stati storicamente numerosi casi di ristrutturazioni del debito sovrano gestite attraverso meccanismi di mercato (tipicamente tramite offerte di scambio che hanno imposto allungamenti di scadenze e *haircut* agli investitori), ma sono casi che hanno riguardato paesi in via di sviluppo, spesso di piccole dimensioni e non connotati da quella interconnessione con il sistema finanziario internazionale e integrazione in un sistema monetario comune ad altri paesi che caratterizzano invece i paesi periferici dell'eurozona. C'è dunque un rischio sistemico legato al fatto che i paesi periferici sono *too interconnected to fail*, più che *too big to fail*, senza contare gli effetti in termini di crisi di fiducia e rischio di contagio.

Queste preoccupazioni hanno portato alla richiesta di incrementare i fondi disponibili per lo *European Financial Stability Facility* (Efsf), la cui capacità di erogare prestiti potrebbe essere riportata ai previsti 440 miliardi di euro, grazie a un aumento delle garanzie date dai paesi con rating massimo. Le stime di fabbisogno dei paesi periferici per il 2011 (pari a circa 300 miliardi di euro per Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, secondo previsioni recenti del Fondo Monetario Internazionale) e le previsioni fino al 2013 (anno in cui l'Efsf dovrebbe terminare) indicano, tuttavia, la possibilità che le risorse possano essere insufficienti nel medio termine, anche alla luce dei fondi già stanziati per gli aiuti all'Irlanda e della necessità che l'Efsf mantenga nel tempo un attivo che garantisca il rating massimo alle sue emissioni. Ai 440 miliardi di euro si possono sommare, tuttavia, altri 60 miliardi che possono essere raccolti e garantiti dal *budget* della Commissione Europea mentre altri 250 miliardi possono essere forniti dal Fondo Monetario Internazionale, per una cifra complessiva di 750 miliardi di euro (cosiddetto *European Financial Stabilisation Mechanism* – Efsm).



A livello comunitario si discute su come rendere più rigidi i meccanismi di controllo della stabilità dei conti pubblici dei paesi dell'area dell'euro, ma si tratta di misure che eventualmente potranno incidere nel medio periodo. Potrebbe essere necessario riflettere, invece, su meccanismi, anche temporanei, utili a gestire le difficoltà di breve periodo che i paesi più indebitati potrebbero sperimentare nell'accesso al mercato per il rifinanziamento del debito in scadenza.

Probabilmente la dotazione dell'Efsf può essere adeguata fino al 2013 e fino a quella data gli investitori in titoli di Stato dei paesi periferici possono essere relativamente sicuri di non dovere subire ristrutturazioni o *haircut*; ma ovviamente i tassi attuali dei titoli di Stato dei paesi periferici scontano tutta l'incertezza che potrà caratterizzare lo scenario *post-2013*. Ciò continua ad alimentare i movimenti speculativi al ribasso e le vendite allo scoperto su titoli di Stato, incidendo negativamente sulla spesa per interessi e i parametri di finanza pubblica; molti analisti ritengono inoltre concreto il rischio che a breve il Portogallo (e in prospettiva anche la Spagna) possa non riuscire più ad accedere al mercato dei capitali e che i titoli offerti in asta possano non essere interamente sottoscritti.

Sembra dunque necessaria una politica di intervento strutturale che consenta di prevenire e di gestire in maniera ordinata i problemi di difficoltà di accesso al mercato dei capitali da parte dei paesi dell'area euro con debito elevato.

Le proposte più strutturate e interessanti in tal senso prevedono la costituzione di un'agenzia del debito europea (proposta "Junker-Tremonti") che sostituisca l'Efsf a partire dal 2013. Tale agenzia sarebbe l'interfaccia dei singoli paesi sul mercato primario, emettendo titoli (*eurobond*) a tassi che potrebbero consentire di ottimizzare la spesa per interessi al livello aggregato. Questa soluzione implica naturalmente una redistribuzione di risorse in favore dei paesi più indebitati, che potrebbe essere accettata a livello politico solo nel caso in cui questi rinunciassero interamente alla propria sovranità fiscale. Sono però immaginabili soluzioni meno radicali sul piano politico e più pragmatiche che rivedano il mandato dell'Efsf o di una costituenda agenzia europea dopo il 2013. Ad esempio, potrebbe essere sufficiente che l'agenzia compri sul primario i nuovi titoli dei paesi in difficoltà ovvero offra una garanzia a sottoscrivere in asta i titoli non sottoscritti dagli investitori privati, utilizzando il ricavato dell'emissione di *eurobond*; naturalmente i paesi coperti da tale programma si impegnerebbero ad attuare rigorose politiche di risanamento dei conti pubblici. Non vi sarebbe alcun effetto di sussidio ai paesi in difficoltà, poiché l'agenzia comprerebbe i titoli a prezzi di mercato, ma sarebbero garantite le operazioni di rifinanziamento del debito in scadenza; naturalmente, al fine di avere il rating massimo, l'agenzia dovrebbe avere forme di garanzia o linee di credito da definire da parte degli Stati con rating elevati (che potrebbero essere remunerati per tali garanzie utilizzando la differenza

fra il rendimento dei titoli di Stato acquistati dall'agenzia e il costo della sua raccolta).

Una soluzione ancora più efficiente dal punto di vista finanziario, ma politicamente molto delicata, è quella di prevedere che sia la Banca Centrale Europea (BCE) a svolgere il ruolo appena descritto; ciò risolverebbe il problema della garanzia, poiché i *bond* emessi dalla BCE sarebbero garantiti dal suo intero attivo e avrebbero dunque sicuramente il rating massimo; si potrebbero naturalmente prevedere dei limiti quantitativi a questo tipo di operazioni (poiché una quota eccessiva di titoli con basso rating nell'attivo della BCE finirebbe per compromettere la possibilità di mantenere il rating massimo). Ciò naturalmente richiede una revisione del mandato della BCE, ma darebbe più trasparenza a un ruolo che di fatto essa ha già svolto, comprando sul mercato secondario titoli per oltre 70 miliardi di euro.

### 3.2 Il mercato finanziario italiano e il ruolo della borsa

#### *I ritardi strutturali del mercato finanziario*

Il sistema finanziario italiano si caratterizza per la centralità dell'intermediazione bancaria sia nel modello di finanziamento delle imprese che nelle scelte di allocazione del risparmio delle famiglie.

Il mercato azionario ha da sempre rivestito, per contro, un ruolo modesto, che nell'ultimo decennio ha conosciuto un ulteriore ridimensionamento in parte spiegato da andamenti congiunturali sfavorevoli. Nel periodo 2000-2010 il numero delle società quotate domestiche è diminuito, portandosi da 297 a 286, così come la capitalizzazione, passata da 818 a 423 miliardi di euro; nello stesso periodo si è altresì contratto il peso della capitalizzazione sul prodotto interno lordo dal 69 al 35 per cento circa. Si è andato ampliando, quindi, il divario con gli altri paesi europei e in particolare con Francia, Germania e Regno Unito, i quali, pur sperimentando nel periodo considerato un ridimensionamento del listino, continuano a registrare un'incidenza della capitalizzazione sul Pil di gran lunga maggiore (rispettivamente circa 90, 50 e 157 per cento a fine 2010). Risulta significativa anche la differenza in termini di nuove ammissioni a quotazione: 160 società in Italia, a fronte delle 633 in Francia, 234 in Germania e 1.911 nel Regno Unito.

Nell'ultimo decennio la borsa non ha rappresentato un canale di reperimento di risorse per sostenere i processi di investimento, crescita e innovazione. Infatti, i dividendi distribuiti (e i riacquisti di azioni proprie) hanno superato gli aumenti di capitale e il flusso complessivo di risorse restituite agli azionisti è stato pari a 141 miliardi di euro, pari a una media annua del 2,6 per cento della capitalizzazione. Le evidenze relative alle quotazioni degli ultimi decenni mostrano, infatti, che le imprese tendono a entrare in borsa dopo una fase di intensa crescita e di conseguente espansione del debito. In altri termini, la quotazione ha rappresentato lo strumento

per riequilibrare la struttura del passivo (e dunque offrire maggiori garanzie al sistema bancario) più che per generare i mezzi freschi per finanziare nuovi investimenti.

Il problema del sottodimensionamento della borsa italiana è legato fondamentalmente alla scarsa presenza delle medie imprese nel listino. Tutte le principali grandi imprese "quotabili" sono entrate in borsa, se pure con l'eccezione di alcune grandi imprese pubbliche (ad esempio, RAI, Poste Italiane e Ferrovie dello Stato) e private (ad esempio, Barilla e Ferrero) e di alcune imprese che hanno scelto borse estere (ad esempio, Prada, Natuzzi, Fila).

Il peso delle piccole imprese sul listino rimane, per contro, contenuto come emerge anche dal confronto internazionale. In particolare, a febbraio 2011 si contano 84 società con capitalizzazione inferiore a 50 milioni di euro, pari al 29 per cento circa del totale delle società quotate; tale valore si attesta attorno al 50 per cento per Francia e Regno Unito e al 64 per cento circa per la Germania. Notevoli differenze si rilevano, inoltre, con riferimento al grado di sviluppo dei mercati dedicati alle PMI: il numero di società ammesse a negoziazione sull'Aim Italia e sul Mac a febbraio 2011 è pari a 19 con una capitalizzazione di 400 milioni di euro; l'Aim UK annovera, invece, 968 imprese (capitalizzazione 66 miliardi di euro); l'Entry-Standard in Germania 127 società (17 miliardi) e l'Alternext in Francia 136 (5 miliardi circa).

Il ruolo marginale della borsa si riflette nel modello di finanza delle medie imprese, che si connota per la prevalenza del ricorso all'auto-finanziamento e al credito bancario e per una strutturale sottocapitalizzazione (caratteristiche che peraltro si rilevano anche per i grandi gruppi quotati, seppure in misura più attenuata). I debiti verso banche pesano per quasi l'80 per cento dei debiti finanziari complessivi, di cui circa il 60 per cento è costituito da debito a breve termine. Il rapporto "debiti finanziari/patrimonio netto" è superiore, a parità di classe dimensionale, rispetto a quello delle imprese dei principali paesi europei. Lo scarso ruolo degli investitori istituzionali e, in particolare, il modesto sviluppo degli investitori specializzati nel mercato del capitale di rischio (*private equity*) rappresentano debolezze strutturali del sistema italiano di finanziamento delle imprese, che ne spiegano in larga misura l'assetto attuale.

Sul piano microeconomico, lo scarso sviluppo del mercato azionario ha impedito agli imprenditori di cogliere i benefici della quotazione riconducibili, tra l'altro, alla diversificazione del proprio patrimonio, alla maggiore liquidità dei titoli della società, all'ampliamento dei canali di finanziamento disponibili, al rafforzamento dei rapporti con fornitori e clienti, al maggiore potere contrattuale con le banche e al più agevole processo di ricambio generazionale che, in taluni casi, può presentare un elemento di criticità tale da porre a repentaglio la stessa continuità aziendale.

Sul piano macroeconomico, le caratteristiche strutturali del mercato finanziario italiano hanno probabilmente inciso sulle potenzialità di crescita

del sistema produttivo. Recenti contributi della letteratura economica offrono, infatti, ampie evidenze circa la correlazione positiva tra mercati azionari liquidi e sviluppo economico. La ricerca economica mostra anche come i sistemi finanziari più sviluppati esibiscono la tendenza ad allontanarsi dalla struttura "banco-centrica"; pur non esistendo evidenze univoche circa la superiorità di una specifica struttura finanziaria, emerge una correlazione positiva tra grado di sviluppo del sistema finanziario nel suo complesso, risultante dalla combinazione di un settore bancario concorrenziale e un mercato azionario liquido, e crescita delle imprese (soprattutto di quelle più innovative).

Sembra trovare avallo anche nella riflessione economica, quindi, la necessità di adoperarsi affinché il ruolo del mercato azionario cresca in modo da bilanciare la centralità del credito bancario nel modello di finanziamento delle imprese italiane, con la consapevolezza che la soluzione preferibile risiede nella combinazione, piuttosto che nella contrapposizione, del sistema banco-centrico e del sistema di mercato. Tale soluzione appare, inoltre, quasi obbligata alla luce della recente evoluzione della normativa in materia di requisiti patrimoniali delle banche (cosiddetta Basilea III), che verosimilmente comporterà un irrigidimento dei criteri di erogazione del credito e un possibile razionamento verso le imprese più rischiose ma potenzialmente più innovative e impegnate nei settori tecnologicamente più avanzati.

#### *Il ruolo della Consob e le opzioni di policy per incentivare lo sviluppo del mercato azionario*

Il ruolo della Consob non è quello di interferire nei meccanismi competitivi che vanno a determinare la conformazione e il funzionamento dei mercati. Nel brevissimo periodo, inoltre, non è possibile alterare la struttura del nostro sistema finanziario che rimane profondamente banco-centrica. Le banche, infatti, non hanno incentivi a portare in borsa i migliori debitori (che preferiscono mantenere come propri clienti) mentre le imprese possono trovare più semplice gestire le situazioni di crisi quando vi è un unico interlocutore finanziario. L'esperienza storica mostra inoltre che il *boom* di quotazioni nei periodi positivi del ciclo di borsa ha portato alla quotazione di imprese spesso fragili, con elevati tassi di *default* nel periodo immediatamente successivo alla quotazione e rischi evidenti per la tutela dei risparmiatori.

È inoltre opinione condivisa che le ragioni del modesto ruolo del mercato borsistico italiano vadano ricercate in talune caratteristiche strutturali del nostro sistema produttivo, connotato dalla frammentazione dell'attività economica in un numero elevatissimo di piccole imprese che non hanno le dimensioni minime necessarie per affrontare i costi fissi legati alla quotazione. I fattori alla base di questo fenomeno sono radicati nell'evoluzione storica delle scelte di politica economica e fiscale del nostro paese, nonché nella centralità della famiglia nell'attività imprenditoriale, che ali-

menta la riluttanza ad accettare la maggiore trasparenza e contendibilità degli assetti proprietari derivante dall'accesso al mercato azionario.

Al di là di questi fattori strutturali, anche la regolazione concorre a determinare il livello dei costi di accesso e di permanenza sul mercato azionario, e dunque esistono margini di manovra utilizzabili dal legislatore e dalle autorità di vigilanza per disegnare un sistema funzionale allo sviluppo del mercato dei capitali. Infatti, il Tuf assegna all'Istituto sia l'obiettivo ultimo di protezione degli investitori sia il compito di definire un sistema di regole che salvaguardi la posizione competitiva della Piazza finanziaria italiana.

La Consob ha il delicato ruolo di ricercare il punto di bilanciamento più equilibrato nella gestione del *trade off* che si pone fra protezione degli investitori e incentivazione dello sviluppo dei mercati. In un mercato dei capitali integrato quale è quello comunitario la competizione fra ordinamenti può creare spazi per arbitraggi fra giurisdizioni tali da rendere in realtà il suddetto *trade off* solo apparente. Un eccesso di protezione che aumenta i costi della regolazione può portare a uno spostamento delle attività di intermediazione finanziaria verso giurisdizioni più permissive; l'utilizzo del passaporto europeo consente poi a intermediari ed emittenti di raccogliere risorse nel nostro paese rimanendo sottoposti agli standard di vigilanza del paese di provenienza.

L'analisi e il perseguimento delle opzioni di *policy* che possono concorrere ad accrescere il ruolo della borsa del sistema finanziario appare quindi coerente con gli obiettivi istituzionali dell'Istituto, poiché la regolazione è un fattore competitivo importante per orientare le scelte degli operatori.

I costi di ammissione e permanenza in borsa dipendono da un insieme di norme di matrice comunitaria (in materia di prospetto informativo, *transparency*, abusi di mercato, diritti degli azionisti, MiFID), ma anche (e in misura forse non meno rilevante) dalle modalità applicative della disciplina e dalle prassi di vigilanza delle autorità nazionali. Come sottolineato nel paragrafo iniziale, nonostante l'armonizzazione formale del quadro normativo si può creare un *gap* competitivo fra i paesi tradizionalmente più rigorosi nell'attuazione e applicazione delle norme europee, come il nostro, e altri paesi più inclini al recepimento e all'*enforcement* minimale delle norme europee per ciò che riguarda, in particolare, il sistema di regole e incentivi che condizionano lo sviluppo del mercato di borsa e l'ampliamento del listino.

La predisposizione del prospetto informativo è uno degli adempimenti centrali per la quotazione in borsa. La disciplina comunitaria definisce in dettaglio i contenuti e la struttura del prospetto (con norme di dettaglio di armonizzazione massima direttamente applicabili in tutti gli Stati membri) e prevede che le autorità debbano compiere controlli relativamente alla completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto stesso. Come evidenziato nel paragrafo 2, tale disciplina non detta però le modalità concrete di esercizio di questi controlli, lasciando ampio spa-

zio ad approcci diversi che incidono sui tempi di approvazione del prospetto, ma ovviamente anche sul livello di protezione degli investitori. In realtà, se si arrivasse a rivedere l'impostazione di fondo del complesso della disciplina comunitaria, come illustrato nel paragrafo 2, al fine di incentrare i presidi di tutela più sull'informativa fornita dai collocatori che su quella immediatamente inferibile dal prospetto, un abbassamento degli standard e della pervasività dei controlli preventivi sul prospetto informativo non necessariamente implicherebbe un minore livello di tutela per i risparmiatori al dettaglio.

Un altro possibile elemento di criticità nel processo di quotazione riguarda la ripartizione di compiti fra Consob e Borsa Italiana. La funzione di *listing* implica una delicata gestione del *trade off* fra sviluppo del mercato e protezione degli investitori, poiché essa può essere interpretata come una forma particolare di rating, risolvendosi nell'accertamento dell'idoneità dell'impresa a emettere passività oggetto di negoziazione su mercati aperti ai risparmiatori al dettaglio. La scelta del legislatore del Tuf è stata quella di affidare la funzione del *listing* alla società di gestione del mercato, separandola dalla funzione di controllo del prospetto, affidata invece alla Consob. L'ipotesi di riallocazione in capo alla Consob dell'attività di *listing* è una scelta che richiede un'attenta valutazione del rapporto costi/benefici.

La (ri)attribuzione del *listing* alla Consob potrebbe rendere più agevole il processo di quotazione poiché consentirebbe di sfruttare le sinergie informative fra tale funzione e quella del controllo del prospetto. Allo stato attuale, infatti, il processo di quotazione prevede una doppia istruttoria che insiste su profili formalmente diversi, quello di mera trasparenza per il prospetto e quello più sostanziale e di merito per il *listing*, ma si basa in larga misura sullo stesso patrimonio informativo; ciò costringe l'emittente a una doppia interlocuzione per la produzione di dati e informazioni in larga misura simili. L'attribuzione del *listing* alla Consob potrebbe inoltre contribuire a livellare il campo di gioco e rendere più equilibrata la competizione fra mercati regolamentati e Mtf. Infatti, gli Mtf cosiddetti passivi (nel senso prima chiarito, cioè quelli che offrono servizi di negoziazione su titoli quotati su mercati regolamentati senza il consenso dell'emittente) fanno *free riding* sugli investimenti che le borse tradizionali effettuano per selezionare e valutare le imprese.

L'attività di *listing*, adeguatamente regolata e supervisionata, ha delle esternalità positive per il sistema finanziario nel suo complesso e la società di gestione del mercato potrebbe non riuscire a internalizzare completamente i benefici di tale attività. È possibile, in altri termini, che i costi dell'attività di *listing* superino i ricavi (dati dalle *fees* che le imprese devono pagare per l'accesso e la permanenza sul listino) e che quindi la funzione del

*listing* possa generare delle perdite<sup>3</sup>. Ciò a sua volta potrebbe alterare la struttura di incentivi delle borse, conducendole a operare scelte sub-ottimali (stabilendo, ad esempio, requisiti di ammissione blandi o investendo meno risorse in tale attività). L'attività delle borse, in quanto soggetti *profit oriented*, potrebbe poi essere inficiata da conflitti di interessi tali da condizionare negativamente la "qualità" e l'integrità del processo di *listing*.

Non vi sono, tuttavia, chiare evidenze che il *listing* generi perdite per le borse, né che i conflitti di interessi abbiano avuto un effetto negativo sulla qualità del *listing* delle borse, sebbene l'esperienza dell'ultimo decennio possa far supporre che esse abbiano adottato un approccio pro-ciclico (cioè siano state molto conservative nelle fasi negative del ciclo e più permissive nelle fasi di forte crescita dei corsi azionari). Proprio le maggiori pressioni competitive, peraltro, potrebbero favorire percorsi virtuosi, coinvolgendo le borse in una *race to the top* nello svolgimento della funzione di *listing*, perché gli emittenti potrebbero essere disposti a sostenere costi di *listing* più elevati, consapevoli che l'ammissione a quotazione da parte di una borsa offrirebbe in seguito maggiore liquidità anche presso altri sistemi di negoziazione, e perché le stesse borse devono preservare il proprio capitale reputazionale e aumentare la liquidità. Inoltre, un soggetto *profit oriented* può avere maggiori incentivi ad adottare un approccio *market friendly* e la necessaria flessibilità nel disegnare un sistema di requisiti minimi che tenga conto del tessuto produttivo e della tipologia di imprese potenzialmente quotabili.

La scelta se attribuire il *listing* alla Consob è dunque complessa e implica valutazioni delicate. Essa non potrebbe certo tradursi in una semplice modifica al Tuf, volta a riprodurre l'approccio regolamentare e di vigilanza antecedente al d.lgs. 415 del 23 luglio 1996. Sarebbe invece necessario, eventualmente, adottare una prospettiva più ampia, considerando la possibilità di definire in modo più puntuale i requisiti e le caratteristiche organizzative dei segmenti dei mercati regolamentati nazionali, con particolare riguardo alla distinzione tra mercati regolamentati e mercati "ufficiali" (borse valori), al fine di rendere il sistema più flessibile e, pertanto, più rispondente alle esigenze del panorama finanziario italiano; si dovrebbe valutare l'eventuale esistenza di aree di sovrapposizione nelle competenze assegnate all'autorità e alla società di gestione del mercato, nell'ottica del conseguimento di una maggiore efficienza ed efficacia del processo di ammissione a quotazione/negoziazione; si dovrebbe tenere conto poi delle richieste provenienti dalle società di gestione dei mercati regolamentati, che potrebbero

3 Ci potrebbe essere anche una cosiddetta *cross subsidization* fra le *fees* per il *trading* (pagate dagli intermediari che aderiscono alle borse) e quelle per il *listing* (pagate dagli emittenti). È possibile, infatti, che la domanda di servizi di negoziazione da parte degli intermediari sia meno elastica rispetto alla domanda di servizi di *listing* da parte degli emittenti (perché gli intermediari possono più facilmente traslare gli incrementi di prezzo sugli investitori finali) e ciò, in situazioni di concorrenza limitata, consentirebbe alle borse di coprire le perdite (o i minori profitti) sull'attività di *listing* aumentando le tariffe per i servizi di *trading*.

voler operare con maggiore "flessibilità", anche in tema di ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni, al pari degli Mtf.

La scelta di attribuire il *listing* a un soggetto pubblico ricalcherebbe quella adottata nell'ordinamento inglese, dove l'autorità ha enfatizzato l'analogia rispetto al rating, segmentando il giudizio implicito nel *listing* in due fasce: il *listing* cosiddetto "standard", per le imprese che soddisfano i requisiti minimi della disciplina comunitaria, e il *listing "premium"*, per le imprese che si impegnano a rispettare regole più stringenti in tema di *corporate governance* e trasparenza (cosiddetti obblighi *super equivalent*).

Il confronto tra autorità di vigilanza e attori del mercato finanziario può rilevarsi proficuo ai fini dell'individuazione dei profili della regolamentazione e della vigilanza suscettibili di interventi migliorativi, in grado di potenziarne l'efficacia o di superare eventuali criticità emerse dall'esperienza applicativa. La Consob intende adoperarsi in tal senso mediante il confronto con rappresentanti dell'industria e delle associazioni di categoria dei risparmiatori.

In questa ottica, l'Istituto ha avviato di recente tre tavoli di confronto sui temi della semplificazione, dell'intermediazione finanziaria e della competitività dei sistemi regolamentari.

#### *Iniziative di mercato e interventi pubblici per rilanciare il mercato azionario delle medie imprese*

I costi regolamentari legati allo *status* di società quotata derivano in larga misura, come detto, da norme di matrice comunitaria (in particolare, la Direttiva Prospetto, la Direttiva *Transparency* e la Direttiva sugli abusi di mercato), divenute nel tempo sempre più complesse e articolate, che generano costi di *compliance* insostenibili per le imprese di minori dimensioni. Si tratta infatti di un quadro di regole che non prevede alcun livello di graduazione degli obblighi in funzione della dimensione delle imprese.

Questo è probabilmente uno dei motivi principali alla base del limitato successo dei progetti attuati da Borsa Italiana nel corso di oltre un decennio per creare strutture di mercato dedicate ad accogliere le imprese di medie dimensioni (Mercato Ristretto, Nuovo Mercato, Mercato Expandi, Aim Italy). Il confronto con l'industria e gli intermediari ha evidenziato tuttavia come vi sia anche un problema di fondo dal lato della domanda, legato all'assenza di un adeguato interesse da parte degli investitori *retail*, sia sul mercato primario che secondario, a causa delle forti asimmetrie informative e degli elevati livelli di rischio che caratterizzano l'investimento in azioni di imprese di medie dimensioni. I mercati aperti ai *retail* sono quindi destinati a non avere successo, sia perché la domanda non risulta sufficiente a soddisfare le esigenze di ricapitalizzazione delle imprese sia per la strutturale illiquidità del mercato secondario.



Inoltre, anche laddove il mercato destinato alle medie imprese fosse un Mtf – come nel caso dell'Aim Italy – i costi di *compliance* per gli emittenti potrebbero non ridursi in maniera significativa, poiché l'accesso agli investitori *retail* comporta l'applicazione pressoché integrale della disciplina dettata per le società quotate su mercati regolamentati (Direttiva Prospetto se c'è un'offerta pubblica iniziale, parte della disciplina sugli abusi di mercato per ciò che riguarda l'informativa *price sensitive*, altri oneri informativi legati alla disciplina domestica sui titoli diffusi, nella misura in cui l'offerta al *retail* porta la società ad assumere lo *status* di emittente diffuso).

È dunque necessario che si sviluppino mercati per le medie imprese con requisiti regolamentari specifici sganciati da quelli dettati dalla disciplina comunitaria, coinvolgimento esclusivo di investitori professionali, costi di ammissione e di permanenza parametrati alla dimensione delle imprese.

Il successo di iniziative di rilancio dei mercati azionari per le medie imprese presuppone dunque la creazione di piattaforme riservate agli investitori professionali (che si impegnano a garantire la liquidità sul secondario e l'attività di studi e analisi sugli emittenti) in modo da minimizzare i costi di *compliance*. Il problema fondamentale rimane, tuttavia, definire misure per favorire lo sviluppo di investitori specializzati nell'investimento in capitale di rischio delle piccole e medie imprese (*private equity* e *venture capital*). È dunque presupposto imprescindibile il potenziamento del ruolo degli investitori istituzionali specializzati nell'investimento in capitale di rischio. Da questo punto di vista, assume importanza strategica la revisione delle modalità di tassazione del risparmio gestito, con il passaggio da una tassazione sugli utili maturati a una sugli utili effettivamente realizzati, che sana un'anomalia tutta italiana che ha molto inciso sulle possibilità di sviluppo del settore. Per i fondi di *private equity* e *venture capital*, tuttavia, potrebbe ipotizzarsi un'ulteriore agevolazione fiscale sulle plusvalenze in fase di disinvestimento in ragione degli elevati rischi assunti da questo segmento del risparmio gestito rispetto ai fondi tradizionali.

Un'altra possibilità è quella di incentivare lo sviluppo di modelli di *partnership* pubblico-privato simili al modello definito per il Fondo Italiano di Investimento (FII) promosso dal Ministero dell'Economia e dalla Cassa Depositi e Prestiti, dove il soggetto pubblico, oltre a fare da catalizzatore dell'iniziativa, potrebbe offrire garanzie verso i soggetti privati in termini di limitazione delle perdite massime in fase di disinvestimento (cosiddetta *down side protection*) in modo da incentivare la partecipazione dei privati stessi. Per innescare un circuito virtuoso stabile sono tuttavia necessari mercati azionari riservati alle medie imprese liquidi e ben sviluppati, poiché la strategia di *exit* principale per i fondi di *private equity* e di *venture capital* rimane quella dell'Ipo e della cessione della partecipazione nella fase di quotazione dell'impresa. C'è dunque un problema di circolarità e di simbiosi fra *private equity*, *venture capital* e mercati di borsa per le medie imprese: ognuno ha bisogno dell'altro per crescere e svilupparsi. Si pone dunque l'esigenza di intra-

prendere iniziative coordinate e integrate su entrambi i fronti per avviare un circolo virtuoso e raggiungere uno sviluppo sincrono e armonico di questi due comparti del sistema finanziario.

### *Le integrazioni fra borse e le prospettive per la Piazza finanziaria italiana*

Oltre al problema di incentivare la crescita del mercato azionario per le medie imprese, che rappresenta uno dei più importanti elementi di ritardo del nostro sistema finanziario, un'ulteriore criticità emerge con riguardo allo sviluppo delle strutture di *trading* e *post-trading* del nostro paese. Da questo punto vista, l'integrazione di Borsa Italiana nel gruppo Lse non ha sino ad ora generato i ritorni positivi sperati in termini di aumento della liquidità sul secondario, ampliamento della base di investitori attivi su azioni italiane e crescita del listino, sebbene ciò possa essere imputabile (quasi integralmente) al fatto che l'integrazione è avvenuta durante un periodo funestato da una delle più gravi crisi finanziarie dal Dopoguerra.

La recente integrazione del gruppo Lse con il gruppo canadese TMX – alla quale è poi seguito l'annuncio dell'integrazione fra il NYSE e la Deutsche Borse – rappresenta una risposta competitiva delle borse tradizionali alle pressioni concorrenziali sempre più intense esercitate dalle piattaforme alternative di trading (in particolare gli Mtf). Come anticipato nel paragrafo 2.1, il successo degli Mtf dipende dalle loro politiche di *pricing* molto aggressive e dalla capacità, tramite l'adozione di piattaforme tecnologicamente avanzate, di attrarre gli ordini degli investitori professionali più sofisticati che adottano strategie di trading basate su software e algoritmi computerizzati (cosiddetti *high frequency trading* – Hft).

La fusione fra il gruppo Lse e quello Tmx dovrebbe consentire di realizzare economie di scala (utilizzo della stessa piattaforma di *trading* per un numero più ampio di intermediari) e di scopo (il gruppo potrà diversificare le attività integrando l'operatività sul mercato delle *commodity* sviluppato da Tmx). Non è però chiaro in che misura i risparmi di costo e i maggiori ricavi possano tradursi in vantaggi per le imprese e gli investitori finali. Non è neanche immediatamente evidente il vantaggio di avere una maggiore partecipazione di Hft su mercati con ampia partecipazione dei *retail*, poiché gli Hft, pur apportando nuova liquidità sul secondario, applicano strategie complesse che possono amplificare la volatilità nei periodi di maggiori turbolenze o innescare bolle speculative. Inoltre, l'annunciata adozione della piattaforma di *trading* del gruppo Tmx rappresenterà per gli intermediari italiani il secondo cambio nel giro di pochi anni (dopo il passaggio alla piattaforma del Lse nel 2008), con costi significativi in termini di adeguamento tecnologico e di procedure. Permangono quindi dubbi circa l'interesse della Piazza finanziaria domestica al coinvolgimento in operazioni dettate dalla volontà di attrarre sul mercato operatori sofisticati, che generano elevati volumi di *trading* ma il

cui apporto in termini di "domanda netta" di capitale di rischio delle imprese italiane sarà verosimilmente marginale.

Il ruolo e le prospettive di sviluppo della Piazza finanziaria italiana, che la risposta strategica alle sfide competitive dovrebbe salvaguardare, sono legate tuttavia all'evoluzione dell'integrazione. Un profilo di possibile criticità riguarda, in primo luogo, il ruolo degli azionisti italiani che vedranno la propria partecipazione diluita e il numero dei propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione del nuovo gruppo diminuire. La progressiva riduzione del peso degli intermediari italiani nell'azionariato del gruppo potrebbe, di fatto, compromettere la valorizzazione delle competenze e delle infrastrutture del mercato italiano. Appare, d'altro canto, di interesse comune che gli attuali punti di forza dell'industria italiana dei servizi di negoziazione vengano salvaguardati e valorizzati anche nell'evoluzione futura delle strategie imprenditoriali del nuovo gruppo.

Borsa Italiana ha apportato alcune eccellenze al gruppo Lse, quali i sistemi di *post-trading* (Cassa di Compensazione e Garanzia Spa e Monte Titoli Spa) e di *trading* sul reddito fisso (mercato Mts). Per ciò che riguarda il *post-trading*, sono emersi tuttavia ostacoli nel prendere a riferimento le strutture domestiche per l'intero gruppo, in parte per la ritrosia degli intermediari inglesi a usare la Cassa di Compensazione e Garanzia come controparte centrale, ma anche per problemi operativi oggettivi legati alla difficoltà di integrazione delle operazioni di pagamento in sterline nel sistema di pagamenti in euro TARGET 2. Il gruppo canadese ha le sue strutture di *post-trading* che però verosimilmente non potranno essere utilizzate dal gruppo Lse; si ripropone, di conseguenza, la necessità di definire il ruolo strategico delle strutture italiane nell'ambito del nuovo gruppo.

Il processo d'integrazione avrà riflessi anche sulle scelte di quotazione delle società italiane. Borsa Italiana resta la società di riferimento per le aziende domestiche, ma dall'accordo sembra derivare alla borsa di Toronto la competenza sul *listing* e sui servizi all'emittente in generale. Se ciò equivale a dire che alla borsa canadese spetterà la guida della promozione commerciale del mercato azionario, è importante che tale attività sia svolta tenendo conto delle peculiarità del sistema italiano. Tale problematica si intreccia con le criticità, prima illustrate, derivanti dai costi di quotazione. Non si può dare per certo, infatti, che lo sfruttamento di sinergie ed economie di scala si traduca in minori costi di *listing*: la fusione tra Borsa Italiana e Lse non ha determinato una riduzione dei costi di quotazione.

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

### 1 La vigilanza sull'informativa finanziaria

A fronte del permanere delle incertezze del quadro congiunturale, rimane significativo il rischio che le imprese sperimentino tensioni economico-finanziarie. È cruciale, dunque, che i sistemi di controllo interno e di programmazione consentano di individuare un eventuale deterioramento della redditività e della situazione patrimoniale nonché definire le reazioni più opportune sul piano finanziario e produttivo.

Carenze nei sistemi di controllo di gestione e delle procedure di programmazione e controllo dell'attività aziendale possono generare ritardi e distorsioni nei processi decisionali compromettendo l'integrità del flusso informativo destinato al mercato, inficiandone la rispondenza alle esigenze conoscitive degli investitori e influenzando negativamente il processo di formazione dei prezzi.

Al fine di cogliere i segnali di potenziali anomalie, l'Istituto intende rafforzare il sistema di indicatori utilizzati per l'individuazione delle società da sottoporre al controllo sull'informazione finanziaria veicolata al pubblico. Particolare attenzione sarà riservata alla qualità del sistema di gestione e di controllo interno allo scopo di prevenire, per quanto possibile, la diffusione di bilanci errati e di informazioni fuorvianti.

Nel vigente assetto normativo la verifica dell'affidabilità e dell'adeguatezza del sistema del controllo di gestione costituisce, inoltre, uno dei requisiti per il *listing* sul mercato azionario gestito da Borsa Italiana. Analogamente a quanto avviene per altri mercati europei, l'accesso da parte di un nuovo emittente presuppone infatti la verifica della sua capacità di fornire dati attendibili al mercato; le procedure di *listing* implicano inoltre valutazioni di merito delicate, quali ad esempio, soprattutto per le PMI di recente costituzione, quelle relative ai piani industriali e alla fondatezza e ragionevolezza delle ipotesi alla base dei dati previsionali.

Sulla base delle regole dettate da Borsa Italiana, lo *sponsor* è chiamato ad attestare l'adeguatezza del sistema di controllo di gestione, mentre il responsabile del collocamento, in base alla disciplina di attuazione della normativa primaria, è chiamato ad attestare la completezza dell'informativa da prospetto e la conformità ai fatti gestionali. L'esperienza applicativa tuttavia apre diversi fronti di discussione nei quali confluiscono l'esigenza di miglio-

rare la qualità dell'informazione finanziaria e quella, già ricordata, di favorire l'accesso al mercato azionario, soprattutto da parte delle imprese di medie dimensioni.

In particolare, al fine di garantire con maggiore efficacia la qualità dell'informazione finanziaria emerge la necessità di interventi volti a meglio chiarire e standardizzare i compiti demandati ai partecipanti, a vario titolo, alla *due diligence* per la quotazione. I progetti promossi al riguardo dagli operatori possono costituire un utile punto di riferimento per un miglioramento della tutela dei risparmiatori, contribuendo a chiarire le funzioni e il ruolo dello *sponsor* e degli altri attori del processo di ammissione alle negoziazioni delle azioni.

D'altro canto, pur essendo il sistema di controllo di gestione un elemento fondamentale per il governo dell'impresa e per l'interazione con la comunità finanziaria, esso rappresenta un costo fisso che può disincentivare la quotazione da parte delle imprese di minori dimensioni. Si potrebbero valutare dunque ipotesi di graduazione del livello di sofisticazione richiesto in funzione della dimensione delle imprese. Allo stesso tempo, il confronto con l'industria ha posto in evidenza come le incombenze che gravano sullo *sponsor* e sul responsabile del collocamento implicino una *due diligence* complessa e non sempre fattibile nella tempistica prevista, esponendo gli operatori a rischi reputazionali. Ciò ha fatto sì che si sia ridotta la platea di intermediari qualificati disposti a offrire servizi di *listing* alle imprese, con conseguenze negative per le imprese in termini di concorrenzialità del settore e costi dei servizi.

## 2 La vigilanza sulla prestazione di servizi di investimento e sul risparmio gestito

Con riguardo alla prestazione dei servizi di investimento, nel corso del 2010 è proseguita l'azione di vigilanza proattiva e *risk based* già avviata negli anni precedenti con l'obiettivo di favorire l'applicazione della MiFID da parte dell'industria dell'intermediazione mobiliare. Tale azione è stata modulata in più fasi nell'ambito delle quali agli interventi di orientamento e indirizzo (anche mediante l'emanazione di misure di livello 3) sono seguite iniziative di analisi e confronto con gli operatori tese a verificare le modalità di attuazione della disciplina.

Nel 2010 gli interventi dell'Istituto hanno coinvolto sia gli operatori maggiori, per volumi e margini commissionali da servizi di investimento e per dimensioni delle reti distributive, sia i principali istituti di credito di medie dimensioni. Le verifiche si sono concentrate sulle politiche e i criteri di remunerazione dei servizi, i sistemi di incentivazione del personale, le logiche sottese alla redazione dei *budget* economico-reddittuali e le modalità di distribuzione alla clientela *retail* di obbligazioni proprie allo scopo di verificare

l'effettiva transizione verso un modello di *business* orientato a servire al meglio gli interessi del cliente. Tali profili, sebbene riconducibili a scelte strategiche e a modelli di *business* degli intermediari che non rientra nelle competenze dell'Istituto sindacare o valutare nel merito, richiedono tuttavia una particolare attenzione, concorrendo alla definizione di procedure e soluzioni organizzative delle quali occorre valutare la conformità alla disciplina vigente.

Dalle evidenze raccolte emerge che le strategie, le politiche commerciali e i *budget* economico-reddituali degli intermediari sono definiti dalla capogruppo secondo un approccio incentrato prevalentemente sugli obiettivi di vendita dei prodotti piuttosto che sulla logica del servizio alla clientela. La fase congiunturale ha inoltre incentivato le banche a sopperire alle difficoltà di accesso al mercato interbancario attraverso la distribuzione agli investitori al dettaglio di prodotti propri e/o di società del gruppo. I sistemi di incentivazione frequentemente adottati, infatti, sono riferiti al collocamento di "prodotti della casa" e si prestano, pertanto, ad alimentare conflitti di interessi solo in parte attenuati dalla previsione di un legame tra remunerazione e grado di soddisfazione della clientela.

Criticità significative sono emerse anche con riferimento alla profilatura della clientela e alla valutazione di adeguatezza. Le maggiori carenze sono state rilevate rispetto alle procedure di raccolta e gestione delle informazioni relative agli investitori e alle procedure di verifica dell'adeguatezza dei prodotti raccomandati. In generale, non appare soddisfacente la tracciabilità del processo di formulazione dei consigli d'investimento, non essendo agevole distinguere *ex post* le operazioni effettuate in presenza di un consiglio personalizzato dagli ordini impartiti dal cliente spontaneamente. Poiché questi ultimi possono essere eseguiti nonostante l'eventuale inadeguatezza, emerge il rischio di una sostanziale elusione del divieto normativo di fornire consigli d'investimento non adeguati. Solo pochi intermediari, inoltre, hanno sviluppato sistemi in grado di effettuare una valutazione di adeguatezza basata su un approccio per "portafoglio" complessivo dell'investitore.

L'attenzione agli obiettivi di vendita dei prodotti si riflette altresì nelle modalità di prestazione del servizio di consulenza, per il quale non è mai richiesta una remunerazione specifica essendo questa legata al prezzo del prodotto oggetto dell'operazione e alle retrocessioni da parte del soggetto che all'interno del gruppo "assembla" il prodotto stesso. La maggior parte delle banche, inoltre, non ha individuato i criteri da seguire in sede di formulazione di consigli d'investimento, lasciando ampia discrezionalità agli operatori a contatto con la clientela, né ha impiegato strumenti e procedure di valutazione della convenienza di ciascuna operazione per il cliente in termini di rischio/rendimento atteso o di confronto fra prodotti succedanei.

Alla luce delle risultanze dei controlli effettuati, nel febbraio 2010 l'Istituto ha ordinato a 6 banche di convocare i rispettivi consigli di amministrazione per esaminare le criticità rilevate e attuare opportune misure cor-

rettive (ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. b) del Tuf). Tali convocazioni sono state pubblicate nella *newsletter* della Consob, anche con l'indicazione degli intermediari interessati e delle motivazioni del provvedimento (ai sensi dell'art. 3 del Tuf). L'effettività delle azioni correttive avviate dagli istituti bancari sarà oggetto di verifica mediante apposite ispezioni e iniziative mirate di vigilanza da effettuare nel 2011.

La Commissione è intervenuta anche con riguardo all'offerta di derivati Otc a Enti locali con finalità di copertura, eseguendo ispezioni mirate nei confronti di 2 istituti bancari nazionali ai quali risultava riconducibile la maggior parte dell'operatività (oltre a quella riferibile a banche e imprese di investimento comunitarie attive in Italia in regime di libera prestazione e come tali non assoggettate all'azione di vigilanza diretta della Consob). Sulla base delle criticità emerse, l'Istituto ha ordinato la convocazione del consiglio di amministrazione delle 2 banche (ai sensi dell'articolo 7, comma 1, lettera b) del Tuf).

In linea con quanto specificato dalla comunicazione 9019104 in materia di prodotti illiquidi, nell'occasione è stata richiamata la necessità che gli intermediari si dotino di procedure per il monitoraggio delle posizioni aperte con tale tipologia di clientela, al fine di verificarne la perdurante funzione di copertura. Sebbene concluse prima dell'entrata in vigore della MiFID, le operazioni oggetto di verifica implicano infatti una connaturata attività di consulenza da parte dell'intermediario proponente, il quale risulta pertanto tenuto a uno scrutinio continuativo delle posizioni aperte al fine di proporre anche gli eventuali interventi di ristrutturazione delle operazioni che risultino nell'interesse dei clienti. Le banche interessate hanno definito gli interventi necessari per la risoluzione delle criticità evidenziate.

Nel corso del 2010 hanno trovato conclusione anche gli interventi di vigilanza sugli intermediari di diritto italiano coinvolti nella vicenda legata al caso *Madoff*.

In particolare, sono stati sanzionati gli esponenti aziendali di una Sgr di fondi aperti per gravi violazioni degli obblighi di diligenza e correttezza nella prestazione dei servizi di gestione collettiva e di gestione su base individuale. Tali violazioni hanno riguardato la mancata acquisizione di una conoscenza adeguata degli strumenti finanziari oggetto di investimento, alcuni dei quali riconducibili alla *Bernard L. Madoff Investment Securities LLC*. Per le medesime violazioni, l'Istituto aveva già disposto la sospensione per 60 giorni degli organi amministrativi della Sgr e ne aveva proposto la sottoposizione alla procedura di amministrazione straordinaria, poi deliberata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. Quest'ultimo, al termine della procedura di amministrazione straordinaria intervenuta nella prima metà del 2010, ha posto la Sgr in liquidazione coatta amministrativa su richiesta della Banca d'Italia e sentita la Consob.

In un altro caso agli esponenti aziendali di una Sgr di fondi speculativi sono state irrogate sanzioni amministrative per gravi violazioni degli obblighi di diligenza e correttezza nella prestazione dell'attività gestoria in relazione all'investimento della quasi totalità del patrimonio di un fondo di fondi in un sistema *master feeder off shore*. Tale intermediario, per le medesime violazioni, era già stato sottoposto, su istanza della Consob e deliberazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze, alla procedura di liquidazione coatta amministrativa.

Con riguardo al comparto dei fondi immobiliari, particolare attenzione è stata prestata, anche nel corso del 2010, alle procedure adottate dalle Sgr per la valutazione dei beni immobili in portafoglio nelle diverse fasi dell'attività gestoria. In continuità con i controlli effettuati nell'anno precedente, che avevano condotto tra le altre cose all'audizione degli esponenti aziendali delle Sgr e all'esame delle linee guida delle associazioni di categoria, la Consob, in cooperazione con la Banca d'Italia, ha avviato la vigilanza sull'adeguamento da parte delle Sgr alle disposizioni contenute nella comunicazione congiunta Banca d'Italia-Consob recante "*Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento*".

Il legame tra correttezza e trasparenza del processo di valutazione degli *asset* immobiliari e gestione dei conflitti di interessi è emerso in occasione delle attività di vigilanza relative a 2 offerte pubbliche su fondi immobiliari quotati.

La prima operazione si è sostanziata in un'offerta pubblica d'acquisto totalitaria sulle quote di un fondo immobiliare vicino alla scadenza, promossa da un fondo gestito dalla stessa Sgr che gestisce il fondo *target*. L'offerta, pertanto, ha messo in evidenza la necessità di predisporre meccanismi idonei a tutelare i sottoscrittori del fondo *target* dai potenziali effetti pregiudizievoli imputabili al conflitto di interessi in capo alla Sgr.

La seconda operazione consisteva in un'offerta pubblica totalitaria preordinata allo scambio delle quote del fondo con le azioni di una *investment company* quotata; tale operazione non si è perfezionata a causa del mancato verificarsi della condizione sospensiva relativa al numero minimo di adesioni.

Tali operazioni hanno confermato l'importanza della vigilanza sulla correttezza e trasparenza del processo decisionale delle società di gestione, sotto il profilo dell'adeguatezza del processo di investimento/disinvestimento anche in rapporto alle specifiche condizioni di mercato in cui esse si trovano a operare. Al fine di tutelare gli investitori dalla decurtazione del valore degli *asset* immobiliari che potrebbero subire per effetto della liquidazione dei fondi e sarà cruciale che le Sgr si adoperino per perfezionare tempestivamente le procedure di liquidazione dei fondi gestiti.



### 3 La vigilanza sui prodotti *non equity*

Nel corso del 2010 è proseguita l'azione di vigilanza dell'Istituto sui prodotti e strumenti finanziari non azionari.

Con particolare riguardo ai prodotti di emanazione bancaria, dall'analisi delle informazioni contenute nelle segnalazioni inoltrate alla Consob su base trimestrale emerge che la quasi totalità degli strumenti finanziari *non equity* collocati sul mercato nel 2010 è costituito da obbligazioni, per un ammontare pari a circa 98 miliardi di euro; tale dato risulta significativamente inferiore agli oltre 120 miliardi collocati nell'anno precedente. La maggior parte delle obbligazioni sono *plain vanilla*; seguono le obbligazioni strutturate (pari a circa un terzo del controvalore complessivamente collocato) e, per una quota residuale del 2 per cento circa, *covered warrant* e *certificates*.

I prospetti approvati dall'Istituto hanno rappresentato, nel primo semestre del 2010, circa il 70 per cento del totale dei prospetti utilizzati per la commercializzazione in Italia degli strumenti finanziari coperti dalla Direttiva Prospetto 2003/71/CE (azioni, obbligazioni, *warrant*, *covered warrant* e *certificates*). Il rimanente 30 per cento dei casi è riferibile ai cosiddetti prospetti passaportati, utilizzati sia da emittenti esteri sia da emittenti bancari italiani. Non sono tuttavia noti i controvalori dei titoli effettivamente collocati sul territorio italiano da parte di emittenti esteri che si sono avvalsi del passaporto europeo, non essendo previsti, nei confronti delle autorità estere, obblighi di trasmissione di dati relativi alle risultanze delle operazioni di offerta effettuate sulla base di prospetti approvati e successivamente notificati alla Consob dalle medesime autorità.

I dati di confronto internazionale, pubblicati dal Cesr, confermano che i prospetti approvati in Italia sono solo di rado utilizzati per la commercializzazione di strumenti finanziari in altri paesi europei, similmente a quanto accade in Spagna. Una quota consistente dei prospetti approvati in Lussemburgo e in Germania sono invece stati trasmessi ad altre autorità utilizzando il regime del passaporto europeo.

Con riferimento ai prodotti finanziari emessi da compagnie di assicurazione, si segnala l'avvenuto completamento da parte delle imprese di assicurazione del processo di adeguamento della documentazione d'offerta agli schemi di prospetto allegati al Regolamento Emittenti entrato in vigore il 1° luglio 2009. La novità principale riguarda l'organizzazione delle informazioni all'interno del prospetto informativo. In particolare, la struttura del documento d'offerta è stata articolata in una scheda di "Informazioni generali", relativa a informazioni sul contratto, e in una o più schede di "Informazioni specifiche", una per ciascuna delle possibili proposte d'investimento connesse al prodotto finanziario-assicurativo. Tale impostazione ha permesso alle imprese offerenti di rappresentare la propria proposta commerciale in

forma modulare attraverso una o più schede prodotto contenenti anche gli indicatori di rischio come da previsione regolamentare.

Con riguardo alla vigilanza sui prospetti dei prodotti emessi da imprese di assicurazione, nel corso dell'anno l'Istituto ha selezionato e sottoposto a controllo 318 dei 641 prospetti depositati a seguito dell'individuazione, mediante l'utilizzo di un articolato sistema di indicatori, di potenziali criticità informative.

In termini generali, le criticità rilevate hanno interessato la rappresentazione delle diverse componenti finanziarie e dei costi espliciti e impliciti che concorrono a formare il prezzo d'emissione del prodotto, della struttura finanziaria e del profilo di rischio della proposta d'investimento e, per i prodotti di capitalizzazione, del meccanismo di rivalutazione.

In circa il 60 per cento dei casi esaminati le verifiche svolte hanno condotto all'aggiornamento tempestivo della documentazione d'offerta al fine di ripristinare la completezza e la coerenza dell'informativa agli investitori.

Come si evince dai prospetti depositati, la composizione dell'offerta di prodotti finanziario-assicurativi ha fatto registrare, nel corso del 2010, taluni cambiamenti legati al nuovo regolamento Isvap in materia di rischi connessi ai prodotti *index linked* e ai prodotti *unit linked* collegati a Oicr indicizzati secondo algoritmi predefiniti (Regolamento n. 32 dell'11 giugno 2009, entrato in vigore il primo novembre 2009). In base alla precedente normativa tali tipologie di prodotti potevano essere realizzati con la stessa ingegneria finanziaria delle obbligazioni strutturate, ossia come combinazione di due componenti: una obbligazionaria funzionale ad assicurare il rimborso dell'investimento a scadenza a meno dell'eventuale insolvenza dell'emittente (rischio a carico del sottoscrittore) e una derivativa funzionale a offrire un potenziale *extra* rendimento legato alla performance di un parametro di mercato.

La nuova disciplina emanata dall'Isvap ha stabilito, invece, che il rischio di controparte degli attivi posti a garanzia delle polizze deve sostanzialmente essere sostenuto dalle stesse imprese offerenti, lasciando agli investitori unicamente il rischio di performance del parametro di mercato cui il prodotto è collegato. Tale impostazione, richiedendo di fatto maggiori garanzie da parte delle imprese di assicurazione, ha implicato una drastica riduzione dell'offerta di prodotti *index linked*: nel 2010 il numero di prospetti depositati riferibili a prodotti *index linked* è sceso a 35 dai 255 nel 2009. Al contrario, si è registrato un sensibile aumento di proposte d'investimento di tipo *unit linked*, caratterizzate da un'ingegneria finanziaria del tutto assimilabile a un'obbligazione strutturata, riconducibili a imprese di assicurazione estere. Tali imprese hanno sfruttato i margini di arbitraggio normativo esistenti realizzando fondi interni con strutture finanziarie del tutto analoghe ai prodotti *index linked* non più ammessi.

## 4 I controlli sulla *governance* e gli assetti proprietari delle imprese

Tra i pareri rilasciati dalla Commissione in materia di applicabilità della disciplina sulle offerte pubbliche d'acquisto (Opa) un caso significativo ha riguardato il quesito posto da Groupama in concomitanza all'acquisto di partecipazioni rilevanti in Premafin e Fondiaria-SAI.

In particolare, nel mese di ottobre 2010 Groupama aveva concluso un accordo con i componenti della famiglia Ligresti e con la Premafin finalizzato all'acquisizione, nell'ambito di aumento di capitale sociale, di una partecipazione in Premafin pari al 17,1 per cento (a fronte della diminuzione della partecipazione del Gruppo Ligresti dal 51,27 al 34,2 per cento). L'accordo prevedeva anche l'introduzione nello statuto di un meccanismo di voto di lista che avrebbe permesso a Groupama di nominare un membro del consiglio di amministrazione di Premafin. Groupama avrebbe altresì beneficiato di una clausola di *lock up* di durata biennale, che impegnava il Gruppo Ligresti e Premafin a non cedere le azioni detenute in Fondiaria-SAI o Milano Assicurazioni e a non effettuare alcuna operazione in grado di mutarne l'assetto di controllo, e di un diritto di consultazione qualora, allo scadere del termine del *lock up*, il Gruppo Ligresti e Premafin avessero avuto occasione di effettuare una delle operazioni previste dalla clausola.

L'accordo infine prevedeva la condizione sospensiva relativa alla insussistenza, in relazione all'operazione, dell'obbligo di promuovere un'Opa sulle azioni di Premafin, Fondiaria-SAI ovvero Milano Assicurazioni.

Nel quesito, Groupama ha comunicato inoltre la propria intenzione di acquisire, subordinatamente all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni dell'Isvap e alla conferma da parte della Consob dell'insussistenza di un obbligo di Opa, una partecipazione diretta in Fondiaria-SAI compresa tra il 17 e il 20 per cento del capitale ordinario.

Groupama rappresentava altresì come non sussistessero i presupposti per l'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria in quanto né il suo ingresso in Premafin e in Fondiaria-SAI con partecipazioni di minoranza né le previsioni dell'accordo potevano far venire meno la posizione rilevante del Gruppo Ligresti su Premafin e la posizione di controllo di fatto esercitato da Premafin su Fondiaria-SAI.

La Commissione tuttavia non ha condiviso tale posizione, ritenendo al contrario che l'impatto del nuovo accordo sulla *governance* di Premafin fosse significativo e, di fatto, tale da comportare un rilevante mutamento degli assetti di controllo di Premafin. L'accordo è stato dunque valutato idoneo a determinare a carico dei soggetti che lo hanno sottoscritto l'obbligo di promuovere un'Opa totalitaria su Premafin e "a cascata" su Fondiaria-SAI ai sensi dell'art. 106 del Tuf.

L'Istituto ha infatti accertato l'inapplicabilità di orientamenti e linee interpretative che in passato avevano condotto a escludere la sussistenza di un obbligo di offerta e che si riferivano a fattispecie nelle quali il controllo di diritto era imputabile, prima della riduzione della relativa partecipazione, a un solo soggetto. Nel caso di specie, gli elementi distintivi principali attengono alla valutazione complessiva delle pattuizioni esistenti e delle loro interazioni. Il controllo di Premafin risulta infatti condiviso da quattro soci, vincolati da un patto parasociale; tutti i pattisti attuali si trovano sotto la soglia del 30 per cento e nessuno di essi è in grado di esercitare un controllo solitario di fatto. Il patto, inoltre, vincola in maniera debole anche perché, ai fini del voto in assemblea, esso prevede un obbligo di consultazione, più che di voto, e risultava prossimo alla scadenza. L'ingresso di Groupama poteva quindi comportare mutamenti significativi negli assetti di potere tra i paciscenti.

Talune circostanze, inoltre, come ad esempio la mancanza nell'accordo di una dichiarazione di volontà espressa circa l'intenzione di mantenere in ogni caso il controllo in capo ai soggetti che attualmente lo detengono, lasciavano aperta la possibilità che il nuovo socio Groupama esercitasse, sulla base del patto nella sua attuale conformazione o in esito a futuri (ma prevedibili) sviluppi, un ruolo più significativo di quello che si potrebbe ritenere sussistente con riferimento alla sola partecipazione che esso intendeva acquisire.

Nei primi mesi del 2011, l'Istituto è intervenuto in materia di remunerazioni dei *top manager*, accordi di buonuscita e piani di successione con una comunicazione di carattere generale che richiede a tutte le società quotate di fornire al mercato un quadro completo e dettagliato sulle eventuali indennità che spetterebbero agli amministratori in caso di scioglimento anticipato del rapporto; raccomanda alle 38 società italiane appartenenti all'indice Ftse Mib di informare il mercato in merito all'eventuale esistenza di piani per la successione degli amministratori esecutivi, indicando gli organi e i soggetti coinvolti nella loro predisposizione; raccomanda a tutte le società quotate di fornire al mercato le informazioni sui compensi corrisposti a amministratori e manager, che devono già essere incluse nelle note al bilancio, assicurando un livello di dettaglio adeguato delle singole voci retributive.

Le informazioni dovranno essere rese all'interno delle relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari (per quanto riguarda le richieste in merito agli accordi che prevedono indennità in caso di conclusione anticipata del rapporto e le raccomandazioni in merito ai piani di successione) e nelle note al bilancio (per quanto riguarda la raccomandazione sulle modalità attuative delle norme di trasparenza dei compensi corrisposti).

La comunicazione è stata adottata, dopo consultazione con il mercato, per far fronte alle carenze informative riscontrate in queste aree, la cui rilevanza è stata anche evidenziata da specifiche vicende societarie. L'esperienza ha mostrato come la mancanza di un quadro informativo completo e dettagliato su tutti gli aspetti fondamentali del funzionamento dei *board* e

dei sistemi di incentivazione adottati possa incidere negativamente sulla tutela degli investitori e sul regolare funzionamento dei mercati, riducendo l'attrattiva del mercato azionario italiano sia per gli emittenti sia per gli investitori.

L'intervento ha carattere transitorio, per un solo esercizio, in attesa di una definizione più sistematica della disciplina sulla trasparenza delle remunerazioni che sarà realizzata in occasione dell'attuazione del d.lgs. 259 del 30 dicembre 2010 di attuazione delle Raccomandazioni della Commissione Europea in materia di remunerazioni.

La natura temporanea dell'intervento della Consob è volta anche a stimolare l'avvio di iniziative di autoregolamentazione, soprattutto in materia di piani di successione, e una migliore trasparenza da parte delle singole società quotate sulle prassi raccomandate dall'attuale Codice di autodisciplina in materia di remunerazioni. L'Istituto seguirà gli sviluppi delle iniziative di autoregolamentazione e continuerà ad analizzare l'evoluzione dei comportamenti su queste materie al fine di valutare eventuali nuovi interventi anche di natura permanente.

## 5 La vigilanza sulle società di revisione

Nel corso del 2010 è proseguita l'attività di controllo di qualità sulle società di revisione iscritte all'albo Consob e sono stati portati a termine, in particolare, i controlli su 7 società (di cui 2 di medie e 5 di piccole dimensioni).

L'attività di vigilanza è stata finalizzata a valutare l'adeguatezza del sistema procedurale adottato dalle società in conformità ai principi contenuti nel documento n. 220, avente ad oggetto *"Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile"*, e la sua corretta applicazione. Tale sistema costituisce infatti un primo fondamentale presidio interno per la salvaguardia della qualità dei servizi professionali offerti al mercato.

Per le società di piccole dimensioni, inoltre, tenuto conto del limitato numero di dipendenti e della ridotta articolazione delle relative strutture organizzative, si è ritenuto che la valutazione degli aspetti procedurali e organizzativi dovesse essere integrata con l'esame a campione di taluni incarichi di revisione conferiti ai sensi del Tuf (società quotate, controllate e/o controllanti di quotate, Sim, Sgr).

Per quanto concerne i requisiti organizzativo-procedurali, sono state riscontrate numerose aree di debolezza che hanno formato oggetto di raccomandazioni di interventi correttivi.

L'attività di verifica ha riguardato, preliminarmente, i rapporti con le "reti professionali" (*network*) alle quali aderiscono quasi tutte le società di

medie e piccole dimensioni. Rispetto alle "big four", in alcuni casi è emersa la difficoltà ad accertare l'esistenza di una "rete", così come definita sulla base delle disposizioni di legge e regolamentari, ovvero la mancanza di consapevolezza dell'appartenenza a una rete.

Quest'ultima circostanza ha determinato, in alcuni casi, la sottovalutazione dei profili di rischio connessi al mancato presidio delle situazioni di possibile incompatibilità, lesive dell'indipendenza del revisore, rivenienti dalla circostanza che i clienti di *audit* della società di revisione sottoposta a controlli di qualità usufruivano anche di servizi professionali prestati da altre entità aderenti al medesimo *network*. È stata quindi raccomandata l'integrazione delle procedure adottate al fine di rilevare l'eventuale presenza di tali profili di incompatibilità.

Sempre con riferimento al tema del rispetto dei requisiti di indipendenza, sono stati altresì raccomandati interventi di rafforzamento delle procedure per la verifica delle attestazioni di indipendenza rese dai soci, dai dipendenti e dai collaboratori esterni eventualmente impiegati ai fini della formulazione delle proposte di servizi professionali e dell'assegnazione dei *team* allo svolgimento degli incarichi.

Sul tema della composizione dei *team*, si sono riscontrate carenze nel processo di pianificazione del fabbisogno di personale tali da inficiare, in taluni casi, la corretta assegnazione delle risorse agli incarichi, essendo stata riscontrata la formazione di *team* di livello quali-quantitativo non sempre pienamente rispondente alla natura e ai rischi degli incarichi stessi. In tali casi, è stato raccomandato di integrare gli organici con personale avente i requisiti professionali e di esperienza necessari allo svolgimento dei lavori.

Un'ulteriore criticità, rilevata soprattutto nelle società di piccole dimensioni esaminate, concerne la manualistica per lo svolgimento dell'attività di revisione, risultata talvolta disallineata rispetto ai principi professionali di riferimento e inadeguata a disciplinare tecnicamente lo svolgimento della revisione in settori particolari (quali quello bancario e dell'intermediazione finanziaria). Dall'esame degli incarichi selezionati, si sono rilevate debolezze nell'analisi dell'ambiente di controllo e nella valutazione dei rischi di revisione nonché nella predisposizione dei programmi di revisione e nella documentazione dei lavori nelle carte di lavoro utilizzate.

Inoltre, sono state generalmente riscontrate carenze nel processo di nomina del cosiddetto *second partner reviewer* o *independent reviewer* e nella documentazione dell'effettivo riesame svolto da tale figura professionale indipendente, incaricata di riesaminare il lavoro svolto dal *team*, prima dell'emissione dell'*opinion*. Anche rispetto a questo profilo sono state formulate specifiche raccomandazioni.

Specifiche raccomandazioni sono state formulate anche con riferimento alle procedure di accettazione e mantenimento della clientela, importante fase nella quale la società deve valutare i "rischi professionali" legati

all'acquisizione di un nuovo cliente e la disponibilità quali/quantitativa di risorse per lo svolgimento dell'incarico. Al riguardo, si è richiesto di documentare più adeguatamente i processi di valutazione compiuti e di introdurre forme di controllo sull'effettivo svolgimento di tali valutazioni prima di giungere alla formulazione delle proposte di incarico.

Nelle società esaminate l'area del monitoraggio ha richiesto interventi particolarmente rilevanti volti a garantire il rafforzamento delle procedure di controllo interno. Tali controlli, laddove svolti, sono risultati spesso insufficienti; nelle società di minori dimensioni, è stato riscontrato talvolta un sistema di attribuzione delle responsabilità di monitoraggio con rischi di *self review*. Si è pertanto raccomandato lo svolgimento di più efficaci programmi di monitoraggio delle procedure di controllo della qualità e di incarichi selezionati a campione, sulla base delle indicazioni contenute nel documento n. 220, prevedendo l'adozione di misure organizzative idonee a superare il rischio di *self review*, potenzialmente rilevante proprio per le ridotte dimensioni di alcune realtà societarie.

Con riguardo agli esiti dei controlli svolti sugli incarichi selezionati, le principali debolezze riscontrate nel concreto svolgimento dell'attività di revisione da parte di alcune società di piccole dimensioni, rispetto alle norme tecniche di riferimento, riguardano in particolare la coerenza fra la strategia di *audit* individuata e le verifiche effettivamente svolte, nonché la sufficienza e l'adeguatezza delle evidenze acquisite. Più in particolare, le debolezze delle modalità di acquisizione degli elementi probativi hanno riguardato alcune delle principali aree di bilancio esaminate (quali le rimanenze e il relativo fondo obsolescenza, le conferme esterne da parte dei clienti e dei fornitori, le operazioni con parti correlate).

È stato quindi raccomandato di garantire un'adeguata attività di direzione, supervisione e riesame dei lavori, sia nella fase di definizione della strategia di revisione sia in quella altrettanto cruciale della valutazione degli elementi probativi acquisiti, e di procedere alla sensibilizzazione dei collaboratori attraverso l'emanazione di disposizioni interne e la realizzazione di appositi interventi formativi.

## 6 La vigilanza sull'integrità del mercato

Nel corso dell'anno la Commissione ha proseguito l'intensa attività di monitoraggio sull'adempimento degli obblighi di trasparenza *post-negoziazione*, sulle modalità di pubblicazione delle informazioni utilizzate dai soggetti abilitati, in adempimento di quanto previsto dal Regolamento Mercati, nonché sul possesso da parte dei canali di diffusione delle informazioni dei requisiti di chiarezza, accessibilità, affidabilità previsti sia dalla normativa comunitaria sia dalla regolamentazione e dalle linee-guida nazionali.

L'approccio di vigilanza si è principalmente basato sul confronto delle informazioni pubblicate dagli intermediari con quelle a disposizione dell'autorità attraverso il regime di *transaction reporting*, al fine di rilevare eventuali incongruenze fra l'informativa resa disponibile al pubblico e quella segnalata alla Consob.

Al riguardo, va segnalato che l'estensione degli obblighi di *transaction reporting*, prevista dal già ricordato processo di revisione della Direttiva MiFID, consente un ampliamento delle informazioni concernenti le transazioni concluse su strumenti finanziari da comunicare alle autorità, attraverso la previsione di nuovi obblighi informativi e una maggiore standardizzazione delle informazioni.

In particolare, le maggiori modifiche sono riconducibili all'arricchimento del flusso esistente (ad esempio, con la previsione del codice cliente) e all'estensione degli obblighi informativi relativi agli strumenti finanziari non quotati; all'estensione delle comunicazioni concernenti le operazioni su *Otc derivatives*; all'estensione a strumenti finanziari negoziati su Mtf; alla maggiore affidabilità delle informazioni attraverso più precise indicazioni sul formato e sulle modalità di trasmissione delle stesse. Un ulteriore arricchimento del patrimonio informativo delle autorità di vigilanza si avrà, inoltre, qualora la revisione della MiFID porti a estendere la disciplina sulla trasparenza *post-trade* ai mercati *non equity*.

L'ampliamento del patrimonio informativo a disposizione consentirà di analizzare con maggiore efficacia le complessive strategie poste in essere dagli operatori, al fine di verificare la correttezza dei comportamenti e di preservare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e l'integrità dei mercati. In tale ambito, assume particolare rilevanza l'attività di vigilanza tesa ad analizzare i collegamenti tra le operazioni su strumenti finanziari derivati e le corrispondenti operazioni sui titoli sottostanti.

In materia di posizioni corte, nel corso del 2010 l'Istituto ha proseguito le attività di vigilanza avviate nel 2008, focalizzando le proprie analisi sul corretto adempimento degli obblighi di consegna delle azioni in fase di regolamento, al fine di identificare eventuali comportamenti illeciti da parte degli operatori tesi a incrementare la pressione ribassista sui titoli azionari attraverso l'utilizzo di vendite allo scoperto.

## 7 Ipotesi di revisione del regime sanzionatorio

Le condotte illecite in materia finanziaria rappresentano un *vulnus* allo sviluppo e all'integrità dei mercati, potendone pregiudicare il regolare funzionamento, comprometterne la credibilità e minare la fiducia degli investitori. La risposta sanzionatoria deve essere coerente con la rilevanza degli interessi protetti e, dunque, deve rivelarsi efficace, proporzionata e dissuasiva.



Una sanzione è efficace quando incide effettivamente sugli interessi dell'autore della violazione; è proporzionata ove tenga conto di tutti gli elementi connotanti la condotta illecita accertata e degli effetti prodotti, assicurando anche la parità di trattamento in presenza di fattispecie analoghe; è dissuasiva se ingloba in sé anche un più ampio effetto di deterrenza, mirando a evitare il ripetersi per il futuro di analoghi comportamenti violativi non solo da parte del loro autore ma anche, più in generale, da parte di chiunque altro si trovi a operare sul mercato.

L'attuale impianto sanzionatorio del Tuf, volto alla tutela degli interessi pubblici sopra richiamati, appare in gran parte strutturato coerentemente con tali parametri, richiamati anche nella disciplina comunitaria di settore.

La significativa esperienza applicativa maturata nel quinquennio 2006-2010 (nel corso del quale sono stati conclusi circa 1.000 procedimenti sanzionatori, parte dei quali relativi a operazioni di mercato di grande rilievo economico e di particolare impatto, anche sul piano giudiziario) ha, tuttavia, fatto emergere, in più punti, l'opportunità di interventi funzionali alla rimozione di specifiche criticità emerse.

Già nelle precedenti Relazioni si era avuto modo di evidenziare alcune specifiche aree di auspicabile intervento normativo: riduzione della sanzione minima edittale per violazioni degli artt. 187-*bis* e 187-*ter* in materia di abusi di mercato, per ostacolo all'azione di vigilanza della Consob (art. 187-*quinquiesdecies*) e per violazioni degli obblighi di *disclosure* in materia di partecipazioni rilevanti in emittenti quotati (art. 120), ripristinando per tutte i minimi edittali vigenti *ante* legge sul risparmio, che appaiono più adeguati ad assicurare la proporzionalità della reazione sanzionatoria in presenza di condotte illecite di lieve entità.

È auspicabile anche una riforma dell'art. 187-*sexies* in materia di confisca (obbligatoria) per i casi di abusi di mercato – la cui rigida formulazione può comportare risultati eccessivamente afflittivi, tanto da aver recentemente indotto un giudice di merito a sollevare questione di legittimità costituzionale – prevedendo, ad esempio, la confisca del solo "profitto" riveniente dall'illecito e non anche dei "beni utilizzati per commetterlo". Sarebbe altresì necessaria la revisione del meccanismo di determinazione della sanzione pecuniaria in caso di offerte al pubblico abusive (art. 191) – anche attualmente non può essere inferiore a un quarto del relativo controvalore – fissando un minimo edittale in valore assoluto (ad esempio, pari a 100 mila euro o valore inferiore), in modo da evitare, anche in tali casi, trattamenti sanzionatori non proporzionali alla gravità dei fatti rilevati.

Interventi mirati come quelli appena evidenziati rappresentano ipotesi di riforma che, ove condivisi, andrebbero attuati in tempi brevi. Più in generale, appaiono maturi i tempi per una riconsiderazione di sistema

dell'attuale impianto sanzionatorio del Tuf, anche alla luce dei profondi mutamenti di mercato degli ultimi anni.

Sul tema, è stata avviata di recente una riflessione interna che si propone, anzitutto, di rimodulare le attuali prassi e procedure d'Istituto, allo scopo di migliorare la qualità dell'azione di vigilanza e di rendere più rapido ed efficiente l'eventuale utilizzo dello strumento sanzionatorio, potenziandone così l'efficacia e la capacità dissuasiva. Rientrano tra le misure funzionali al perseguimento di tali obiettivi la razionalizzazione dell'attuale *iter* sanzionatorio e la riduzione dei relativi tempi di espletamento. Gli approfondimenti finora svolti consentono di affermare che sussistono margini per interventi migliorativi; interventi che ci si propone di realizzare a breve, rientrando essi nei poteri di autorganizzazione della Commissione e non necessitando, dunque, di revisioni a livello di normazione primaria.

Altre e più significative aree di intervento presuppongono, invece, l'azione del legislatore. In tale contesto e pur nell'attuale preliminare stadio di analisi, pare configurabile l'estensione dell'ambito applicativo di istituti già normativamente previsti, nonché l'introduzione di nuovi e più flessibili strumenti di reazione a fronte di rilevate condotte illecite.

Rientra tra tali ipotesi, anzitutto, l'estensione dell'istituto del pagamento in misura ridotta, di cui all'art. 16 della legge n. 689 del 24 novembre 1981 (cosiddetta oblazione), a tipologie di violazioni ulteriori rispetto a quelle per inosservanza degli obblighi di comunicazione previsti dall'art. 120 del Tuf. L'applicazione del richiamato art. 16 della legge 689/81 anche ad altre fattispecie violative connotate da un analogo grado di disvalore (prime fra tutte quelle relative alle operazioni di *internal dealing* previste dall'art. 114, comma 7, del Tuf) appare coerente con il richiamato requisito di proporzionalità e, date le sue potenzialità deflattive, avrebbe ricadute positive anche in termini di efficienza complessiva dell'attività sanzionatoria della Consob.

Prospettabile appare, inoltre, l'introduzione di un istituto di matrice penalistica, quale il cosiddetto "patteggiamento". La sua applicazione – in materia di sanzioni amministrative per violazioni delle regole in materia di mercati finanziari – è già prevista in altri ordinamenti europei. Tra questi, più risalente nel tempo è l'esperienza anglosassone, nel cui ambito la *Financial Services Authority* (Fsa) può, in qualunque momento della procedura sanzionatoria, concludere un *settlement* con le parti interessate; mentre di più recente introduzione è un analogo istituto nell'ordinamento francese, ove è previsto che l'*Autorité des Marchés Financiers* (Amf) possa formulare alle parti interessate, in sede di contestazione degli illeciti accertati, una proposta di "composizione amministrativa" che, ove accettata dalle parti e successivamente omologata dalla *Commission des Sanctions*, comporta l'anticipata conclusione del procedimento. Si tratta di istituto che, opportunamente regolamentato, può preservare la capacità afflittiva e deterrente tipica della risposta sanzionatoria e, nello stesso tempo, renderla più tempestiva ed efficiente, oltre che ridurre apprezzabilmente il conseguente contenzioso giudiziario.

Finalità solo in parte diverse mira a conseguire un altro possibile strumento d'intervento: si tratta dei cosiddetti "impegni", attualmente previsti dalla legislazione in materia *antitrust* (art. 14-ter, l. 287 del 10 ottobre 1990), che consentono all'autorità nazionale di settore, nei casi ivi previsti, di accettare e rendere obbligatori gli impegni assunti dalle imprese nei cui confronti è stata avviata un'istruttoria, ove essi vengano ritenuti idonei a far venir meno determinate condotte illecite; ciò comporta l'estinzione anticipata del procedimento senza l'accertamento di infrazioni, fatto salvo il cosiddetto giudizio di "inottemperanza" qualora i soggetti interessati vengano successivamente meno, in tutto o in parte, agli impegni assunti.

Avvalersi di un siffatto strumento può rivelarsi di particolare utilità in specifici settori d'intervento Consob; ad esempio, in materia di intermediari finanziari, laddove vengano individuate in sede di vigilanza carenze di tipo organizzativo-procedurali per le quali – a fini di tutela del pubblico risparmio – dovesse rivelarsi anzitutto prioritario pervenire a una loro tempestiva rimozione. In tal modo la reazione di tipo sanzionatorio potrebbe essere circoscritta ai casi di particolare gravità, ovviamente avendo riguardo in tale contesto anche ai danni eventualmente sofferti dai clienti.

L'estensione dell'ambito applicativo di disposizioni vigenti e l'ampliamento degli strumenti d'intervento disponibili consentirebbero, già nei termini sopra richiamati, di meglio modulare l'azione di *enforcement* dell'Istituto, assicurando maggiore flessibilità operativa e preservando, nello stesso tempo, la capacità punitiva e di deterrenza della risposta sanzionatoria.

Una compiuta riflessione sulle aree di possibile riforma dell'impianto sanzionatorio non può prescindere, infine, dalle prospettive evolutive e di armonizzazione in ambito europeo. In tale ottica rivestono particolare rilievo la recente attribuzione all'Esma di autonomi poteri sanzionatori nel settore delle agenzie di rating, nonché le consultazioni avviate dalla Commissione Europea al fine di valutare le iniziative da assumere per il rafforzamento e l'armonizzazione dell'apparato sanzionatorio degli Stati membri. Come già argomentato, infatti, una supervisione finanziaria integrata a livello europeo non può essere efficace se non in presenza di sistemi sanzionatori omogenei e rigorosi a livello nazionale, così da evitare arbitraggi regolamentari e preservare la credibilità dei mercati finanziari.

# III L'attività regolamentare

## 1 I regolamenti e le consultazioni con il mercato

### 1.1 La regolamentazione attuativa della Direttiva OPA

La Consob ha avviato una nuova e più rapida fase di consultazione sulla bozza di modifica al Regolamento Emittenti in materia di offerte pubbliche di acquisto. La consultazione verterà esclusivamente sulle principali modifiche apportate rispetto alla bozza già sottoposta al mercato il 6 ottobre 2010.

La partecipazione alla prima consultazione – chiusasi il 15 novembre 2010 – è stata ampia e rappresentativa dei diversi *stakeholders*, anche stranieri. Le risposte hanno evidenziato un generale apprezzamento per le finalità e l'impostazione generale delle proposte, che sono state ritenute adeguatamente sostenute da approfonditi confronti con la disciplina di altri ordinamenti e dall'analisi costi-benefici. La principale critica da parte degli emittenti ha riguardato un possibile squilibrio nella definizione delle principali innovazioni a favore della tutela degli azionisti di minoranza rispetto all'efficienza del mercato del controllo societario.

In realtà, le proposte oggetto di questo tipo di critica (in particolare la previsione dei meccanismi di *whitewash* per le esenzioni da fusione e salvataggio e le misure per ridurre la *pressure to tender*) incidono prevalentemente sui rapporti tra azionisti di maggioranza e di minoranza, a vantaggio dei secondi. La linea di fondo adottata nel definire la nuova disciplina, che deriva dalle peculiarità degli assetti proprietari e di controllo delle società italiane e dall'esperienza applicativa, è stata, infatti, quella di evitare i fenomeni elusivi e di valorizzare la dialettica societaria rispetto ai poteri discrezionali della Consob.

La Commissione ha ritenuto pertanto di confermare questa impostazione. La proposta di regolamentazione è stata comunque modificata, in considerazione delle osservazioni ricevute, al fine di chiarire e semplificare alcune disposizioni, venendo incontro alle richieste del mercato di ridurre l'onerosità di adempimenti regolamentari e allineare la disciplina italiana a quella dei principali paesi europei. Sono state a tal fine ampliate e meglio definite le ipotesi di inapplicabilità della disciplina per offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da titoli; è stato modificato il regime di predisposizione delle garanzie, al fine di ridurre gli oneri per l'offerente; sono state semplificate le

previsioni relative alla determinazione del prezzo di *sell out* e *squeeze out* e quelle riguardanti contenuto del comunicato dell'emittente e parere degli amministratori indipendenti nelle offerte promosse da *insider*. È stata poi perfezionata l'applicazione delle previsioni più innovative, alla luce delle indicazioni e dei suggerimenti dei soggetti consultati: riguardo al computo degli strumenti finanziari derivati nella partecipazione rilevante per l'obbligo di Opa, sono state inserite due ulteriori esenzioni relative ai derivati trattati su mercati regolamentati e agli acquisti temporanei; è stata eliminata la presunzione di azione di concerto in caso di presentazione di una lista volta a eleggere la maggioranza dei membri degli organi sociali; sono stati semplificati gli obblighi di trasparenza in corso d'Opa e l'applicabilità della *best price rule* nei sei mesi successivi alla chiusura dell'offerta. Infine, è stata valorizzata l'autonomia di società e offerenti, mantenendo adeguata la tutela degli investitori. In tale ambito, per le offerte promosse da soggetti *insider*, è stata introdotta la facoltà per l'emittente di prevedere, in alternativa alla riapertura dei termini dell'offerta, che essa sia subordinata all'approvazione da parte dei soggetti aderenti, da esprimersi attraverso un'apposita indicazione nella scheda di adesione; sono stati inoltre previsti dei "correttivi" per l'applicazione dei meccanismi di *whitewash* nell'esenzione dall'obbligo di Opa conseguente a operazioni di fusione o scissione, consentendo alle società di determinare in via statutaria il *quorum*, entro la misura massima del 7,5 per cento, necessario per l'efficacia del voto contrario delle minoranze.

In vista dell'approvazione finale della nuova disciplina, si è richiesto al mercato di trasmettere le proprie valutazioni sulle principali modifiche rispetto alla prima proposta, rispondendo a un questionario incluso nel Documento di consultazione, integrato con le ulteriori informazioni e valutazioni ritenute utili. Successivamente alla pubblicazione definitiva delle modifiche regolamentari, la Consob avvierà una nuova consultazione su una comunicazione contenente gli orientamenti della Commissione sulle modalità applicative della regolamentazione dell'Opa. In questo modo, saranno raccolte in un corpo unitario le precedenti interpretazioni fornite con specifiche comunicazioni di risposta a quesiti, adeguandole al nuovo quadro normativo e regolamentare.

## 1.2 La revisione della regolamentazione sugli abusi di mercato

Nel corso del 2010 sono stati effettuati approfondimenti circa l'estensione agli emittenti strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni negli Mtf degli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e dei relativi poteri di vigilanza dell'Istituto. Tale estensione, sancita dall'art. 116, co. 2-*bis* (introdotto dal d.lgs. 101 del 17 luglio 2009), si applica alle società che presentano le caratteristiche stabilite dalla Consob con regolamento e a condizione che l'ammissione sia stata richiesta o autorizzata dall'emittente.

L'Istituto è chiamato, dunque, a dare attuazione a tale previsione normativa definendo le caratteristiche degli emittenti da assoggettare agli obblighi di *disclosure*, dei relativi strumenti finanziari e degli Mtf, ove detti strumenti sono negoziati, nonché delle modalità di diffusione delle informazioni. La Consob ha già avviato una riflessione su questi temi e si accinge a sottoporre agli operatori una bozza di regolamento, attraverso la consueta consultazione pubblica, che tenga conto anche delle modifiche apportate alla Direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato (MAD), tuttora in discussione in ambito europeo.

Il processo di revisione della MAD, che sarà ultimato entro marzo 2011, propone infatti l'estensione dell'ambito di applicazione della Direttiva, prevedendone l'applicazione anche agli strumenti finanziari e derivati ammessi a negoziazione negli Mtf ma non negoziati nei mercati regolamentati. Il legislatore comunitario è consapevole, tuttavia, che l'applicazione della MAD e dei relativi obblighi di *disclosure* anche agli Mtf (e in particolare a quelli dedicati alle PMI) potrebbe scoraggiare il ricorso al mercato dei capitali da parte delle piccole imprese e per questo motivo ne propone un'applicazione graduata anche in funzione della dimensione dell'emittente.

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

### 2.1 Il regime di pubblicità dei prodotti *non equity*

L'attività pubblicitaria riveste tradizionalmente un ruolo molto importante nell'attività di offerta al pubblico di prodotti finanziari e di recente si è assistito a un incremento del ricorso ai messaggi pubblicitari soprattutto per promuovere l'adesione a offerte pubbliche relative a prodotti *non equity* (quali le obbligazioni bancarie). Una maggiore frequenza di messaggi pubblicitari si è riscontrata nei casi di ammissione alle negoziazioni in cui non è previsto un preventivo collocamento tramite intermediari finanziari: in questo caso, infatti, i messaggi pubblicitari costituiscono il veicolo principale attraverso cui gli emittenti/offertenti promuovono la vendita degli strumenti finanziari. In particolare, all'inizio di dicembre 2010, le operazioni di diretta quotazione di obbligazioni, effettuate prevalentemente nel corso dell'anno, risultavano pari a 76 per un controvalore totale pari a circa 11 miliardi di euro.

Buona parte delle operazioni di diretta quotazione di obbligazioni sul Mot è stata effettuata a valere su prospetti passaportati. Come noto, in base alla disciplina del passaporto europeo, il prospetto approvato da qualsiasi autorità competente della Unione Europea, in quanto redatto secondo gli schemi declinati nel regolamento comunitario, può essere utilizzato per l'offerta e/o l'ammissione in borsa in qualsiasi paese dell'Unione. A tal fine l'autorità del paese d'origine che ha approvato il prospetto deve solo notifi-

care alle autorità dei paesi ospitanti il prospetto unitamente al certificato di approvazione. Il prospetto può essere redatto in inglese a condizione che la nota di sintesi dello stesso sia tradotta nella lingua del paese ospitante.

Tale procedura è consentita anche nel caso in cui il prospetto, riguardando un'offerta inserita nell'ambito di un programma di emissioni, sia stato redatto secondo il sistema del prospetto di base. In tale ipotesi il prospetto di base che viene notificato all'autorità del paese ospitante non contiene le informazioni rilevanti relative alla singola emissione in quanto queste vengono definite a ridosso dell'emissione e sono oggetto delle condizioni definitive, ossia di un ulteriore documento informativo redatto a complemento del prospetto di base. Le condizioni definitive non sono approvate dall'autorità competente del paese d'origine e, fino alle modifiche recentemente introdotte con la Direttiva 2010/73/UE del 24 novembre 2010, non dovevano essere trasmesse alle autorità dei paesi ospitanti. Allo stato tuttavia le condizioni finali continuano a non essere approvate da alcuna autorità e a non dover essere tradotte nella lingua dei destinatari dello strumento finanziario.

Anche relativamente ai messaggi pubblicitari la competenza è attribuita all'autorità del paese d'origine che, nel caso di prodotti *non equity* di valore nominale almeno pari a 1.000 euro, può essere scelta dall'emittente/offrente tra quelle dei paesi dove si intende effettuare l'offerta o richiedere la quotazione o in cui l'emittente ha la sede legale. La vigilanza sulla correttezza dei messaggi pubblicitari e del rispetto dei principi fissati nella Direttiva comunitaria è attribuita all'autorità che ha approvato il prospetto anche se il messaggio è diffuso esclusivamente in altri paesi dell'Unione.

Ne consegue che, a prescindere dalla nazionalità dell'emittente, se un prospetto è approvato da un'autorità competente diversa dalla Consob, il messaggio pubblicitario diffuso in Italia e destinato agli investitori italiani non può, in linea di principio, essere oggetto di un provvedimento interdittivo o sanzionatorio da parte della Consob. L'Istituto qualora dovesse riscontrare che un messaggio pubblicitario, afferente a un'operazione oggetto di un prospetto approvato da altra autorità, non è in linea con i criteri della direttiva, deve limitarsi a segnalarlo all'autorità del paese d'origine ed eventualmente può intervenire solo se quest'ultima non lo ha fatto o l'intervento si è rilevato inefficace.

Si è inoltre riscontrato che spesso, nella redazione dei messaggi pubblicitari, gli aspetti relativi alla promozione del prodotto finanziario (ad esempio, la descrizione dei benefici connessi all'investimento quali i rendimenti) vengono evidenziati senza che contestualmente si dia adeguata e corrispondente informazione sui relativi rischi. I messaggi risultano così fuorvianti e imprecisi, e pertanto in contrasto con la normativa applicabile, e potenzialmente lesivi degli interessi degli investitori.

Considerato che i messaggi pubblicitari vengono diffusi per pochi giorni e che anche le offerte si esauriscono in un breve arco temporale, la Consob, al fine di salvaguardare gli investitori italiani senza tuttavia penalizzare gli emittenti nazionali rispetto a quelli esteri, ha emanato, previa consultazione, una comunicazione nella quale richiama l'attenzione degli operatori sulla disciplina riguardante i messaggi pubblicitari i cui criteri generali sono dettati dalla Direttiva Prospetto e quindi, sulla base di tali criteri, individua alcuni comportamenti ritenuti non corretti.

In particolare nella comunicazione si ribadisce che il messaggio pubblicitario non solo deve essere coerente con quanto indicato nel prospetto e non deve contenere imprecisioni, ma soprattutto che non deve indurre in errore l'investitore circa le caratteristiche, la natura e i rischi dei prodotti finanziari offerti. In tal senso non potrebbe considerarsi in linea con la citata normativa l'utilizzo di espressioni che non siano pienamente conformi alle effettive caratteristiche dell'investimento come, ad esempio, termini quali "garantisce" o "assicura" o di espressioni quali "investimento semplice" o "investimento sicuro"; né tantomeno il ricorso a locuzioni che enfatizzino i vantaggi omettendo o ridimensionando i rischi connessi, ad esempio indicando il tasso cedolare senza specificare la sussistenza di un rischio di cambio ovvero senza menzionare la natura subordinata del titolo, oppure indicando come "certi" rendimenti potenzialmente aleatori.

Con la predetta comunicazione l'Istituto intende inoltre raccomandare agli emittenti di trasmetterle i messaggi pubblicitari contestualmente alla loro diffusione anche quando la Consob non è l'autorità competente. L'iniziativa è volta a rendere più immediata la vigilanza e tempestiva la tutela degli investitori. Resta fermo che ove tale strumento si rivelasse inefficace, la Consob si riserva di intervenire da un lato presso le autorità del paese d'origine di volta in volta competenti e dall'altro lato promuovendo un miglioramento della cooperazione a livello europeo. In sede di definizione delle norme a livello europeo continua l'impegno italiano a favore dell'armonizzazione delle regole a condizione tuttavia che questa non si traduca, per la mancata contestuale armonizzazione delle prassi di vigilanza, in una riduzione della tutela degli investitori.

## 2.2 La comunicazione congiunta Consob-Banca d'Italia su *compliance e internal audit*

Nel corso del 2010 Banca d'Italia e Consob hanno elaborato linee interpretative e di indirizzo circa la ripartizione delle competenze e delle attribuzioni fra funzione di controllo di conformità alle norme (*compliance*) e funzione di revisione interna (*audit*) nella prestazione dei servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio da parte degli intermediari.

La comunicazione, elaborata in attuazione del Protocollo di intesa fra le due autorità dell'ottobre 2007, mira ad assicurare un maggior grado di



certezza agli operatori in merito alla coerenza dei propri assetti di controllo con le disposizioni di vigilanza vigenti, nel rispetto del principio di proporzionalità.

In particolare, è stato chiarito che la funzione di *compliance* è competente per la valutazione del rischio di non conformità sotteso alle scelte strategiche adottate dall'intermediario e svolge un'attività di verifica preventiva e di successivo monitoraggio dell'efficacia delle procedure aziendali in un'ottica di prevenzione e controllo dei rischi di non conformità alle norme poste a tutela della clientela in tema di servizi di investimento, distribuzione di prodotti finanziari e gestione collettiva. A tali fini, la *compliance* verifica i fenomeni aziendali, sulla base di indici di significatività, atti a rilevare l'idoneità delle procedure ad assicurare il rispetto delle regole di condotta (correttezza e trasparenza dei comportamenti) e può svolgere controlli *in loco*.

La funzione di revisione interna verifica la correttezza dell'operatività aziendale ai fini del contenimento dei rischi, l'efficacia dell'organizzazione, il rispetto dei limiti previsti dai meccanismi di delega, la funzionalità del complessivo sistema dei controlli interni, l'affidabilità dei sistemi informativi, inclusi i sistemi di elaborazione automatica dei dati e dei sistemi di rilevazione contabile. Le verifiche condotte dalla revisione interna sono altresì finalizzate all'eventuale adozione, da parte dell'azienda, dei provvedimenti, anche di carattere disciplinare, nei confronti del personale interessato. A tutti i fini sopra indicati, la revisione interna conduce controlli periodici, inclusi gli accessi ispettivi, effettuati secondo il piano di *audit*.

La forte interrelazione e complementarietà esistenti tra le funzioni di controllo di conformità e di revisione interna richiedono comunque lo sviluppo da parte degli intermediari di forme di collaborazione tra le due funzioni, ricercando sinergie operative che valorizzino il patrimonio informativo e gli *expertise* del personale a disposizione delle medesime.

# IV Le linee d'indirizzo per il 2011

## 1 Il piano strategico 2010-2012

L'esperienza di vigilanza maturata negli ultimi anni ha fatto emergere la necessità di rispondere ai mutamenti del contesto esterno attraverso un processo strutturato di pianificazione strategica, ossia di individuazione di obiettivi strategici strumentali al conseguimento degli obiettivi finali dell'attività istituzionale riconducibili alla protezione degli investitori.

L'Istituto ha quindi approvato e reso pubblico il Piano Strategico per il triennio 2010-2012 che individua, coerentemente a un approccio *risk based*, le possibili evoluzioni del sistema economico e finanziario (*market risk*) e del quadro normativo di riferimento (*regulatory risk*) che concorrono a determinare reazioni da parte dei soggetti vigilati e degli investitori tali da compromettere il conseguimento dell'obiettivo istituzionale ultimo di protezione dei risparmiatori.

Gli obiettivi strategici per il 2010-2012 sono declinati in termini di azioni che l'Istituto intende intraprendere per mitigare i rischi (ovvero trarre vantaggio dalle opportunità) ascrivibili ai cambiamenti del contesto esterno, anche tenendo conto dei riflessi interni sul piano organizzativo e gestionale. In particolare, essi riguardano la vigilanza in materia di: informazione finanziaria, meccanismi di governo societario, offerta dei servizi di investimento da parte degli intermediari, prodotti e strumenti finanziari non rappresentativi di capitale di rischio (*non equity*), negoziazioni sui mercati secondari di strumenti finanziari e abusi di mercato.

Il potenziamento dell'azione di vigilanza in materia di informazione finanziaria si rende necessario anche alla luce dell'attuale quadro congiunturale e di mercato, che continua a essere caratterizzato da segnali di debolezza e dal rischio di tensioni finanziarie o di *default* degli emittenti. L'esperienza di vigilanza dell'ultimo triennio ha posto in evidenza che il rischio che l'informativa resa al mercato sia insufficiente e/o errata è più alto nei casi in cui il sistema dei controlli interni e del controllo di gestione sono carenti. L'Istituto potenzierà le azioni tese a garantire che l'informativa continua sugli eventi in corso di formazione risponda pienamente alle esigenze conoscitive della comunità finanziaria, sia attraverso una più intensa interlocuzione con gli emittenti sia attraverso specifici accertamenti sull'integrità dell'informativa

contabile e sulla qualità dei sistemi di controllo di gestione e di controllo interno degli emittenti.

L'Istituto intende cogliere, inoltre, l'opportunità che il regolamento in materia di operazioni con parti correlate ha creato per attuare interventi di vigilanza atti ad aumentare l'impatto della disciplina del mercato sui meccanismi di governo societario. Ulteriori opportunità discendono dall'ampliamento delle competenze e degli obblighi della Commissione conseguenti alle innovazioni introdotte nel quadro normativo di riferimento dalla Direttiva 2007/36/CE in materia di diritti degli azionisti e delle modifiche alla Direttiva Prospetto.

Particolare attenzione continuerà a essere dedicata anche all'offerta dei servizi di investimento da parte degli intermediari. L'industria dell'intermediazione mobiliare in Italia è ancora connotata, infatti, da un'adesione formalistica alla MiFID, prevalendo un assetto fortemente orientato all'attività distributiva, incentrato sulla prestazione di servizi di investimento normalmente a basso valore aggiunto per la clientela e su politiche di offerta ispirate a logiche di gruppo. Proseguirà pertanto il monitoraggio delle modalità distributive di prodotti finanziari da parte delle banche grandi e medie e delle procedure seguite nella negoziazione per conto della clientela *retail*. Tale monitoraggio si inserisce nelle azioni di vigilanza e di confronto con gli intermediari tese a verificare l'effettiva transizione verso un modello di *business* coerente con l'obiettivo di servire al meglio gli interessi del cliente. In tale contesto l'Istituto si propone, inoltre, di potenziare il ricorso a iniziative mirate di verifica del rispetto dei doveri di valutazione dell'adeguatezza da parte degli intermediari, soprattutto in occasione del collocamento dei prodotti finanziari più complessi, avviando allo stesso tempo controlli approfonditi dell'efficacia delle modalità di rilevazione delle preferenze e della propensione al rischio della clientela.

Un ulteriore obiettivo strategico concerne la disciplina e i modelli di vigilanza sui prodotti e strumenti finanziari non rappresentativi di capitale di rischio (prodotti *non equity*). Al fine di eliminare opportunità di arbitraggi regolamentari e di rafforzare la tutela degli investitori, l'Istituto intende adoperarsi, anche nell'ambito della produzione normativa internazionale, per pervenire a una migliore definizione dell'informativa di sintesi resa agli investitori in occasione di operazioni di sollecitazione aventi ad oggetto prodotti *non equity*. Saranno dedicate, inoltre, maggiori risorse nella vigilanza sul collocamento e sugli scambi sul mercato secondario di tali strumenti finanziari.

Di rilievo strategico è, infine, il potenziamento dell'*enforcement* della disciplina sugli abusi di mercato mediante interventi atti a migliorare sia l'accertamento sia la prevenzione degli illeciti, avendo riguardo anche all'efficacia dell'azione dell'Istituto. Con riferimento all'individuazione di ipotesi di reato, l'Istituto si propone di migliorare la vigilanza cosiddetta "in continua" sul mercato azionario al fine di individuare tempestivamente potenziali casi di manipolazione operativa e comportamenti degli intermediari negoziatori o

dei relativi clienti volti ad alterare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e funzionamento dei mercati; parimenti cruciale è il miglioramento dell'utilizzo di elementi informativi derivanti da obblighi di segnalazione in capo a diversi soggetti (dati sull'*internal dealing*, studi societari, operazioni sospette). Ai fini della prevenzione, è poi necessario contenere il rischio di comportamenti illeciti riducendo le circostanze nelle quali si possono verificare asimmetrie informative e dunque fenomeni di *insider trading*: in quest'ottica è importante verificare la capacità degli emittenti quotati di garantire la confidenzialità delle informazioni.

Attraverso la partecipazione ai citati processi di revisione della MiFID l'Istituto si impegnerà, inoltre, per orientare la nuova disciplina verso una maggiore armonizzazione del regime di trasparenza degli scambi e l'estensione di tale regime armonizzato alle negoziazioni su strumenti diversi dalle azioni. Particolare attenzione verrà dedicata anche all'evoluzione del quadro normativo relativo alla microstruttura dei mercati e al *trading* automatizzato i cui effetti, come si è già ricordato, sono al momento ambigui non essendo chiaro se e in quale misura esso può amplificare eventuali turbolenze dei mercati minandone l'integrità.

## 2 Gli obiettivi operativi per il 2011

Gli obiettivi operativi per l'anno 2011 declinano gli obiettivi strategici anche attraverso il disegno di un approccio unitario ai controlli, in grado di beneficiare delle sinergie risultanti dalla condivisione del patrimonio informativo acquisito dall'Istituto in virtù di obblighi di legge o in occasione di iniziative di vigilanza.

Il rafforzamento della vigilanza sull'informativa finanziaria (primo obiettivo strategico) passa attraverso la definizione di un processo strutturato e integrato di controlli concernenti sia l'informativa continua sia l'integrità dell'informativa contabile e della qualità dei sistemi di controllo di gestione e di controllo interno degli emittenti. Attraverso tale processo ci si propone di intercettare segnali di anomalie che possono preludere a un brusco precipitare della situazione finanziaria al fine di scongiurare il rischio che da ciò derivino incentivi a espropriare gli azionisti di minoranza (spostando, ad esempio, gli *asset* "migliori" fuori dalla società) o a manipolare l'informazione finanziaria (per celare lo stato di salute dell'impresa e/o l'effetto di operazioni di trasferimento della ricchezza in favore degli azionisti di controllo).

La vigilanza si avvarrà di molteplici strumenti, tra i quali "allertatori" basati sull'andamento di indicatori di mercato (quali, ad esempio, le quotazioni dei Cds o gli *spread* sulle emissioni obbligazionarie), raccomandazioni diffuse dagli analisti finanziari ed elementi informativi acquisiti dagli organi di controllo interno. Azioni complementari al rafforzamento della vigilanza sull'informativa finanziaria includono quelle volte a migliorare l'informativa

continua resa dagli emittenti, con riguardo alla tempestività e alla analiticità dei contenuti, e la qualità dell'informazione derivata diffusa attraverso studi, raccomandazioni e giudizi di rating. Si tenderà altresì a uniformare e migliorare la vigilanza sull'informazione finanziaria delle società che manifestano i primi segnali di tensione nonché a dedicare particolare attenzione ai settori di attività più esposti alla attuale situazione congiunturale.

Nell'ambito dell'attuazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate l'Istituto intende rafforzare la vigilanza sulle procedure e sull'organo di controllo, tenuto a vigilare sulla conformità delle procedure stesse alle disposizioni regolamentari nonché sulla loro osservanza e a riferirne in assemblea.

Nel corso del 2011 proseguirà la verifica della qualità dei servizi di investimento prestati alla clientela. Verranno avviate specifiche iniziative di vigilanza sulle banche di media e grande dimensione, prestando particolare attenzione alle implicazioni delle scelte strategiche degli intermediari (in materia di politiche distributive, sistemi di incentivazione del personale, criteri di elaborazione del *budget*) sul comportamento concretamente tenuto nei rapporti con i clienti. L'individuazione di possibili anomalie nella condotta degli intermediari si avvarrà, inoltre, dell'analisi delle dinamiche della domanda e dell'offerta dei servizi di investimento, congiuntamente al monitoraggio degli operatori e dei prodotti che, sulla base delle evidenze disponibili, presentino profili di criticità significativi. L'azione dell'Istituto sarà volta a promuovere l'innalzamento della concorrenza e della qualità dei servizi di consulenza anche attraverso il proseguimento delle attività di supporto al Ministero dell'Economia e delle Finanze, intraprese nel 2010, relative all'istituzione e all'avvio dell'Organismo dei consulenti finanziari.

Con riguardo ai prodotti *non equity*, la Commissione intende rafforzare la qualità delle informazioni sugli scambi e il livello di trasparenza delle negoziazioni sui mercati secondari nonché ridefinire e implementare i modelli di vigilanza mediante il disegno di un approccio organico di controlli volto a valorizzare le sinergie ottenibili dalla condivisione del patrimonio informativo e delle azioni intraprese dalle varie unità organizzative dell'Istituto. Strumentale alla realizzazione di questo obiettivo è anzitutto il censimento e la classificazione dei prodotti per categorie omogenee per grado di rischio e facilità di disinvestimento: nel corso del 2011 proseguirà, quindi, la realizzazione di un database strutturato (e aggiornato in tempo reale) dei prodotti *non equity* distribuiti in Italia sulla base dei prospetti approvati dall'Istituto<sup>4</sup>. In secondo luogo, è cruciale migliorare il patrimonio informativo relativo agli scambi sui mercati secondari (mercati regolamentati, Mtf e internalizzatori sistematici): l'estensione degli obblighi di *transaction reporting* proposta

4 A seguito della revisione della Direttiva Prospetto, che comporterà la trasmissione alla Consob delle condizioni definitive afferenti ai prospetti approvati da altre autorità dell'UE e notificati alla Consob (cosiddetti prospetti passaportati), sarà possibile includere nel database anche i prodotti *non equity* distribuiti in Italia sulla base dei prospetti passaportati.

nell'ambito della revisione della MiFID e l'analisi della configurazione e del funzionamento dei sistemi di trasmissione ed esecuzione degli ordini utilizzati dagli intermediari nei diversi Mtf e dagli internalizzatori sistematici saranno alcuni degli strumenti impiegati per la realizzazione di tale obiettivo. L'arricchimento delle informazioni disponibili sia sulle caratteristiche sia sulle transazioni dei prodotti *non equity* si pone come presupposto della tempestiva individuazione delle offerte al pubblico che presentano maggiori criticità per la rischiosità e la complessità dei prodotti distribuiti nonché per le azioni di vigilanza necessarie per verificare il rispetto delle regole di condotta da parte degli intermediari collocatori.

La vigilanza sui prodotti *non equity* potrà, inoltre, essere potenziata se verranno approvate le proposte di modifiche alla MiFID avanzate dalla Commissione Europea in materia di estensione del regime di trasparenza agli strumenti finanziari *non equity* e miglioramento del consolidamento delle informazioni sulle negoziazioni.

Al fine di rafforzare l'efficacia dell'azione repressiva degli abusi di mercato, nel corso del 2011 l'Istituto intende modulare l'attività di *enforcement* sulla base di un principio di priorità, in virtù del quale le risorse disponibili verranno impiegate nell'accertamento e nella punizione delle condotte ritenute più gravi e maggiormente lesive dell'integrità del mercato. Si intende altresì migliorare l'utilizzo delle informazioni che pervengono all'Istituto in adempimento di obblighi di segnalazione in capo a diversi soggetti, rendendo più strutturata e integrata l'attività di controllo sugli stessi, nonché standardizzare il processo di identificazione delle tipologie di abusi più semplici facendo riferimento a indicatori e andamenti ricorrenti degli stessi. Con particolare riguardo al tema delle segnalazioni delle operazioni sospette, nel corso del 2011 si intende proseguire l'interazione con gli intermediari al fine di stimolare l'adozione di criteri e procedure che consentano di incrementare la qualità delle segnalazioni da inviare all'autorità di vigilanza. Con riferimento alla prevenzione degli abusi, la Commissione avvierà un esame sistematico della capacità degli emittenti quotati di garantire la confidenzialità delle informazioni (soprattutto in occasione di eventi societari rilevanti), attraverso strumenti di vigilanza informativa e ispettiva. L'azione di vigilanza sarà diretta, inoltre, a individuare e far cessare, attraverso misure cautelari e convocazioni degli intermediari, quelle attività che pur non configurando abusi risultano tuttavia lesive dell'integrità del mercato.

### 3 Le risorse e il finanziamento dell'Istituto

La crescente complessità dell'azione di vigilanza che l'Istituto è chiamato a esercitare ripropone la centralità del completamento della pianta organica e dell'adeguata formazione delle risorse.

La pianta organica della Consob prevede una dotazione massima di 715 risorse. L'organico effettivo è costituito attualmente da 575 dipendenti, di cui 45 con contratto a tempo determinato; nonostante nel 2010 siano state assunte 14 unità, destinate a entrambe le sedi, l'organico è diminuito di 3 risorse rispetto all'anno precedente per effetto della cessazione dal servizio di 17 dipendenti.

Negli anni precedenti l'esaurimento degli spazi disponibili a Roma e Milano (rispettivamente nell'immobile di proprietà, sito in Piazza Verdi, e nell'immobile in concessione dal Comune di Milano, sito in via Broletto) ha impedito alla Commissione di dare tempestivo corso al completamento della pianta organica. Tale impedimento è stato superato nel corso del 2010, quando si sono resi disponibili (sulla base di accordi di locazione conclusi nel 2009) un immobile, sito in via Campania, che potrà ospitare per la sede di Roma circa 100 risorse e, per quanto attiene agli uffici in Milano, parte di un immobile posizionato nelle immediate vicinanze dell'attuale sede di Via Broletto, che potrà ospitare circa 35 risorse. L'acquisizione di nuove unità immobiliari consentirà quindi di dare attuazione all'obiettivo di completamento della pianta organica.

Per quanto riguarda la gestione finanziaria, nel 2010 la spesa corrente si è attestata a poco più di 108 milioni di euro, in calo di 2 milioni rispetto all'omologo dato 2009. Tale diminuzione è riferibile alla contrazione delle spese per la Commissione e degli accantonamenti al Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni. Sono aumentate, invece, le spese informatiche di natura corrente, le spese per il personale e quelle per acquisizione di beni e servizi; queste ultime sono riconducibili essenzialmente agli oneri per la locazione e la gestione delle nuove sedi dell'Istituto a Roma e Milano. La spesa in conto capitale, pari a 3 milioni di euro, è diminuita di 0,2 milioni rispetto all'anno precedente; essa è riferibile essenzialmente ad acquisizioni di *hardware* e prodotti informatici.

Le entrate complessive del 2010 (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 117 milioni di euro circa, riferibili per il 93 per cento circa ai contributi di vigilanza, per l'uno per cento circa al Fondo a carico dello Stato e per il restante 6 per cento a entrate diverse (essenzialmente interessi attivi).

Nel corso del 2011 la Commissione intende avviare talune iniziative volte a rafforzare la trasparenza della propria azione. Tra queste meritano menzione l'istituzione di un collegio dei revisori, al quale saranno affidati compiti di riscontro della gestione, e l'adozione di nuovi schemi di bilancio preventivo e di conto consuntivo che consentano di meglio rappresentare la spesa riferibile all'attività delle diverse unità organizzative dell'Istituto. Particolare attenzione sarà dedicata, inoltre, alla definizione di misure di contenimento della spesa.





L'evoluzione del quadro di riferimento B



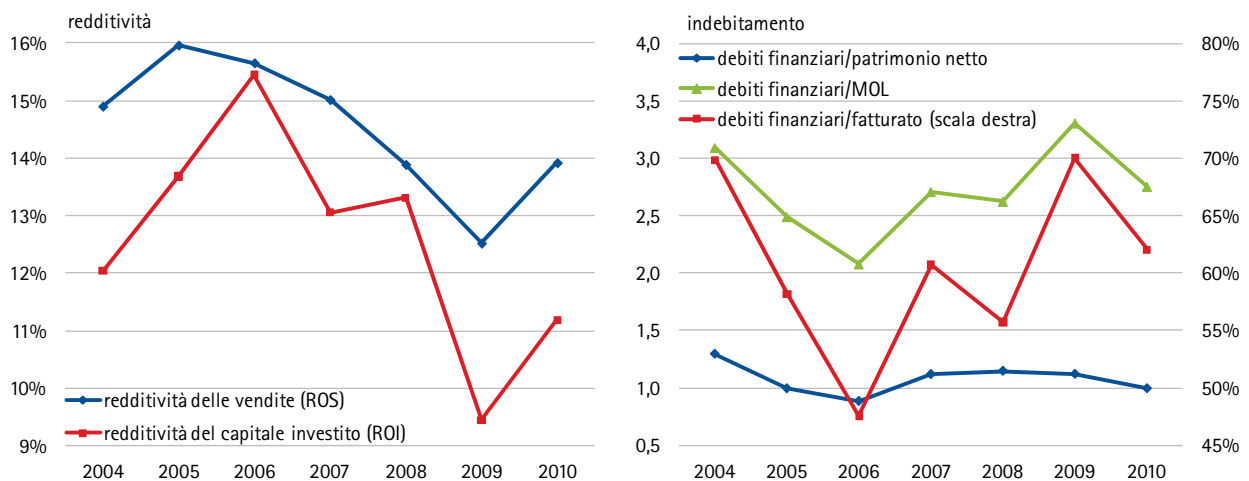


## 1 La struttura finanziaria e la redditività

I dati contabili preliminari per il 2010 dei principali gruppi quotati non finanziari italiani evidenziano una ripresa della redditività e dei ricavi, legata all'inversione ciclica e al miglioramento del quadro congiunturale.

La redditività del capitale investito è passata dal 9,4 per cento nel 2009 all'11,2 per cento circa nel 2010, mentre la redditività delle vendite dal 12,5 al 14 per cento circa. È rimasto, invece, piuttosto stabile il livello di indebitamento: il rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto si è attestato intorno all'unità; si è invece ridotto il rapporto fra debiti finanziari e MOL (dal 3,3 al 2,7 circa) e quello fra debiti finanziari e fatturato (dal 70 al 62 per cento; Fig. 1).

**Fig. 1** Indicatori di redditività e indebitamento dei principali gruppi quotati non finanziari italiani

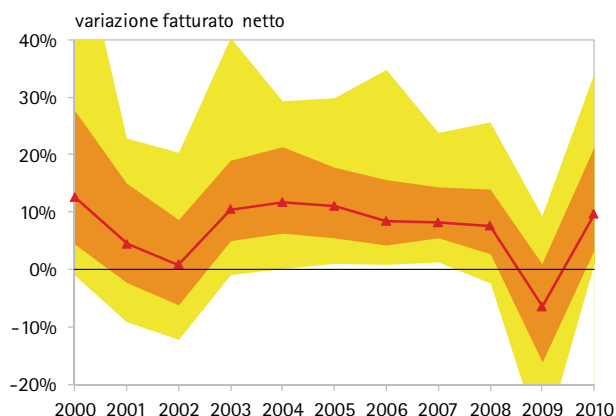
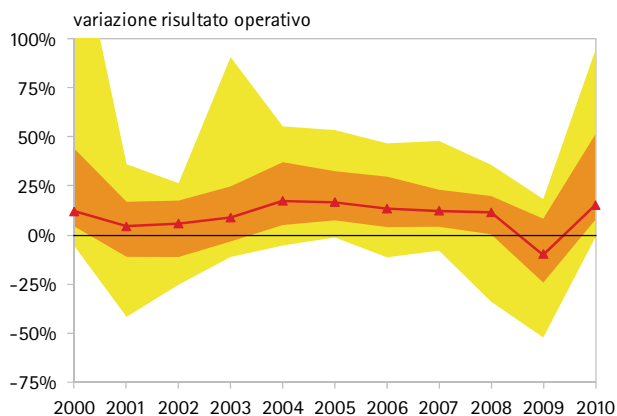


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S; i dati 2010 sono di fonte Worldscope. Confronta Note metodologiche.

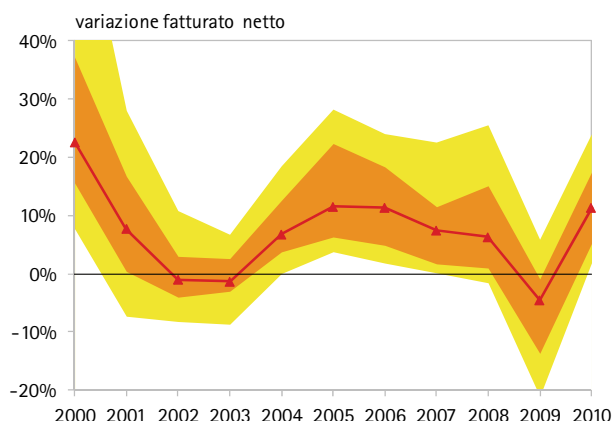
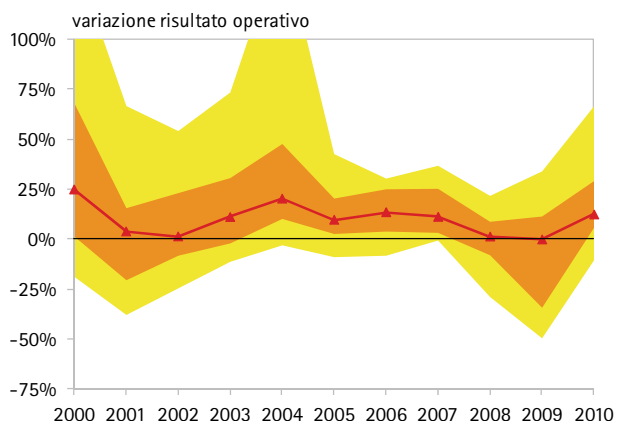
Circa i tre quarti dei grandi gruppi quotati hanno evidenziato una crescita dei ricavi e del risultato operativo rispetto al 2009; la crescita dei ricavi è stata tuttavia più marcata per i principali gruppi quotati non finanziari americani e dell'area euro (Fig. 2).

**Fig. 2 Reddittività operativa e crescita del fatturato delle imprese quotate non finanziarie**

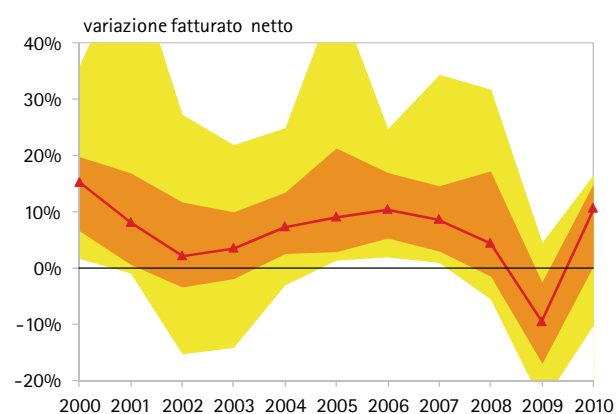
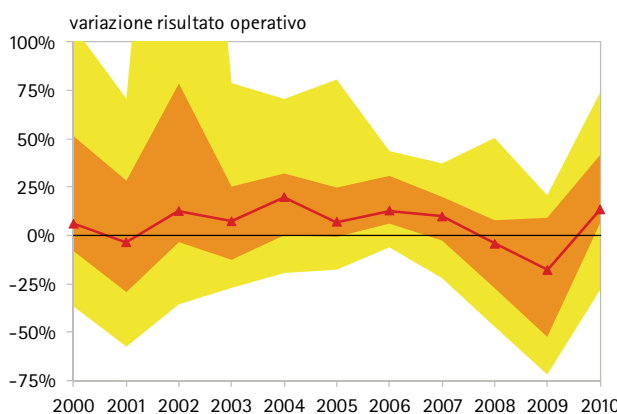
**USA**



**AREA EURO**



**ITALIA**

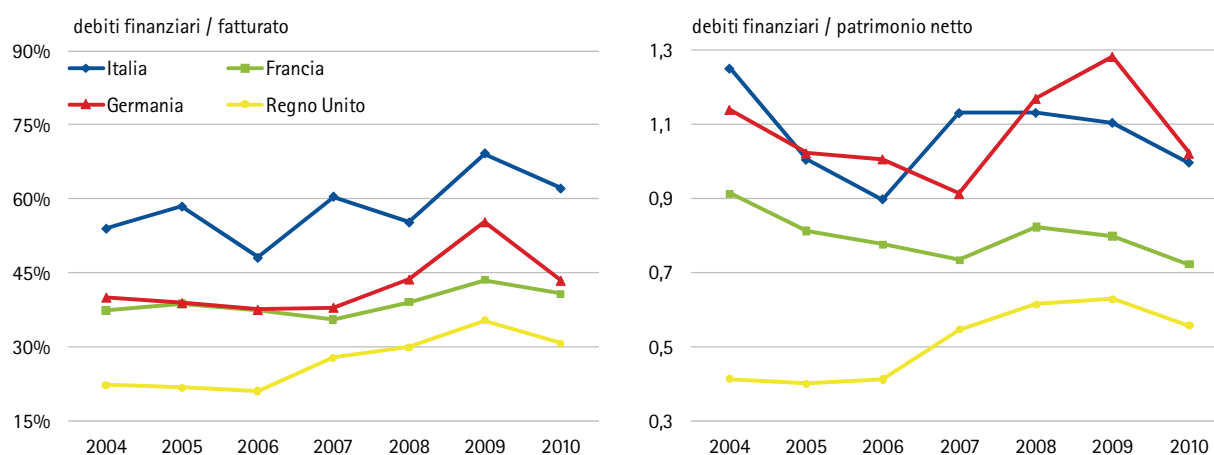


- range 90°- 10° percentile
- range interquartile
- ▲ mediana

Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle società dell'indice S&P 100 (Usa), Dow Jones Euro Stoxx 50 (area euro) e sui principali gruppi quotati italiani (campione di cui alla Fig. 1). La variazione annuale del risultato operativo è calcolata solo quando i valori sono entrambi positivi; la variazione annuale del fatturato è calcolata rispetto al dato *restated* dell'anno precedente.

Dati di bilancio riclassificati per rendere omogeneo il confronto fra diversi paesi, indicano che le società italiane continuano ad avere un livello di indebitamento più elevato rispetto a quello delle imprese quotate degli altri paesi avanzati europei. Nel 2010 il rapporto debiti finanziari/fatturato, infatti, anche se in calo rispetto al 2009, rimane ampiamente superiore rispetto a quello rilevabile in Francia, Germania e Regno Unito. Il rapporto fra debiti e patrimonio netto, invece, risulta in linea con quello osservato per le imprese tedesche, ma ancora fortemente superiore rispetto a quello delle imprese francesi e inglesi (Fig. 3).

**Fig. 3 Indicatori di indebitamento per i principali gruppi quotati non finanziari in alcuni paesi europei**



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per la Francia, la Germania e il Regno Unito dati relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2011; per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 1. I dati 2010 sono provvisori.

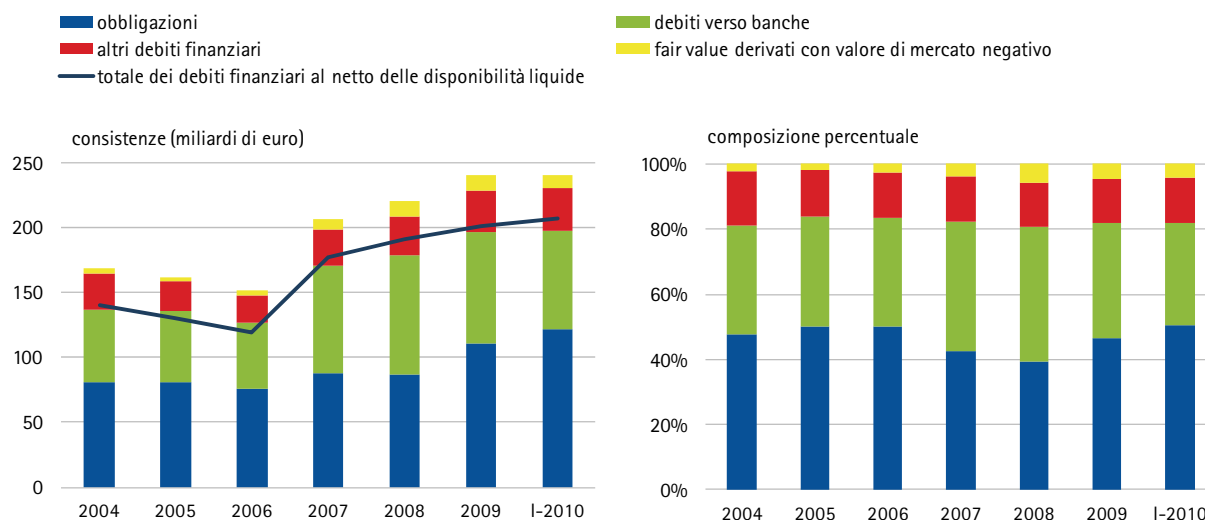
La composizione dei debiti finanziari a giugno 2010 evidenzia un ulteriore aumento del peso delle obbligazioni rispetto a dicembre 2009 (dal 46 al 50 per cento), a fronte di una riduzione del peso dei debiti verso banche (dal 35 al 31 per cento). Rimane stabile la quota degli altri debiti finanziari (14 per cento circa) e del *fair value* dei derivati con valore di mercato negativo (poco meno del 5 per cento; Fig. 4). Al netto delle disponibilità liquide, l'ammontare dei debiti finanziari è lievemente aumentato, passando da 201 a 207 miliardi di euro (+3 per cento circa).

I grandi gruppi quotati italiani, a fronte delle restrizioni delle condizioni di accesso al credito conseguenti alla crisi finanziaria, hanno accresciuto il ricorso al mercato dei capitali. L'ammontare delle obbligazioni dei principali gruppi quotati non finanziari è infatti aumentato del 9 per cento (da 111 a 121 miliardi di euro), mentre i debiti verso le banche sono diminuiti dell'11 per cento circa, passando da 85 a 75 miliardi di euro.

Nel 2010 è cresciuto il peso dei debiti a breve termine sul totale dei debiti finanziari (dal 21,1 per cento nel 2009 al 23,8 per cento nel 2010) mentre è rimasto stabile il peso dei debiti a breve sul fatturato (14,8 per cento circa). Si segnala, inoltre, l'aumento dal 5 al 5,8 per cento circa del costo medio del capitale di debito

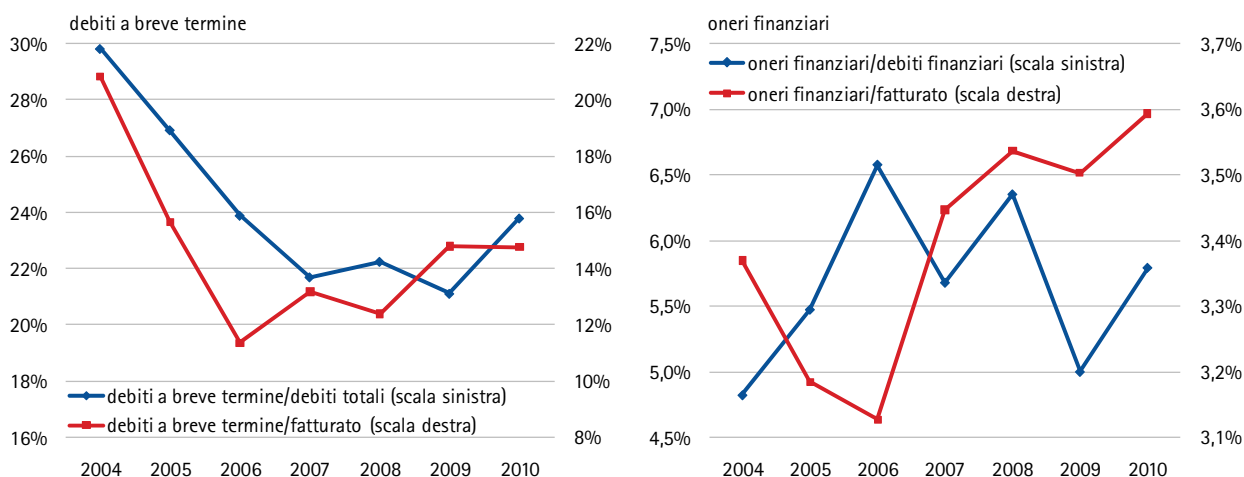
(rapporto fra oneri e debiti finanziari), mentre l'incidenza degli oneri sul fatturato è passata dal 3,5 per cento nel 2009 al 3,6 per cento circa nel 2010 (Fig. 5).

**Fig. 4 Composizione dei debiti finanziari dei principali gruppi quotati non finanziari italiani**



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/lfrs. Confronta Note metodologiche.

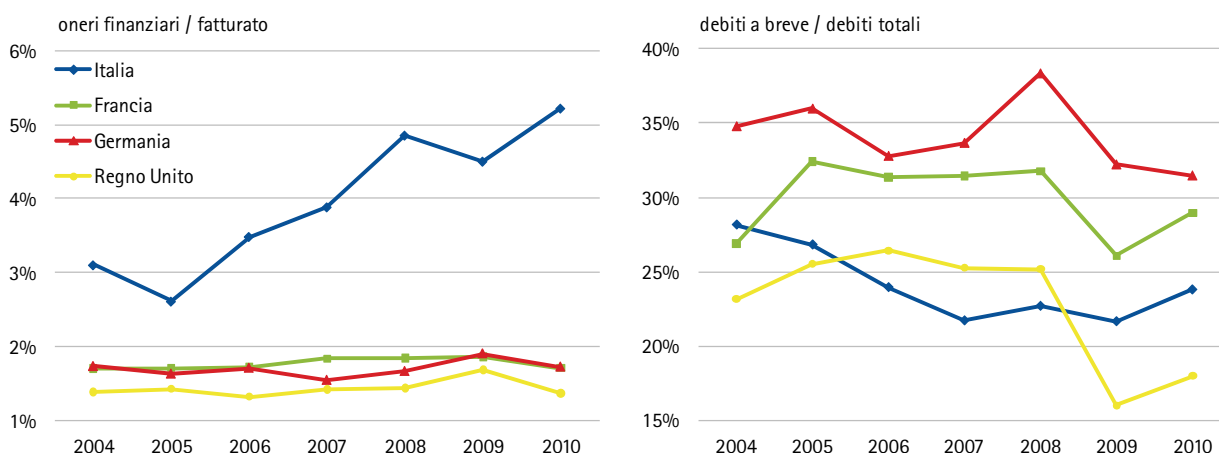
**Fig. 5 Incidenza dei debiti a breve termine e degli oneri finanziari per i principali gruppi quotati non finanziari italiani**



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S; i dati 2010 sono di fonte Worldscope. Confronta Note metodologiche.

Per le grandi imprese quotate italiane si rileva un'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato molto più consistente rispetto a quella rilevata negli altri principali paesi europei. La quota dell'indebitamento a breve termine rimane, invece, superiore solo rispetto a quella delle imprese inglesi (Fig. 6).

**Fig. 6 Incidenza degli oneri finanziari per i principali gruppi quotati non finanziari in alcuni paesi europei**

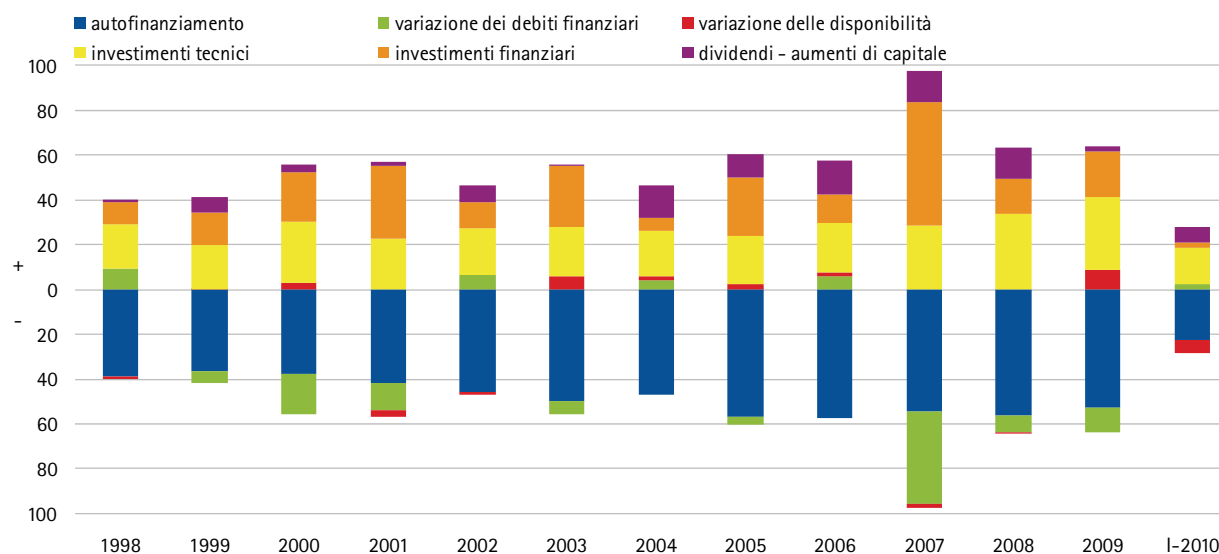


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per la Francia, la Germania e il Regno Unito dati relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2011; per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 1. I dati 2010 sono provvisori.

Nel primo semestre 2010 l'autofinanziamento ha rappresentato circa l'80 per cento del totale dei flussi di cassa in entrata dei principali gruppi quotati non finanziari italiani (Fig. 7); i dividendi distribuiti al netto degli aumenti di capitale sono stati pari a 7,3 miliardi di euro, contro 2 miliardi di euro nel 2009.

Le risorse finanziarie sono state impiegate per effettuare investimenti tecnici (16 miliardi di euro) e finanziari (2 miliardi di euro circa).

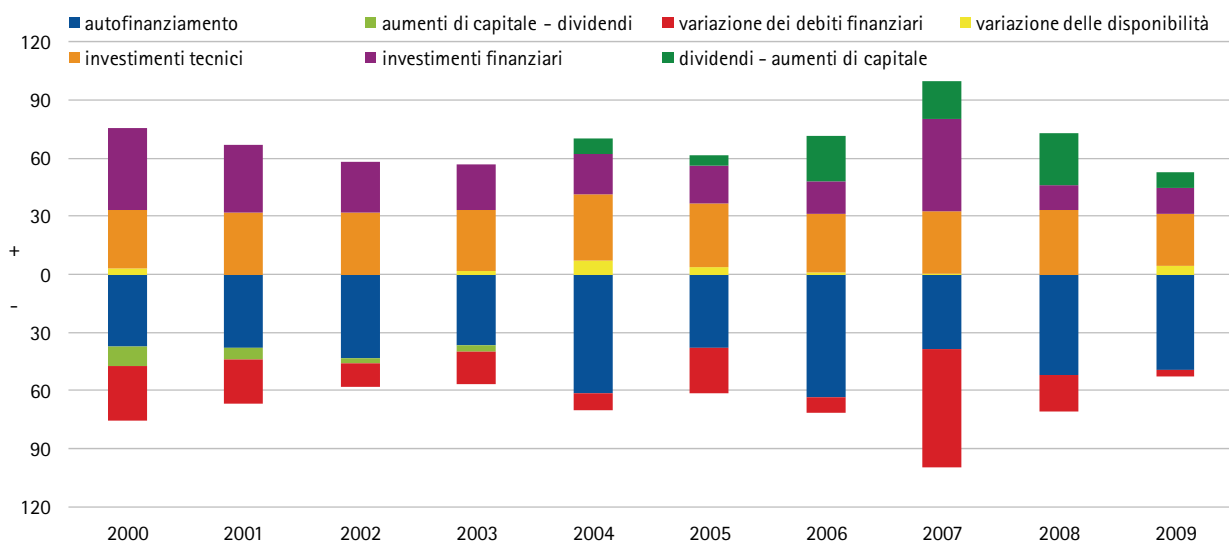
**Fig. 7 Impieghi (+) e fonti (-) di risorse finanziarie per i principali gruppi quotati non finanziari italiani (miliardi di euro)**



Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. Confronta Note metodologiche

Nel 2009 l'autofinanziamento rappresentava la fonte prevalente di risorse finanziarie (90 per cento circa sul totale dei flussi di cassa) per un campione di circa 2.000 imprese censite da Mediobanca, in parte coincidente con quello dei grandi gruppi quotati. Dal lato degli impieghi, l'ammontare degli investimenti tecnici è diminuito in modo rilevante (da 33 a 27 miliardi di euro; -19 per cento circa), mentre il controvalore degli investimenti finanziari è aumentato, anche se in modo lieve (da 12,5 miliardi di euro nel 2008 a 13,4 miliardi di euro nel 2009; +7 per cento circa). Le risorse finanziarie destinate agli azionisti (dividendi al netto degli aumenti di capitale) sono fortemente diminuite (da 27 a 8 miliardi di euro; -70 per cento; Fig. 8).

**Fig. 8 Impieghi (+) e fonti (-) di risorse finanziarie per le grandi imprese non finanziarie italiane**  
(miliardi di euro)



Fonte: Mediobanca, "Dati cumulativi di 2.025 società italiane", edizione 2010. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

## 2 Assetti proprietari e governo societario delle società quotate

Le evidenze sugli assetti proprietari delle società quotate italiane mostrano come il modello di controllo più diffuso sia quello solitario (Tav. 1). A fine 2010, quasi 2 società su 3 risultavano infatti controllate di diritto o di fatto da un unico azionista, titolare della maggioranza dei diritti di voto o in grado di esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria. Da un confronto nel medio termine, emerge come il peso in termini di capitalizzazione delle società controllate di diritto abbia subito una marcata flessione nell'ultimo triennio rispetto al 1998, sebbene la rappresentatività numerica delle società caratterizzate da questo modello di controllo non sia variata in misura sostanziale.



Il confronto tra i dati dell'ultimo triennio e il 1998 mette in luce come sia cresciuta l'importanza delle società a controllo coalizionale, la cui *governance* è definita da un accordo parasociale avente ad oggetto il capitale della quotata o della società non quotata che la controlla. Il peso delle società controllate da patto è cresciuto sia in termini di numerosità, essendo il loro numero quasi raddoppiato tra il 1998 e il 2010, che di quota sulla capitalizzazione, passata dall'8 al 12 per cento.

Anche per le società ad azionariato diffuso (non controllate) il confronto intertemporale evidenzia un *trend* positivo; nonostante la numerosità di tali società sia aumentata in misura marginale, il loro peso sulla capitalizzazione è cresciuto in modo significativo, passando dal 16 per cento del 1998 al 20 per cento del 2010.

Il fenomeno delle cooperative quotate non mostra invece cambiamenti significativi. Le 8 società cooperative quotate a fine 2010, tutte operanti nel settore finanziario, rappresentano meno del 4 per cento della capitalizzazione del mercato.

Complessivamente, i dati sugli assetti proprietari evidenziano la prevalenza di modelli di controllo accentrati, pur delineando una maggiore diffusione rispetto al passato di strutture proprietarie più aperte (società controllate da patto e società non controllate), che caratterizzano a fine 2010 circa un terzo del mercato.

**Tav. 1 Modelli di controllo delle società italiane quotate in Borsa**

(situazione al 31 dicembre)

	Società controllate di diritto		Società controllate di fatto		Società controllate da patto <sup>2</sup>		Società cooperative		Società non controllate <sup>3</sup>		Totale	
	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>
1998	122	31,2	34	40,8	28	8,3	10	3,1	22	16,6	216	100,0
2008	137	17,4	55	48,8	57	13,4	8	5,2	32	15,2	289	100,0
2009	135	16,5	50	38,3	57	15,1	8	4,4	29	25,7	279	100,0
2010	129	20,6	49	43,2	53	12,1	8	3,4	32	20,7	271	100,0

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. <sup>1</sup> Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun modello di controllo e la capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa. <sup>2</sup> Sono state classificate in questa categoria: (i) le società quotate, non controllate da un unico azionista, su cui alla data del 31 dicembre esisteva un accordo parasociale avente ad oggetto almeno il 20 per cento del capitale sociale; (ii) le società quotate che sono controllate da una società non quotata, non controllata da un unico azionista, sul cui capitale esisteva alla data del 31 dicembre un patto parasociale avente ad oggetto la maggioranza del capitale. <sup>3</sup> Categoria residuale che comprende le società non assimilabili a nessuno dei precedenti modelli di controllo.

In linea con quanto osservato per i modelli di controllo, i dati sulle partecipazioni rilevanti evidenziano un'elevata concentrazione proprietaria, che è rimasta sostanzialmente stabile nel corso dell'intero periodo considerato (Tav. 2).

La quota media detenuta dal primo azionista è pari a circa il 45 per cento del capitale ordinario con diritto di voto, in linea con i valori assunti

negli ultimi 3 anni e di poco inferiore al valore del 46,7 per cento registrato nel 1998.

**Tav. 2 Concentrazione proprietaria delle società italiane quotate in Borsa<sup>1</sup>**  
(situazione al 31 dicembre)

	Primo azionista	Altri azionisti rilevanti	Mercato <sup>2</sup>
1998	46,7	14,1	39,2
2008	45,5	18,3	36,2
2009	45,7	17,0	37,4
2010	44,9	18,0	37,1

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. <sup>1</sup> Media della quota di capitale ordinario con diritto di voto di tutte le società italiane quotate in Borsa. <sup>2</sup> Media della quota del capitale ordinario non detenuta da azionisti rilevanti.

In direzione opposta e di intensità più apprezzabile è l'evoluzione della partecipazione complessivamente detenuta dagli altri azionisti rilevanti, che mostra un incremento nell'ultimo triennio rispetto ai valori registrati nel 1998, passando dal 14 al 18 per cento.

L'azionariato diffuso, misurato dalla quota degli azionisti che detengono partecipazioni inferiori alla soglia di trasparenza proprietaria del 2 per cento, risultava pari a circa il 37 per cento del capitale nel 2010, in linea con i valori assunti negli ultimi anni e di poco inferiore alle rilevazioni per il 1998.

Con riferimento alla partecipazione al capitale nelle società quotate italiane da parte degli investitori istituzionali rilevanti, i dati mostrano un leggero aumento della percentuale di società in cui questi soggetti sono presenti, passata dal 41 per cento nel 1998 al 44 per cento nel 2010 (Tav. 3). La quota media detenuta appare piuttosto stabile nel corso degli anni considerati.

**Tav. 3 Partecipazione al capitale degli investitori istituzionali rilevanti<sup>1</sup>**  
(situazione al 31 dicembre; dati in percentuale)

	1998	2008	2009	2010
Società con investitori istituzionali italiani o esteri con partecipazioni rilevanti <sup>2</sup>	41	49	51	44
Quota media investitori istituzionali italiani o esteri rilevanti <sup>3</sup>	7,1	7,2	6,8	7,0
Società con investitori istituzionali italiani con partecipazioni rilevanti <sup>2</sup>	26	14	12	8
Quota media investitori istituzionali italiani rilevanti <sup>3</sup>	3,9	5,7	4,4	5,1
Società con investitori istituzionali esteri con partecipazioni rilevanti <sup>2</sup>	25	42	44	39
Quota media investitori istituzionali esteri rilevanti <sup>3</sup>	7,5	6,6	6,6	6,8

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. <sup>1</sup> Investitori istituzionali che detengono almeno il 2 per cento del capitale ordinario con diritto di voto. <sup>2</sup> Rapporto tra il numero di società in cui gli investitori istituzionali detengono una partecipazione rilevante e il totale delle società italiane quotate in ciascuno degli anni considerati. <sup>3</sup> Quota media di capitale ordinario detenuta dagli investitori istituzionali nelle società in cui questi sono presenti.

Suddividendo gli investitori istituzionali in base alla nazionalità (investitori istituzionali italiani o esteri), emergono evidenze non omogenee. In particolare, i dati mostrano una sensibile riduzione del numero di società in

cui gli investitori istituzionali italiani sono presenti. Nel 1998 gli investitori italiani erano presenti in circa una società su quattro, mentre nel 2010 sono presenti solo nell'8 per cento delle società quotate. Tuttavia, la quota in media detenuta nelle società in cui investono risulta in crescita.

Diversamente, la presenza di investitori istituzionali stranieri rilevanti nel capitale delle società quotate è aumentata. Nel 1998 gli investitori istituzionali esteri erano presenti in una società su quattro, mentre a fine 2010 le società con almeno un investitore istituzionale rilevante nel capitale erano quasi il 40 per cento del totale delle società quotate. La quota media di partecipazione ha subito invece una leggera flessione nel corso del periodo considerato, anche se risulta piuttosto stabile nell'ultimo triennio.

I dati sulla partecipazione in assemblea degli investitori istituzionali confermano differenze di comportamento tra investitori italiani ed esteri (Tav. 4). La quota media degli investitori istituzionali che hanno partecipato alle assemblee del 2009 è pari al 3,7 per cento del capitale rappresentato in assemblea, con una quota di pertinenza degli investitori esteri del 3 per cento. Il valore mediano risulta invece zero per entrambe le categorie di investitori istituzionali. In media, sono intervenuti in assemblea 68 azionisti, di cui 30 investitori istituzionali. Tuttavia, il valore mediano del numero di investitori istituzionali, pari a zero, indica che in più della metà delle società quotate italiane non è intervenuto nessun investitore istituzionale.

**Tav. 4 Partecipazione alle assemblee delle società italiane quotate in Borsa da parte degli investitori istituzionali**

		Numero di partecipanti		Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea		
		totale	investitori istituzionali	quota investitori istituzionali italiani	quota investitori istituzionali esteri	quota investitori istituzionali
Tutte le società quotate	media	68	30	0,7	3,0	3,7
	min	1	0	0,0	0,0	0,0
	max	1.889	689	25,7	67,0	71,5
	mediana	15	0	0,0	0,0	0,0
Ftse Mib e Mid Cap	media	167	84	1,0	6,6	7,5
	min	3	0	0,0	0,0	0,0
	max	1.889	689	14,9	67,0	71,5
	mediana	51	31	0,0	3,1	3,6

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci tenutesi nel 2009. Sono escluse le società cooperative.

Guardando alle società di maggiori dimensioni (società appartenenti agli indici Ftse Mib e Mid Cap), i dati evidenziano un maggiore attivismo da parte degli investitori istituzionali, in particolare di quelli esteri. In media gli investitori istituzionali intervenuti detenevano il 7,50 per cento del capitale presente in assemblea, con una quota del 6,55 per cento appartenente agli investitori esteri. Il valore mediano della quota degli investitori esteri sul capitale presente è 3,10 per cento, mentre è pari a zero per gli investitori

istituzionali italiani. Con riferimento al numero di partecipanti, i dati mostrano che in media sono intervenuti nelle assemblee delle società di maggiori dimensioni 167 azionisti e 84 investitori istituzionali. Il valore mediano del numero di investitori istituzionali presente è pari a 31.

Con riguardo agli organi di amministrazione, si rileva una correlazione tra settore di attività e composizione dell'organo (Tav. 5). Le società operanti nel settore finanziario (38 società con una capitalizzazione pari al 36 per cento del mercato) hanno organi di amministrazione più numerosi (in media sono presenti 13,53 componenti) e con una maggiore presenza di amministratori indipendenti (così come definiti dal Tuf e dal Codice di Autodisciplina delle società quotate) e di amministratori di minoranza. Al contrario, nelle società industriali gli organi di amministrazione sono meno numerosi (il numero medio di componenti è 9) e con una minore rappresentanza sia di amministratori indipendenti (in media, il 31 per cento degli amministratori è indipendente secondo la definizione del Tuf; il 40 per cento è indipendente secondo la definizione del Codice) che di minoranza (0,44 in media). Il settore dei servizi si colloca in una posizione intermedia, con l'eccezione del dato relativo al numero medio di amministratori di minoranza, che risulta pari a quello delle società finanziarie (0,76). Questo risultato probabilmente si spiega considerando che tra le società appartenenti al settore dei servizi vi sono molte società privatizzate, alle quali è da più tempo applicabile il regime del voto di lista, previsto dalla legge sulle privatizzazioni.

**Tav. 5 Composizione degli organi di amministrazione delle società italiane quotate in Borsa nel 2009 in relazione al settore di attività**

(situazione al 31 dicembre 2009)

Settore	Numero società	Peso <sup>1</sup>	Numero medio di componenti del consiglio di amministrazione	Percentuale amministratori indipendenti da TUF <sup>2</sup> (valore medio)	Percentuale amministratori indipendenti da Codice di autodisciplina <sup>3</sup> (valore medio)	Numero medio amministratori di minoranza
Finanziario	38	36	13,53	53	56	0,76
Holding	22	2	10,50	44	47	0,59
Industriale	155	38	9,05	31	40	0,44
Servizi	63	25	9,71	37	48	0,76
Totale	278	100	9,93	37	44	0,57

Fonte: Relazioni di *corporate governance* delle società quotate. <sup>1</sup> Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società appartenenti a ciascun settore e la capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa. <sup>2</sup> Si fa riferimento alla definizione di indipendenza ex art. 148, c. 3, del Tuf. <sup>3</sup> Si fa riferimento alla definizione di indipendenza del Codice di autodisciplina delle società quotate, criterio applicativo 3.C.1.

Per ciò che riguarda le remunerazioni corrisposte dalle società quotate agli amministratori delegati, si osserva una riduzione dei compensi nel corso del triennio 2007-2009 di circa il 27 per cento (Tav. 6). Il *trend* decrescente riguarda tutte le voci della remunerazione, con l'esclusione dei benefici non monetari, ed è particolarmente evidente per le voci "Bonus e altri incentivi" e "Altri compensi" (che si sono ridotte, rispettivamente, del 48 per

cento e del 38 per cento circa). In tutti gli anni analizzati, le voci più significative sono rappresentate da "Emolumenti per la carica" e da "Altri compensi", che rappresentano in media, rispettivamente, il 43 per cento e il 33 per cento dell'intero compenso.

**Tav. 6 Compensi corrisposti agli amministratori delegati di un campione di società italiane quotate in Borsa<sup>1</sup>**  
(valori monetari in milioni di euro)

	Emolumenti per la carica		Benefici non monetari		Bonus e altri incentivi		Altri compensi		Compenso totale	
	totale <sup>2</sup>	peso <sup>3</sup>	totale <sup>2</sup>	peso <sup>3</sup>	totale <sup>2</sup>	peso <sup>3</sup>	totale <sup>2</sup>	peso <sup>3</sup>	totale <sup>2</sup>	peso <sup>3</sup>
2007	134,8	39	2,8	1	87,3	25	123,9	35	349,7	100
2008	128,9	43	5,3	2	65,9	22	99,6	33	299,6	100
2009	129,2	51	3,6	1	45,6	18	77,1	30	255,4	100

Fonte: Informazioni fornite dagli emittenti nelle note al bilancio ai sensi dell'art. 78 del Regolamento Emittenti, utilizzando gli appositi schemi previsti dall'Allegato al Regolamento 3C. <sup>1</sup> Si tratta di 267 società nel 2007, 263 nel 2008, 258 nel 2009. Quando le società non prevedono la figura dell'amministratore delegato, si è fatto riferimento ai soggetti che, in virtù delle deleghe conferite, svolgono funzioni analoghe a quelle dell'amministratore delegato. <sup>2</sup> Somma dei compensi corrisposti. <sup>3</sup> Rapporto percentuale calcolato rispetto al compenso complessivo corrisposto nell'anno.

Come in passato, il fenomeno dell'*interlocking* continua a caratterizzare la struttura dei consigli di amministrazione delle società quotate (Tav. 7). Circa il 74 per cento delle società quotate ha un consiglio composto da almeno un membro che ha incarichi in altre società quotate. Il fenomeno dell'*interlocking* è particolarmente rilevante in 45 società, dove oltre il 50 per cento dei componenti del consiglio ha cariche in altre società quotate. Tra le società finanziarie, solo il 12 per cento non è interessata dal fenomeno dell'*interlocking*, mentre, tra le società non finanziarie, tale quota sale al 29 per cento.

**Tav. 7 Società quotate in Borsa interessate da *interlocking*<sup>1</sup>**

Quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica	Società non finanziarie		Società finanziarie	
	numero	peso <sup>2</sup>	numero	peso <sup>2</sup>
< 25%	60	27	18	37
dal 25 al 50%	63	28	16	33
dal 50 al 75%	30	13	8	16
> 75%	6	3	1	2
<b>Totale</b>	<b>159</b>	<b>71</b>	<b>43</b>	<b>88</b>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Dati relativi a tutte le società quotate in Borsa al 31 dicembre 2010. <sup>2</sup> Percentuale sulla capitalizzazione totale del settore.

Con riferimento ai sistemi di amministrazione e controllo adottati dalle società italiane quotate in Borsa, si evidenzia la netta prevalenza del modello tradizionale, adottato da 261 società su 271, seguito dal dualistico, adottato da 7 società, e dal monistico, sistema in essere solo presso 3 società quotate (Tav. 8).

**Tav. 8 Sistemi di amministrazione e controllo adottati dalle società italiane quotate in Borsa**

(situazione al 31 dicembre 2010)

Modello	Numero società	Peso <sup>1</sup>
Tradizionale	261	91,7
Dualistico	7	8,2
Monistico	3	0,1
Totale	271	100,0

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società appartenenti a ciascun modello e la capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società italiane quotate in Borsa.

### 3 La qualità del credito

I diversi indicatori sulla qualità del credito (revisioni dei rating, tassi di insolvenza, quotazioni dei Cds e stime della probabilità di *default*) segnalano un'evoluzione complessivamente positiva della situazione delle imprese nel 2010, soprattutto nel settore *corporate*.

Per ciò che riguarda le rating *action*, si è registrata una tendenza alla riduzione della differenza fra numero delle revisioni al ribasso (*downgrades*) e numero delle revisioni al rialzo (*upgrades*) del rating (Fig. 9).

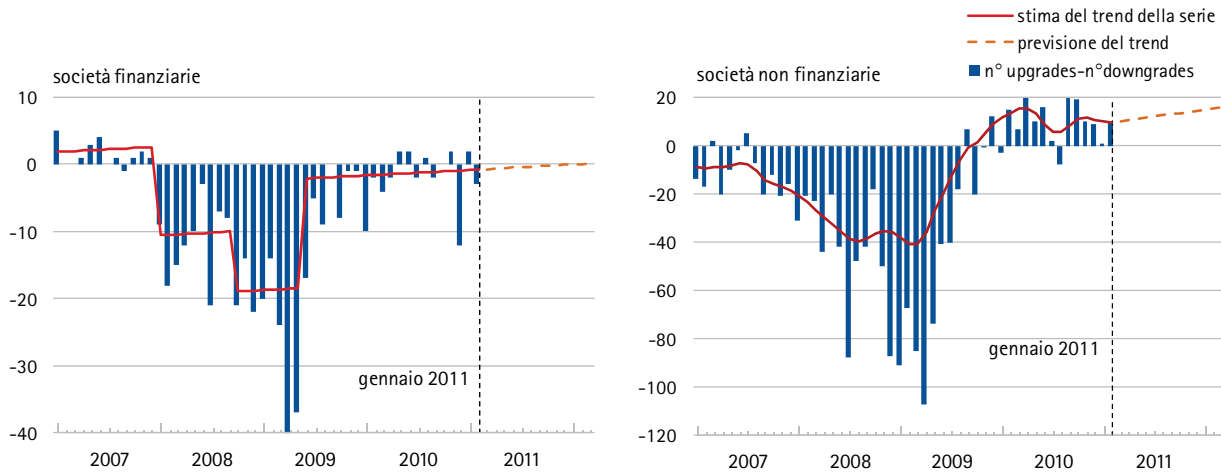
Sulla base dei dati dell'agenzia Moody's, negli Usa gli *upgrades* delle società non finanziarie hanno superato i *downgrades* per quasi tutto 2010. Per le società finanziarie la differenza complessiva fra revisioni al rialzo e revisioni al ribasso, pur rimanendo di segno negativo (-15), si è attestata su livelli superiori rispetto a quelli rilevati nel 2009 (-166).

In Europa, la differenza fra *downgrades* e *upgrades* nel 2010 è stata pari a 38 (contro 140 nel 2009) per le società *corporate* e a 129 (contro 274) per le società finanziarie. Il numero delle revisioni al ribasso è aumentato soprattutto nella seconda metà dell'anno, a seguito della crisi del debito sovrano che ha influenzato negativamente anche l'andamento dei mercati azionari (si veda il Capitolo II "I mercati"). In particolare, la differenza fra il numero delle revisioni al ribasso e il numero delle revisioni al rialzo ha raggiunto il suo punto di massimo (25) a luglio 2010 per le società *corporate*, mentre per le imprese del settore finanziario il valore massimo è stato raggiunto a ottobre (39).

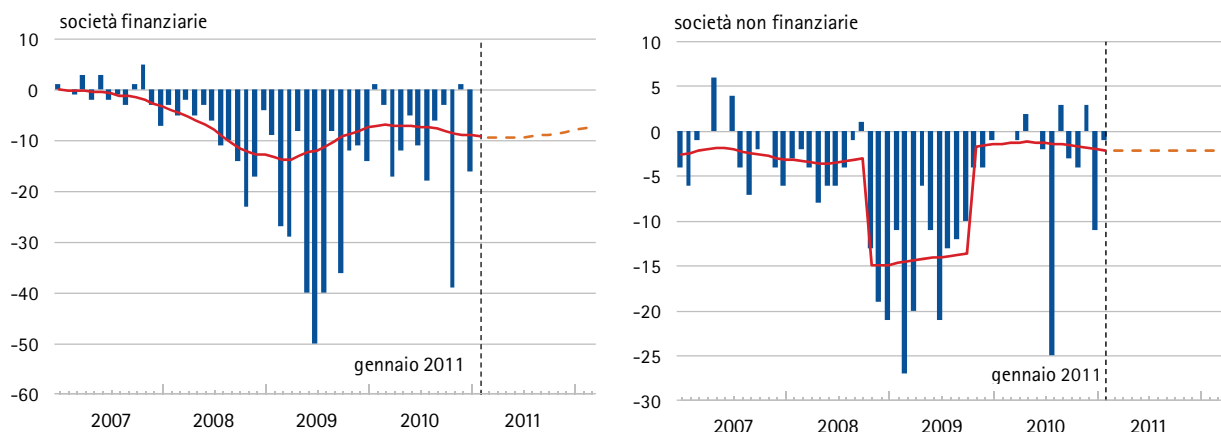
Coerentemente con l'evoluzione favorevole dei dati sulle revisioni del rating, si è ridotto drasticamente il numero delle obbligazioni classificate in *default*, che è sceso da 265 nel 2009 a 57 nel 2010. Conseguentemente, anche il valore dei *bonds* in *default* ha subito una flessione rilevante, passando da 329 a 39 miliardi di dollari Usa (-88 per cento circa; Fig. 10).

**Fig. 9 Differenza fra upgrade e downgrade**  
(dati mensili; dicembre 2006 - gennaio 2011)

**USA**

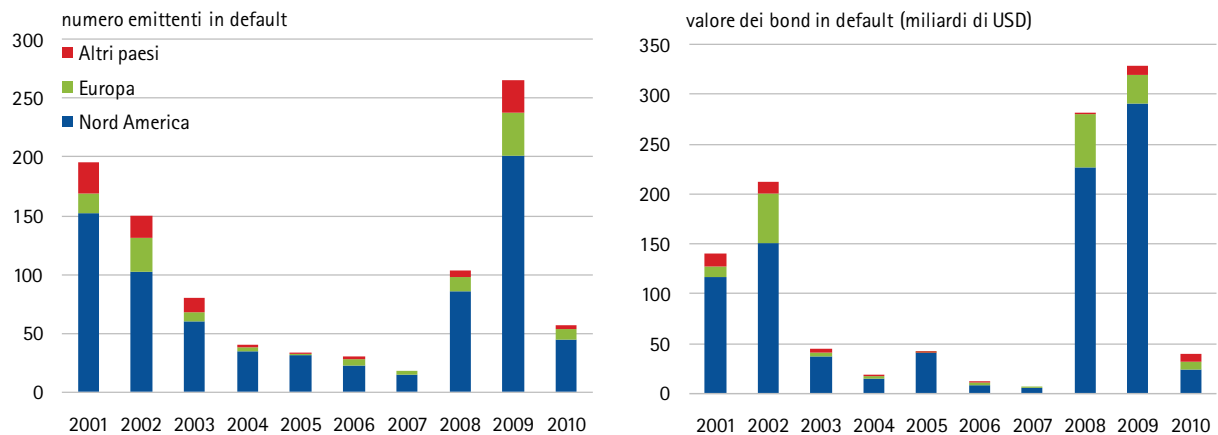


**EUROPA**



Fonte: elaborazioni su dati Moody's. La componente di lungo periodo è stimata attraverso tecniche non parametriche di analisi delle serie storiche.

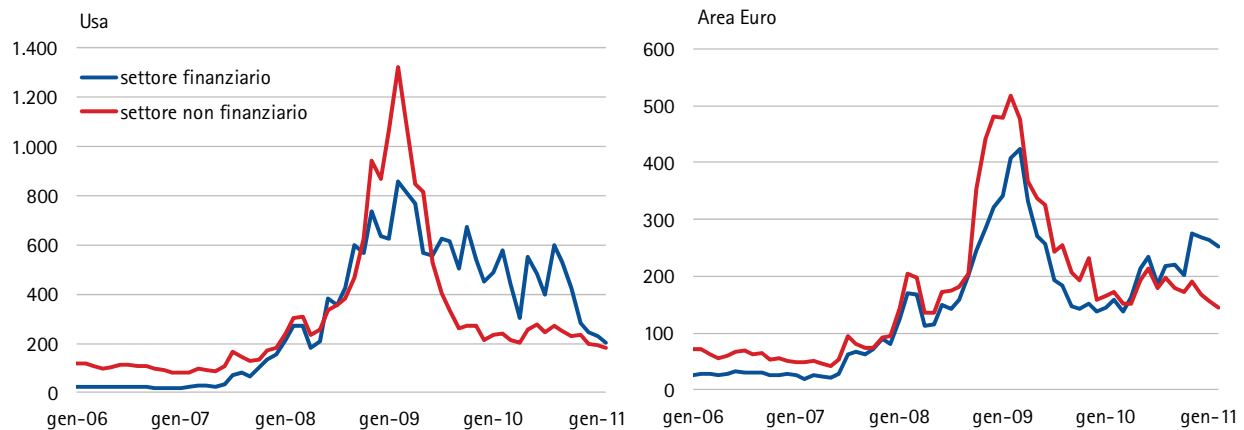
**Fig. 10 Corporate bond in default per area geografica**



Fonte: Moody's.

Anche il costo della protezione dal rischio di insolvenza ha evidenziato una tendenza alla flessione. Le quotazioni dei *credit default swap* (Cds) sono diminuite soprattutto negli Usa, pur attestandosi su livelli superiori a quelli rilevati prima della crisi di Lehman (Fig. 11).

**Fig. 11** Quotazioni dei contratti di *credit default swap* con scadenza a 5 anni su emittenti quotati (punti base; dati mensili da gennaio 2006 a febbraio 2011)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. 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.

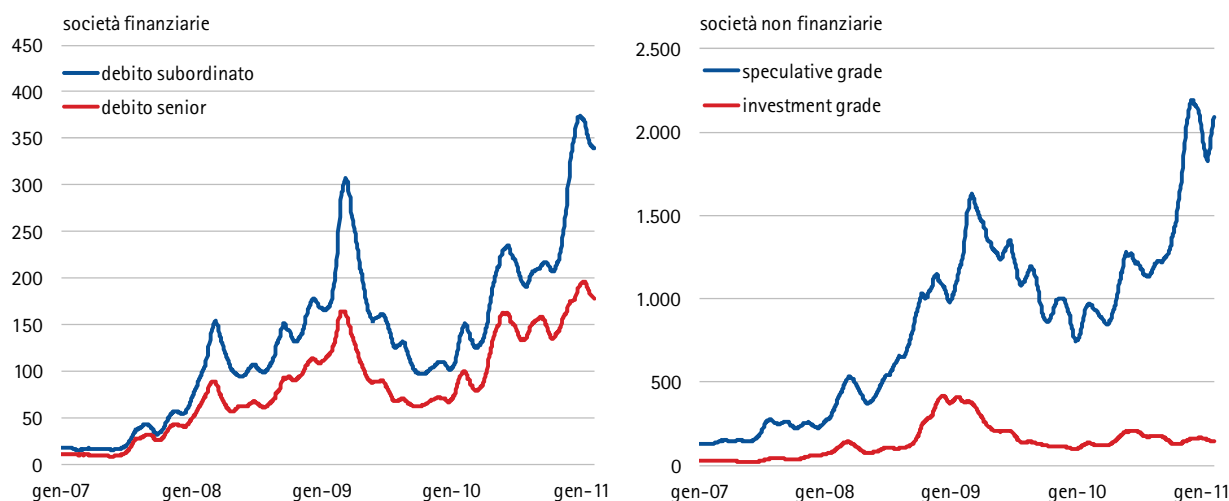
Le quotazioni medie dei Cds con scadenza a 5 anni delle società finanziarie americane hanno subito una significativa flessione, passando da circa 450 punti base a dicembre 2009 a 240 punti base a dicembre 2010. Il costo medio della protezione dal rischio di insolvenza nel settore *corporate* si è mantenuto al di sotto dei 300 punti base durante tutto il corso del 2010; la quotazione media dei Cds era stata pari, invece, nel 2009 a circa 620 punti base.

In Europa le quotazioni dei Cds delle imprese finanziarie sono aumentate in corrispondenza dell'emergere delle tensioni sul debito sovrano dei paesi periferici dell'area dell'euro a partire dal secondo semestre del 2010. Il costo della protezione dal rischio di insolvenza ha mostrato, invece, un *trend* decrescente per le società *corporate*.

In Italia sono cresciute in maniera significativa le quotazioni dei Cds relative alle principali banche quotate (soprattutto sul debito subordinato) e sul debito speculativo del settore *corporate* (Fig. 12).



**Fig. 12 Quotazioni dei contratti di *credit default swap* con scadenza a 5 anni su emittenti quotati italiani**  
(punti base; dati giornalieri dal 24/01/2007 al 28/02/2011)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters (media mobile su 20 giorni). 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.

Le probabilità di *default* stimate tramite modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza sono progressivamente diminuite negli Usa e, in misura più lieve, in Europa (Fig. 13).

Da febbraio 2010 a febbraio 2011, la probabilità di *default* mediana delle società quotate americane (50° percentile della distribuzione di probabilità di *default*) è scesa dal 2,1 all'1,2 per cento circa nel settore finanziario e dall'1,6 allo 0,8 nel settore *corporate*.

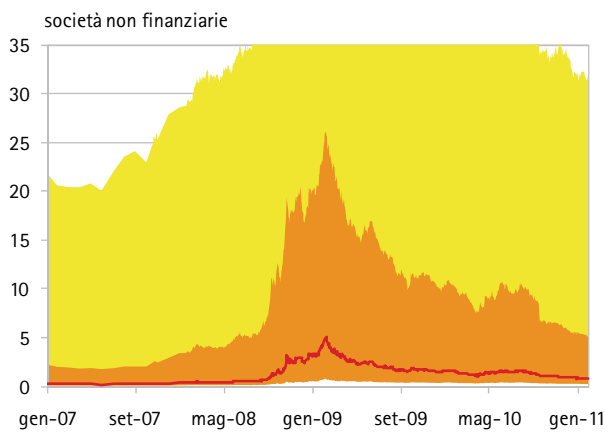
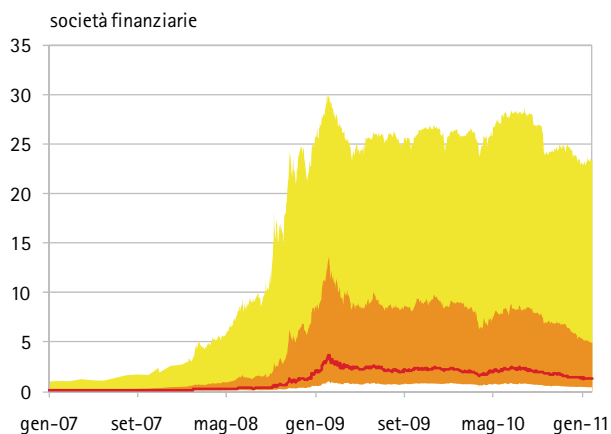
In Europa, la probabilità di *default* mediana è scesa allo 0,8 per cento a febbraio 2010 (contro 0,5 per cento a febbraio 2011) nel settore non finanziario ed è rimasta stabile attorno allo 0,3 circa per le società finanziarie.

In Italia, è diminuita la probabilità mediana solo del settore non finanziario (dall'1,3 a febbraio 2010 allo 0,8 a febbraio 2011), mentre è aumentata, anche se in modo lieve, nel settore finanziario (dallo 0,6 allo 0,8 per cento circa nello stesso periodo di tempo).

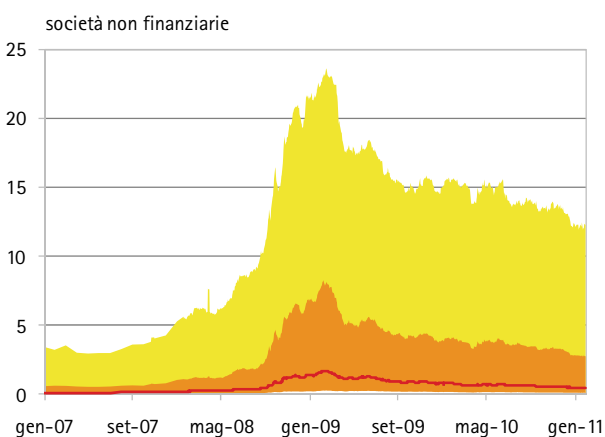
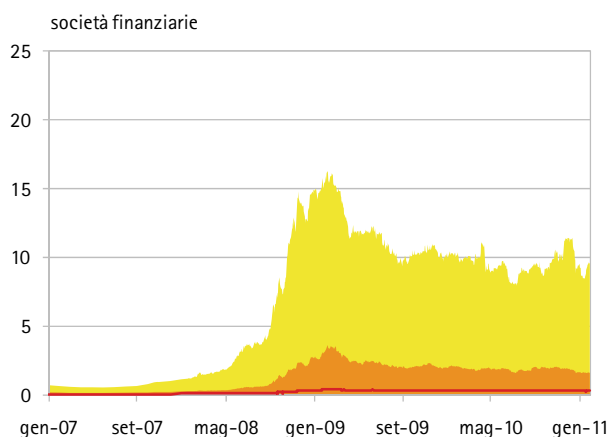
Nel corso del 2010 le quotazioni teoriche dei *credit default swap* per le società quotate *corporate*, stimate da Moody's sulla base di modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza, non hanno subito variazioni significative. La mediana delle quotazioni delle società appartenenti alla categoria di credito più rischiosa (rating equivalente a C-CCC) ha raggiunto circa 900 punti base a dicembre 2010 (contro poco più di 800 punti base a dicembre 2009; Fig. 14).

**Fig. 13 Distribuzione della probabilità di default delle società quotate**  
 (valori percentuali; dati giornalieri dal 31/01/2007 al 28/02/2011)

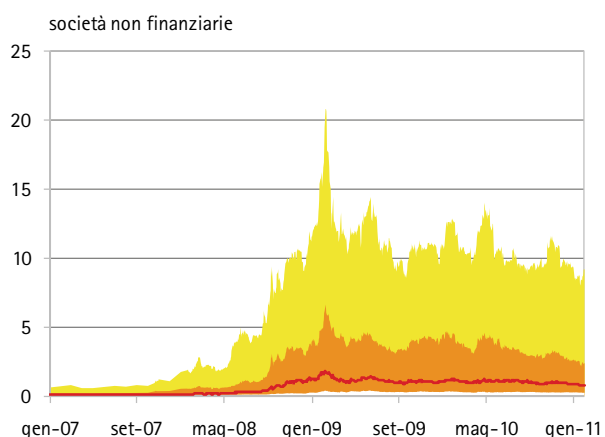
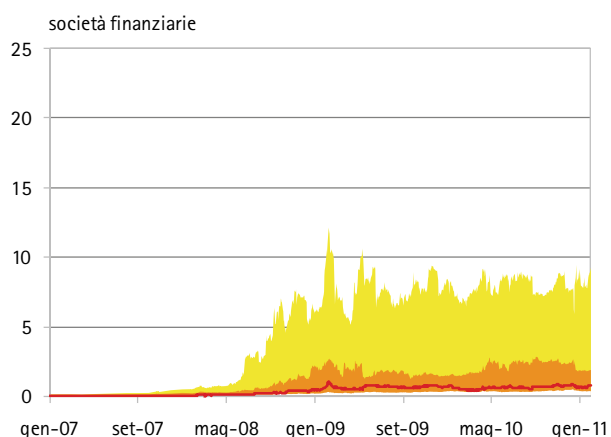
**USA**



**EUROPA**



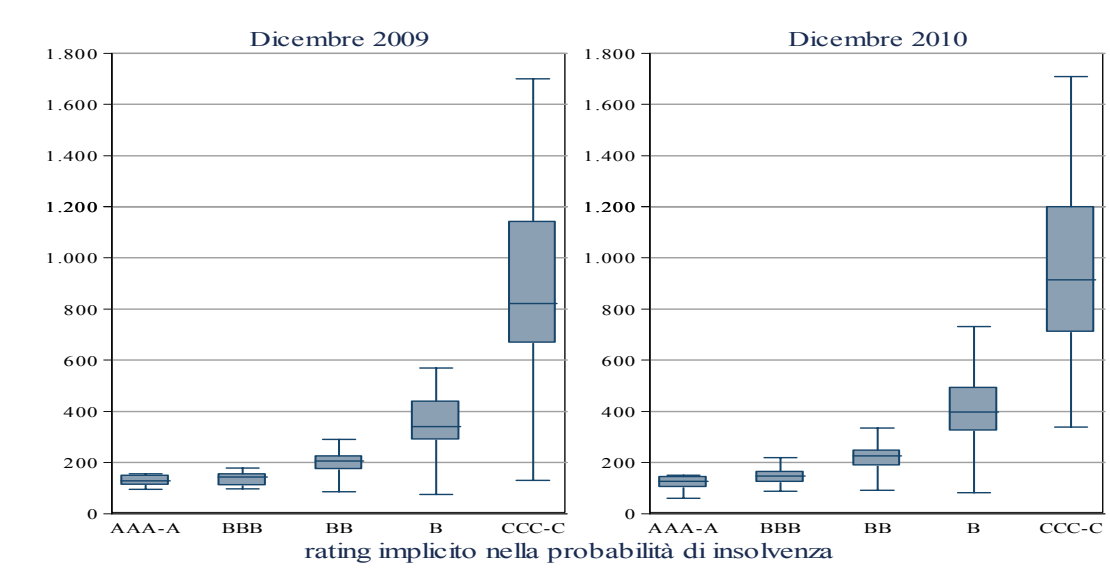
**ITALIA**



■ 90° percentile  
■ range interquartile  
— mediana

Fonte: Moody's KMV - Credit Edge.

**Fig. 14** Quotazioni teoriche dei contratti di *credit default swap* a 5 anni per le società quotate non finanziarie italiane (punti base)



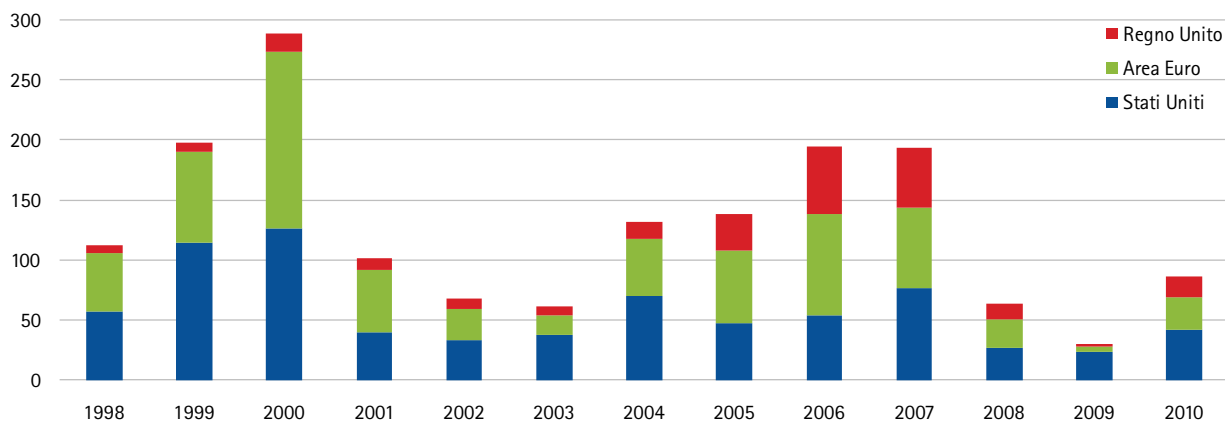
Fonte: elaborazioni su dati Moody's KMV-Credit Edge. La probabilità di insolvenza è stimata tramite il modello di valutazione del rischio di credito sviluppato da Moody's KMV e l'attribuzione del rating implicito alle società avviene sulla base della probabilità di *default* stimata dal modello. Nel 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

Nel 2010 si è registrata una significativa ripresa dei flussi di nuove quotazioni sui mercati azionari nei paesi avanzati. L'ammontare complessivo delle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione è quasi triplicato passando da 30 a 86 miliardi di dollari circa. In particolare, negli Usa l'ammontare delle risorse raccolte è cresciuto da 24 a 42 miliardi di dollari (+77 per cento); ancora più consistente è stato l'incremento della raccolta di capitale di rischio delle società neoquotate nell'area dell'euro (da 4 a 26 miliardi di dollari) e nel Regno Unito (da 2 a 18 miliardi di dollari; Fig. 15).

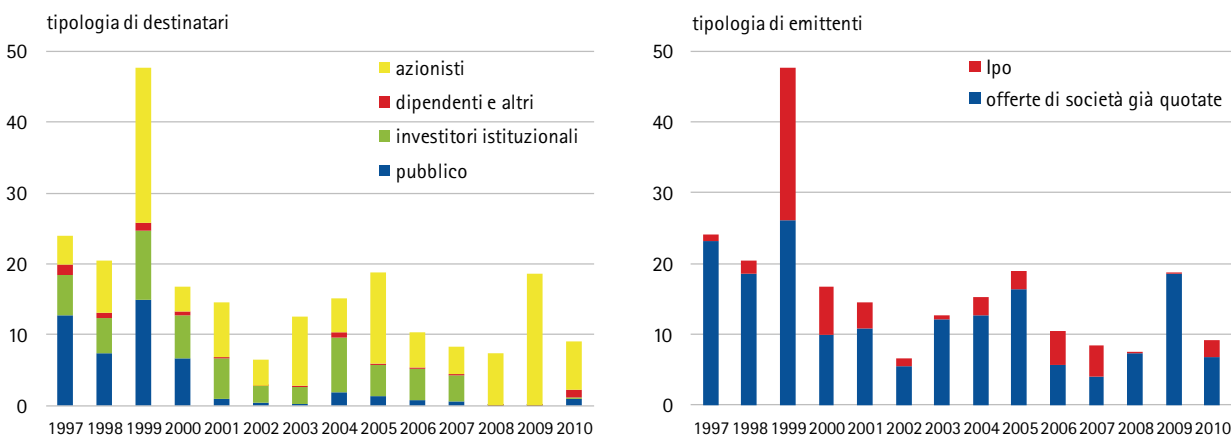
In Italia, i collocamenti complessivi di titoli azionari (emissione di nuovi titoli e offerte di titoli già in circolazione) si sono ridotti del 51 per cento circa (da 18,7 miliardi di euro nel 2009 a 9,1 miliardi di euro nel 2010), a causa principalmente della forte contrazione delle offerte di titoli di società già quotate (da 18,6 a 6,8 miliardi di euro; -63 per cento); l'ammontare di capitale di rischio raccolto tramite Ipo è aumentato, invece, in modo consistente, passando da 0,2 a 2,3 miliardi di euro (Fig. 16), tuttavia quasi esclusivamente grazie a offerte di titoli già in circolazione (Fig. 17).

**Fig. 15 Risorse raccolte dalle società di nuova quotazione nelle borse dei principali paesi industrializzati**  
(miliardi di dollari Usa)



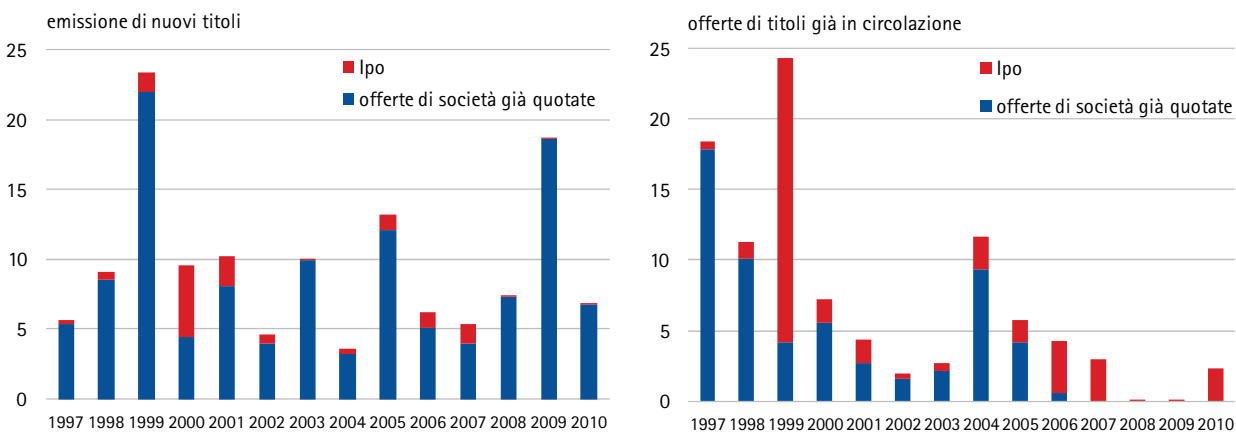
Fonte: elaborazioni su dati World Federation of Stock Exchanges. I dati relativi agli Stati Uniti si riferiscono alle società quotate al Nyse e al Nasdaq.

**Fig. 16 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. 17 Tipologia di offerte di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane**  
(miliardi di euro)



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Nel corso del 2010 sono state ammesse alle negoziazioni 8 società sui mercati gestiti da Borsa Italiana, di cui 2 sull'Mta e 6 sull'Aim Italia (Tav. 9). La capitalizzazione complessiva degli emittenti *ante* offerta è stata pari a oltre 8 miliardi di euro imputabili, tuttavia, per quasi un terzo all'operazione Enel Green Power (2,6 miliardi di euro circa).

**Tav. 9 Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane<sup>1</sup>**  
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società	Capitalizzazione <i>ante</i> offerta <sup>2</sup>	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione <i>post</i> offerta <sup>3</sup>
			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
2009	4	335	51	93	144	36,7
2010 <sup>4</sup>	8	8.229	46	2.630	2.676	32,3

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> A partire dal 2009 sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia. <sup>2</sup> Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. <sup>3</sup> In rapporto alla capitalizzazione *post* quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004. <sup>4</sup> I dati includono la tranche dell'offerta di Enel Green Power rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti in Spagna (71 milioni di euro circa).

Si è ridotta la presenza di investitori istituzionali nel capitale sociale delle imprese che hanno chiesto l'ammissione a quotazione nel 2010: in 2 società erano presenti in media 1,5 investitori istituzionali (contro 5,5 nel 2009), con una quota pari al 17 per cento *ante* offerta (49,4 nel 2009) e al 13,3 per cento dopo il collocamento (25,7 nel 2009; Tav. 10).

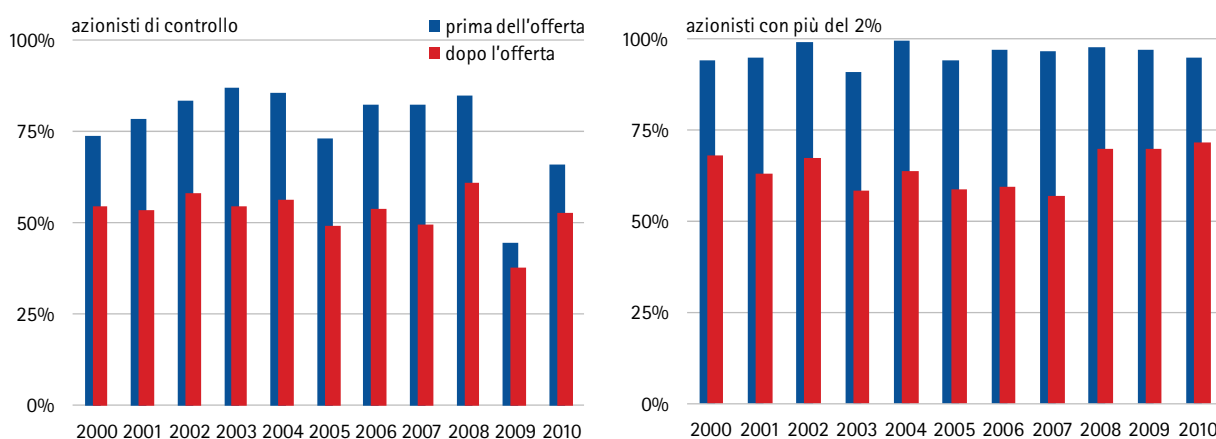
La struttura proprietaria delle società di nuova quotazione presenta una concentrazione maggiore rispetto a quanto rilevato nel 2009. La quota media del primo azionista è stata pari al 66 per cento circa prima dell'offerta (contro 44,5 per cento nel 2009) e al 53 per cento circa dopo il collocamento (contro il 37,5 per cento nel 2009). Rimane stabile la quota media degli azionisti che detengono più del 2 per cento dei diritti di voto, attestatasi al 94,7 per cento *ante* offerta e al 71,4 dopo il collocamento (Fig. 18).

Tav. 10 Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane<sup>1</sup>

	Società		Numero medio investitori istituzionali <sup>4</sup>	Quota media ante offerta <sup>5</sup>	Quota media post offerta <sup>6</sup>
	numero <sup>2</sup>	quota sul totale <sup>3</sup>			
1995	6	54,5	2,3	27,7	8,5
1996	6	50,0	3,7	47,3	23,2
1997	2	20,0	1,5	40,9	7,1
1998	4	25,0	4,3	48,3	18,9
1999	9	33,3	2,0	27,5	10,2
2000	18	40,9	2,7	25,9	16,2
2001	6	33,3	1,5	28,0	13,1
2002	2	33,3	2,5	27,1	15,2
2003	3	75,0	2,0	22,0	10,1
2004	4	50,0	2,3	28,5	9,5
2005	6	40,0	3,2	20,6	4,1
2006	11	52,4	1,8	23,7	11,8
2007	12	41,4	1,7	39,6	21,2
2008	3	50,0	2,7	58,6	32,9
2009	2	50,0	5,5	49,4	25,7
2010	2	25,0	1,5	17,0	13,3

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Per investitori istituzionali si intende fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento. Sono escluse le fondazioni e le casse di risparmio. I dati si riferiscono alle sole società nel cui azionariato era presente tale categoria di investitori, considerando sia le partecipazioni dirette sia quelle nelle società che controllano l'emittente. A partire dal 2009 sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia. <sup>2</sup> Numero di società, quotate nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. <sup>3</sup> In percentuale del totale delle neoquotate nel corso dell'anno. <sup>4</sup> Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. <sup>5</sup> Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. <sup>6</sup> Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

Fig. 18 Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione (quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto; valori medi)



Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. A partire dal 2009 sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia. Confronta Note metodologiche.

La quota dei titoli delle società di nuova quotazione assegnata al pubblico è risultata nettamente superiore rispetto al passato (quasi il 76 per cento, contro il 7 per cento del 2009; Tav. 11); questo dato è influenzato tuttavia dagli esiti dell'offerta di Enel Green Power.

Il rapporto domanda/offerta per i due collocamenti sull'Mta è rimasto stabile per la *tranche* pubblica (pari a 1,0), mentre si è ridotto per la *tranche* istituzionale (da 4,0 nel 2009 a 1,4 nel 2010).

Nel 2010 una sola società di nuova quotazione presentava rapporti creditizi con gli intermediari che hanno avuto un ruolo nell'ammissione a quotazione. L'esposizione finanziaria consisteva in un utilizzo di una linea di credito pari al 9,3 per cento dell'indebitamento finanziario lordo (Tav. 12).

**Tav. 11 Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte<sup>1</sup>**

	Quota assegnata <sup>2</sup>				Rapporto domanda/offerta <sup>3</sup>	
	pubblico	investitori istituzionali italiani	investitori istituzionali esteri	altri soggetti <sup>4</sup>	offerta pubblica	offerta istituzionale
1995	42,3	16,3	41,4	–	3,2	6,8
1996	40,5	24,3	35,2	–	6,3	9,4
1997	31,4	24,5	44,1	–	10,8	12,2
1998	44,4	27,3	28,3	–	7,7	13,9
1999	43,7	24,1	32,3	..	12,6	10,2
2000 <sup>5</sup>	35,0	26,0	37,6	1,3	18,5	10,2
2001	28,7	37,8	33,0	0,5	1,2	2,2
2002	27,7	50,4	20,3	1,6	1,1	1,1
2003 <sup>6</sup>	39,8	45,0	14,5	0,6	1,8	1,6
2004	20,9	26,2	52,9	..	2,0	3,1
2005	24,7	26,7	47,0	1,6	3,8	3,9
2006	19,3	18,7	61,9	0,1	5,3	5,4
2007	16,4	24,1	58,0	1,5	2,8	4,0
2008	11,8	38,5	31,9	17,8	1,0	1,1
2009	7,0	31,5	56,8	4,8	1,0	4,0
2010 <sup>7</sup>	75,8	12,5	11,7	--	1,0	1,4

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004. A partire dal 2009 sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia. <sup>2</sup> Relativamente all'assegnazione agli investitori istituzionali, nei casi in cui la ripartizione tra italiani ed esteri non è nota, il dato riportato rappresenta una stima. <sup>3</sup> Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica che quelli della parte istituzionale. <sup>4</sup> Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione. <sup>5</sup> 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. <sup>6</sup> 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. <sup>7</sup> I dati includono la *tranche* dell'offerta di Enel Green Power rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti in Spagna.

**Tav. 12 Rapporti creditizi e partecipativi fra società italiane ammesse a quotazione e intermediari collocatori<sup>1</sup>**

	Società con rapporti creditizi con sponsor o soggetti collocatori			Società con rapporti partecipativi con sponsor o soggetti collocatori		
	numero società	quota sul totale delle ammissioni a quotazione <sup>2</sup>	quota media dei finanziamenti concessi da sponsor o soggetti collocatori <sup>3</sup>	numero società	quota sul totale delle ammissioni a quotazione <sup>2</sup>	quota media della partecipazione di sponsor o soggetti collocatori <sup>4</sup>
2000	23	52,3	27,2	11	25,0	18,1
2001	10	55,6	27,8	2	11,1	19,8
2002	3	50,0	46,1	1	16,7	28,3
2003	4	100,0	13,9	1	25,0	..
2004	4	50,0	47,2	2	25,0	10,8
2005	7	46,7	24,0	2	13,3	7,3
2006	11	52,4	36,1	5	23,8	25,9
2007	13	44,8	26,2	4	13,8	27,9
2008	1	16,7	49,4	--	--	--
2009	1	25,0	18,0	1	25,0	6,9
2010	1	12,5	9,3	--	--	--

Fonte: elaborazioni su dati delle attestazioni degli *sponsor* e dei prospetti informativi. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Si fa riferimento ai rapporti creditizi e partecipativi esistenti tra le società ammesse a quotazione e lo *sponsor*, lo *specialist*, il *global coordinator*, il *lead manager* dell'offerta pubblica, il *nomad* o altri intermediari appartenenti al gruppo di questi ultimi, alla data dell'offerta. A partire dal 2009 sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia. <sup>2</sup> Valori in percentuale. <sup>3</sup> In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale. <sup>4</sup> In rapporto al capitale sociale *ante* offerta; valori in percentuale.

Nel 2010 sono state ammesse alle negoziazioni sul Mac 2 società che presentavano una capitalizzazione *ante* offerta maggiore rispetto a quella delle società ammesse negli anni precedenti (circa 125 milioni di euro contro 8, 73 e 82 milioni di euro, rispettivamente, nel 2009, 2008 e 2007; Tav. 13).

**Tav. 13 Offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sul Mercato alternativo dei capitali**  
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società	Capitalizzazione ante offerta <sup>1</sup>	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione post offerta <sup>2</sup>	Quota dell'azionista di controllo post offerta <sup>3</sup>
			sottoscrizione	Vendita	totale		
2007	3	82,2	12,9	7,4	20,3	21,3	59,5
2008	2	72,6	18,7	--	18,7	20,5	77,3
2009	1	7,9	0,3	--	0,3	3,7	87,7
2010	2	125,2	0,4	6,0	6,4	5,1	46,7

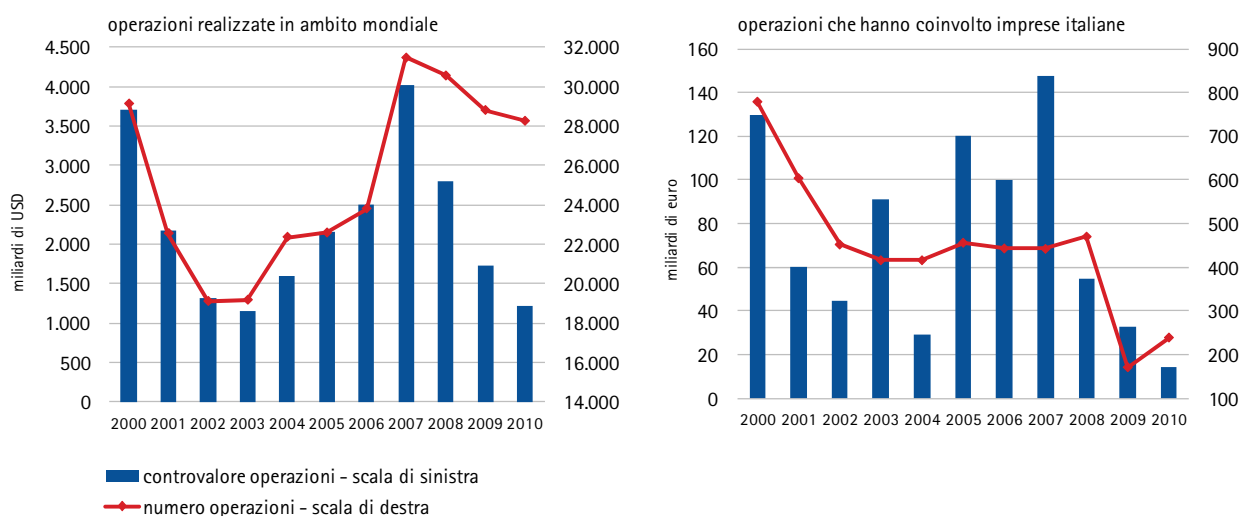
Fonte: Borsa Italiana Spa. <sup>1</sup> Capitalizzazione delle società ammesse alle negoziazioni, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. <sup>2</sup> In rapporto alla capitalizzazione *post* offerta, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. <sup>3</sup> Quota percentuale; media semplice.



## 5 Le operazioni di acquisizione e fusione

Nel corso del 2010 è proseguito il *trend* negativo del mercato delle operazioni di acquisizione e fusione, il cui controvalore complessivo a livello mondiale è sceso del 30 per cento circa (da 1.730 miliardi di dollari Usa nel 2009 a 1.219 nel 2010; Fig. 19). Il numero di operazioni si è ridotto, tuttavia, in modo meno significativo (da 28.807 operazioni nel 2009 a 28.256 operazioni nel 2010; -2 per cento circa).

Fig. 19 Operazioni di acquisizione e fusione



Fonte: KPMG e Thomson Reuters.

In Italia la flessione del mercato delle operazioni di acquisizione e fusione è stata ancora più forte rispetto a quanto rilevato a livello mondiale: il controvalore delle operazioni è diminuito, infatti, del 56 per cento circa (da 33 a 15 miliardi di euro), mentre il numero delle operazioni, che nel 2009 era stato pari a 172 (punto di minimo storico negli ultimi 20 anni), è risalito a 240, corrispondente a un incremento del 40 per cento circa.

Le acquisizioni estere di aziende italiane hanno rappresentato il 60 per cento del controvalore complessivo delle operazioni. In particolare, i principali investitori stranieri avevano sede negli Usa (16 operazioni), Francia (12) e Regno Unito. Complessivamente, negli ultimi 20 anni, gli Stati Uniti hanno acquisito circa 600 aziende italiane.

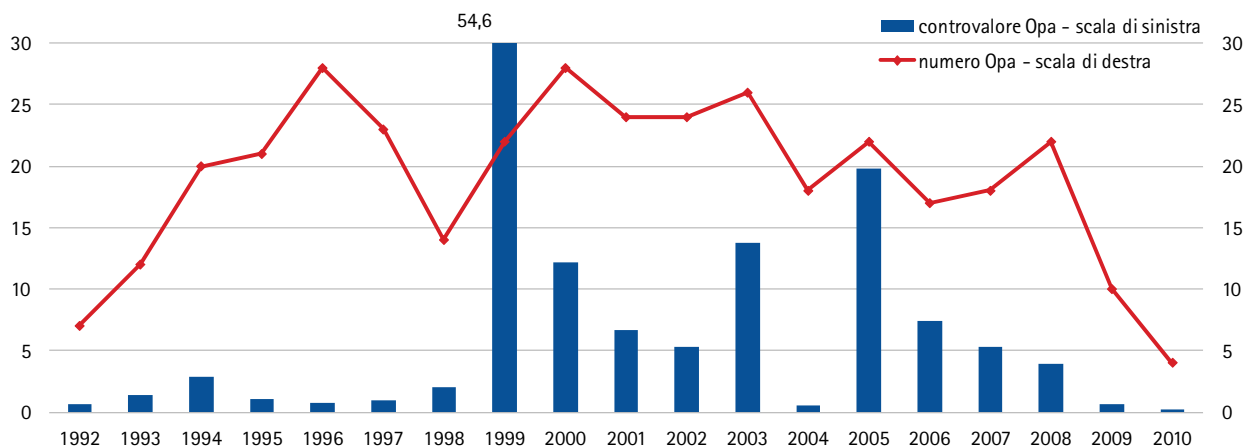
Ci sono state solo due operazioni con un controvalore complessivo superiore al miliardo di euro: l'acquisizione da parte del fondo sovrano Abu Dhabi Aabar Investments di una partecipazione in Unicredit (1,85 miliardi di euro) e la cessione delle attività di banca depositaria da parte di Intesa San Paolo.

Nel corso del 2010, le offerte pubbliche di acquisto e/o scambio (Opa) hanno mostrato una forte flessione rispetto al 2009. Il controvalore

complessivo delle Opa, pari a 276 milioni di euro, e il numero complessivo di offerte, pari a 4, risultano i più bassi dal 1992 (Fig. 20).

Il 66 per cento del controvalore delle Opa eseguite nel 2010 è riferibile a un'offerta volontaria lanciata da Swisscom Italia sulle azioni Fastweb, per un valore pari a 182,5 milioni di euro. Il trasferimento del controllo di una società quotata, invece, avvenuto tramite cessione concordata del pacchetto di controllo, seguito da Opa successiva, è rappresentato dall'offerta promossa da IBSA Farmaceutici Italia sulle azioni *Bouty Healthcare*.

**Fig. 20 Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società quotate italiane**  
(miliardi di euro)



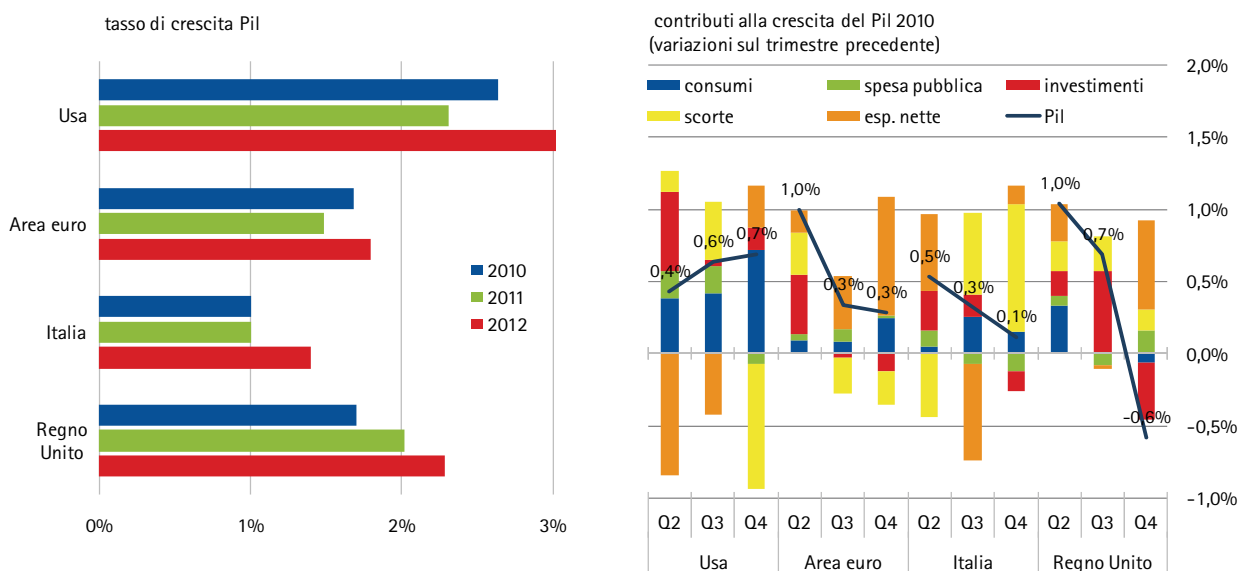
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e documenti di offerta. Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno precedente l'annuncio dell'offerta.

## 1 La congiuntura economica e i mercati azionari

Negli ultimi mesi del 2010, la crescita economica è rimasta sostenuta nelle principali economie emergenti e negli Stati Uniti, mentre ha registrato un rallentamento nei paesi dell'area euro e nel Regno Unito.

I dati dell'ultimo trimestre 2010 confermano la dinamica positiva dei consumi e delle esportazioni nette per gli Stati Uniti, mentre per l'area euro la riduzione delle scorte e degli investimenti ha frenato la crescita; il forte calo degli investimenti ha invece determinato una contrazione del prodotto rispetto al terzo trimestre del 2010 nel Regno Unito (Fig. 21). Per ciò che riguarda l'Italia, la crescita del prodotto nell'ultimo trimestre del 2010 ha registrato un rallentamento, portandosi a circa 0,4 per cento in ragione d'anno rispetto all'1,2 per cento del trimestre precedente. La crescita nell'ultimo trimestre è stata sostenuta quasi interamente dalla ricostituzione delle scorte, a fronte di una contrazione della spesa pubblica e degli investimenti.

**Fig. 21 Crescita economica nei principali paesi avanzati**



Fonte: Elaborazione su dati FMI e Thomson Reuters.

Le previsioni per il 2011 e per il 2012, tuttavia, indicano un quadro sostanzialmente favorevole. Le principali organizzazioni internazionali preve-

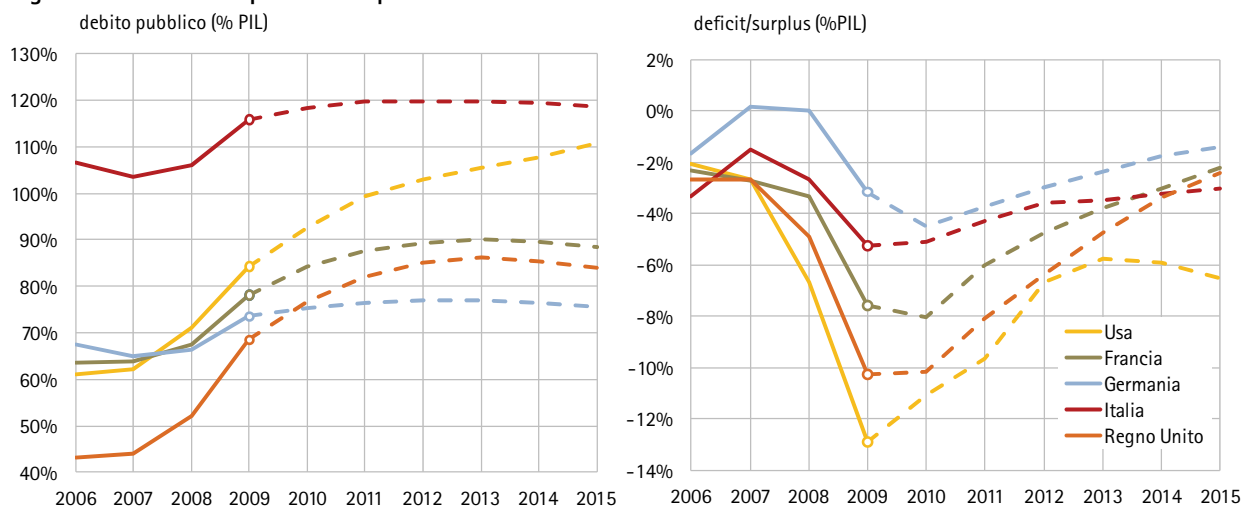
dono per il 2011 una crescita vicina al 2 per cento per gli Usa e il Regno Unito, mentre per l'area euro nel suo complesso il prodotto dovrebbe registrare una crescita più modesta, seppure con un forte ampliamento dei differenziali di crescita fra paesi core e paesi periferici.

Le previsioni sulla crescita rimangono però connotate da forti elementi di incertezza legati all'evoluzione di alcuni fattori di rischio che potrebbero avere potenzialmente effetti di natura sistemica sulla stabilità finanziaria e sull'economia reale.

L'elemento di rischio più significativo è legato alla dinamica delle politiche fiscali e all'impatto sulla domanda interna delle misure correttive necessarie per garantire la stabilizzazione dei parametri di finanza pubblica in tutti i principali paesi avanzati.

I consistenti disavanzi di bilancio accumulati nel 2010 determineranno un'ulteriore crescita del rapporto debito/Pil, che, nel 2011, potrebbe raggiungere il 100 per cento negli Usa e superare l'80 per cento in Francia e Regno Unito (Fig. 22). Le misure correttive programmate dovrebbero cominciare a contenere la dinamica del rapporto deficit/Pil a partire dal 2011, ma il rapporto debito/Pil dovrebbe continuare a crescere almeno fino al 2012 nei principali paesi avanzati, poiché interventi drastici di consolidamento fiscale (aumento della pressione fiscale e taglio della spesa pubblica) non sembrano realizzabili nel breve periodo, se non a rischio di compromettere le prospettive di ripresa. La situazione è, tuttavia, estremamente più delicata e di complessa gestione in alcuni paesi periferici dell'area euro, che hanno ormai rilevanti problemi di sostenibilità del debito pubblico. Le difficoltà di accesso al mercato per il rifinanziamento del debito in scadenza potrebbero ampliare le attese di operazioni di ristrutturazione e avere effetti di contagio con ripercussioni negative sulla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso (Riquadro 1).

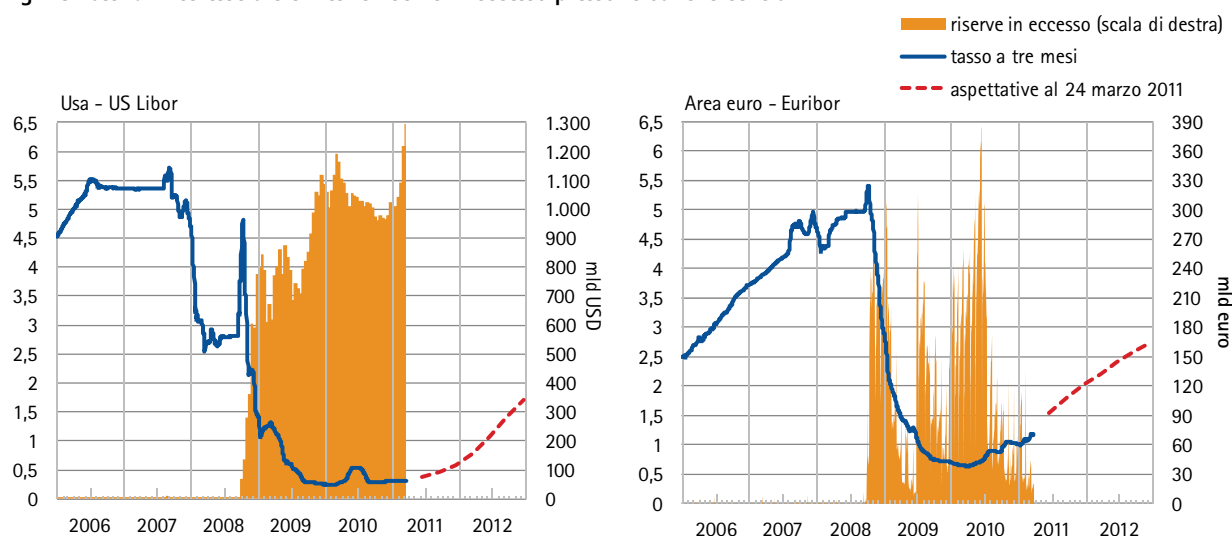
**Fig. 22 Deficit e debito pubblico nei paesi avanzati**



Fonte: FMI

In Europa, le attese di crescita dei tassi potrebbero, inoltre, rallentare la ripresa e incidere negativamente sui conti pubblici (Fig. 23). La prospettiva di un incremento dei tassi da parte della Bce ha avuto riflessi sul mercato dei cambi, dove, a fronte di aspettative stabili sui tassi statunitensi, l'euro ha segnato un rialzo.

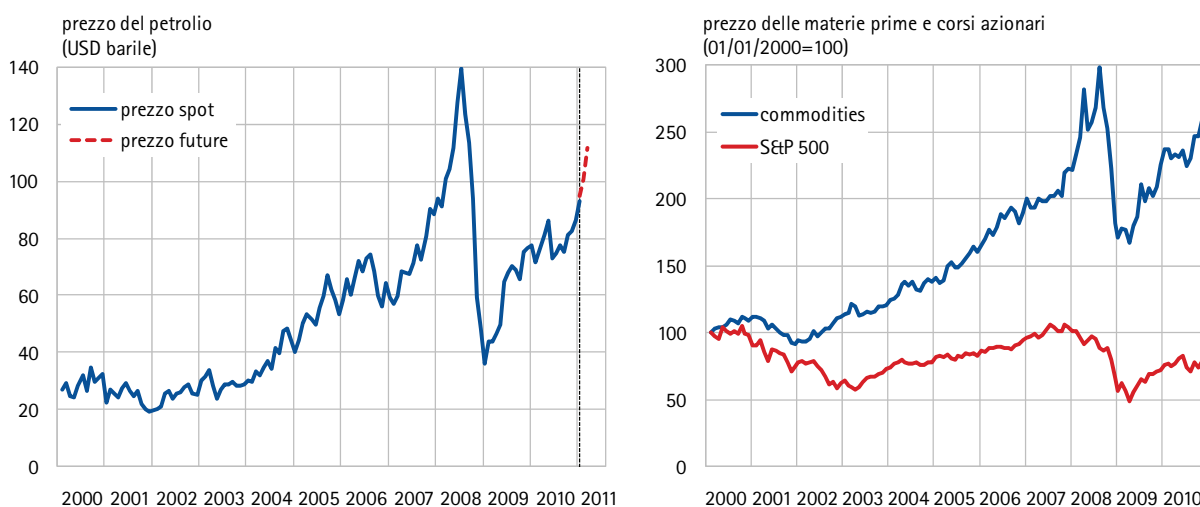
Fig. 23 Tassi di interesse a tre mesi e riserve in eccesso presso le banche centrali



Fonte: Thomson Reuters. Le aspettative sui tassi sono stimate sulla base dei futures

Un altro fattore di rischio per la stabilità sistemica e la solidità della ripresa è rappresentato dalla possibilità di una brusca correzione al ribasso nei prezzi delle materie prime, dopo la forte ripresa delle quotazioni cominciata all'inizio del 2009 (Fig. 24).

Fig. 24 Prezzi del petrolio e delle materie prime



Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Reuters.

## Riquadro 1

### La crisi del debito sovrano e le implicazioni per la stabilità sistemica

Uno dei rischi principali per la stabilità complessiva del sistema finanziario e per la solidità della ripresa economica è costituito dal rischio di *default* o dalla richiesta di ristrutturazione del debito sovrano di paesi periferici dell'area euro, che implicherebbe per i creditori privati un allungamento delle scadenze o l'accettazione di riduzioni del capitale (cosiddetti *haircut*).

Tale evento potrebbe avere ripercussioni sistemiche rilevantisime, per i rischi di contagio sul debito di altri paesi, per l'impatto sui sistemi bancari e sulla ricchezza delle famiglie (che ormai hanno portafogli molto diversificati a livello geografico), per la crisi di fiducia che si innescherebbe e che finirebbe avere gli stessi effetti depressivi sul sistema finanziario e l'attività produttiva sperimentati dopo il *default Lehman*. Sebbene la prospettiva concreta di un *default* possa esercitare un effetto disciplinante sulle politiche fiscali, le conseguenze derivanti dalla decisione di "lasciare fallire" *Lehman*, analogamente giustificate dalla necessità di prevenire forme di azzardo morale e aspettative di continui di salvataggi bancari, sembrano indicare che i rischi di affidare a meccanismi di mercato i *default* del debito sovrano, lasciando "soli" i singoli paesi nella gestione di procedure di ristrutturazione, possono essere altissimi per la stabilità sistemica. Ci sono stati in passato numerosi casi di ristrutturazioni del debito sovrano gestite attraverso meccanismi di mercato (tipicamente tramite offerte di scambio che hanno imposto allungamenti di scadenze e *haircut* agli investitori), ma hanno riguardato in prevalenza paesi in via di sviluppo (spesso di piccole dimensioni) che non avevano quella interconnessione con il sistema finanziario internazionale e l'integrazione in un sistema monetario comune ad altri paesi che hanno invece i paesi periferici dell'eurozona. C'è dunque un rischio sistemico legato al fatto che i paesi periferici sono *too interconnected to fail*, più che *too big to fail*, senza contare gli effetti in termini di crisi di fiducia e rischio di contagio.

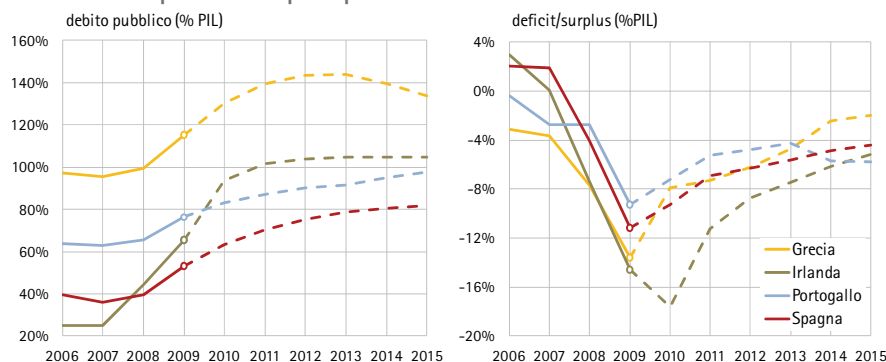
Queste preoccupazioni hanno portato a una richiesta di incrementare i fondi disponibili per l'*European Financial Stability Facility* (Efsf), la cui capacità di erogare prestiti potrebbe essere riportata ai previsti 440 miliardi di euro, grazie a un aumento delle garanzie date dai paesi con rating massimo. Tale decisione, tuttavia, dovrà essere formalizzata entro il mese di giugno. Le stime di fabbisogno dei paesi periferici per il 2011 (pari a circa 300 miliardi di euro per Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, secondo previsioni recenti del Fondo Monetario Internazionale) e le previsioni fino al 2013 (anno in cui l'Efsf dovrebbe terminare) indicano, tuttavia, la possibilità che le risorse possano essere insufficienti nel medio termine, anche alla luce delle risorse già stanziare per gli aiuti all'Irlanda e della necessità che l'Efsf mantenga nel tempo un attivo che garantisca il rating massimo alle sue emissioni. Ai 440 miliardi di euro si possono sommare, tuttavia, altri 60 miliardi che possono essere raccolti e garantiti dal *budget* della Commissione Europea e altri 250 miliardi possono essere forniti dal Fondo Monetario Internazionale, per arrivare a una cifra complessiva di 750 miliardi di euro (cosiddetto *European Financial Stabilisation Mechanism* – Efsm).

A livello comunitario si discute su come rendere più rigidi i meccanismi di controllo della stabilità dei conti pubblici dei paesi dell'area dell'euro, ma si tratta di misure che eventualmente potranno incidere nel medio periodo, mentre potrebbe essere necessario riflettere su meccanismi, anche temporanei, che possano aiutare a gestire le difficoltà di breve periodo che potrebbero sperimentare i paesi più indebitati nell'accesso al mercato per il rifinanziamento del debito in scadenza.

Probabilmente la dotazione del Esfs può essere adeguata fino al 2013 e fino a quella data gli investitori in titoli di Stato dei paesi periferici possono essere relativamente sicuri di non dovere subire ristrutturazioni o *haircut*; ma ovviamente i tassi dei titoli di Stato dei paesi periferici scontano tutta l'incertezza che potrà caratterizzare lo scenario *post* 2013. A partire dall'inizio del 2011 si sono, infatti, riaccese le tensioni sul mercato dei titoli di Stato dei paesi periferici dell'area euro, con una ulteriore risalita delle quotazioni dei Cds per Grecia, Portogallo e Irlanda. Ciò continua ad alimentare i movimenti speculativi al ribasso e le vendite allo scoperto su titoli di Stato, incidendo negativamente sulla spesa per interessi e i parametri di finanza pubblica di questi paesi. Crescono aspettative circa la possibilità che il Portogallo (e in prospettiva anche la Spagna) possa non riuscire ad accedere al mercato dei capitali e che i titoli offerti in asta possano non essere interamente sottoscritti.

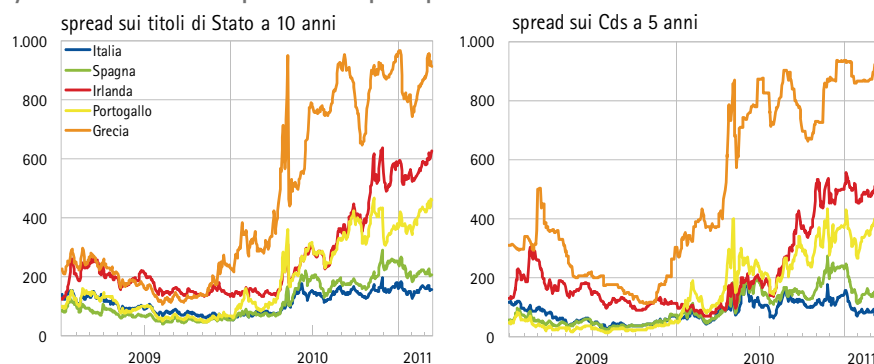
Sembra dunque necessaria una politica di intervento strutturale che consenta di prevenire e di gestire in maniera ordinata i problemi di difficoltà di accesso al mercato dei capitali da parte dei paesi dell'area euro con debito elevato.

#### Deficit e debito pubblico nei paesi periferici dell'area euro



Fonte: FMI

#### Spread e Cds sul debito pubblico dei paesi periferici dell'area euro



Fonte: elaborazione su dati Thomson Reuters; differenziali rispetto ai rendimenti dei titoli di stato e ai Cds sul debito pubblico della Germania; punti base.

I prezzi delle materie prime sono cresciuti significativamente anche nel corso del 2010 e i fattori alla base di questo *trend* sono di diversa natura. Da un lato, vi sono la gestione della produzione energetica dei paesi produttori e le turbolenze politiche che stanno interessando alcuni paesi produttori che si affacciano sul Mediterraneo; dall'altro, vi è l'aumento consistente della domanda da parte dei paesi emergenti (in particolare, di Cina e India). Contribuiscono ad alimentare l'aumento delle quotazioni la speculazione sui mercati dei derivati e la crescente correlazione tra volatilità dei prezzi del petrolio e delle altre merci. Non è chiaro, tuttavia, se la forte volatilità dei prezzi delle *commodities* sia dovuta più ai fattori finanziari o alla dinamica dell'equilibrio fra domanda e offerta.

Nei paesi avanzati l'impatto della crescita dei prezzi delle materie prime sull'inflazione appare contenuto, poiché le aspettative si mantengono ancorate verso il basso e gli alti livelli di disoccupazione frenano la crescita dei salari nominali. L'impatto dell'aumento dei prezzi del petrolio potrebbe risultare, invece, significativo nei paesi emergenti, dove i tassi di sviluppo sono più elevati, e in particolare in Cina, dove gli interventi sui mercati valutari contengono l'apprezzamento della moneta locale favorendo fenomeni inflattivi.

Non si può escludere, tuttavia, un eccesso di offerta che potrebbe determinare uno "scoppio" della bolla dei prezzi delle *commodities*. Se la Cina, il maggior importatore di *commodities*, dovesse adottare una politica monetaria più restrittiva, con effetti di contenimento sulla crescita del prodotto, la domanda di materie prime rallenterebbe spingendo verso il basso le quotazioni. In seguito al rallentamento dell'economia, anche gli investitori speculativi potrebbero chiudere le proprie posizioni e lo "scoppio" della bolla potrebbe essere un'eventualità concreta. Tenuto conto dell'alta correlazione tra i prezzi delle *commodities* e la crescita economica dei grandi paesi produttori di materie prime, si potrebbe avere un rallentamento generalizzato della crescita nei paesi emergenti.

Le differenti prospettive di crescita dei paesi avanzati hanno contribuito a determinare discrepanze anche nelle dinamiche dei mercati azionari. Infatti, il tasso di crescita dello S&P500 (riferito alle maggiori società del mercato statunitense) è cresciuto del 13 per cento circa nel 2010, mentre il DJ Euro Stoxx (relativo alle maggiori società quotate nell'area dell'euro) ha subito una flessione del 6 per cento circa. Ancora più forte è stata la riduzione dell'indice azionario in Italia (-13 per cento; Fig. 25).

Nei primi 3 mesi del 2011, nonostante le condizioni di forte instabilità politica in alcuni paesi africani che si affacciano sul Mediterraneo e la situazione del Giappone, gli indici azionari nei paesi avanzati sono complessivamente aumentati del 5 per cento circa negli Usa, del 4 per cento nell'area dell'euro e dell'8 per cento in Italia.

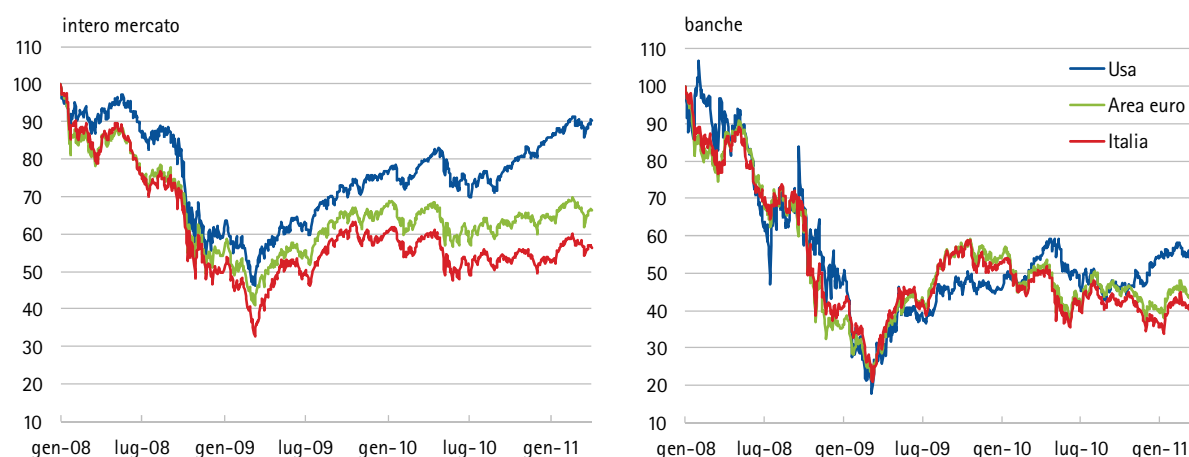
Nel settore bancario, la discrepanza nell'andamento dei corsi azionari, fra Stati Uniti e area dell'euro è stata ancora più rilevante. Nel 2010,



l'indice azionario delle banche è cresciuto del 19 per cento negli Usa, mentre si è ridotto del 27 per cento nell'area dell'euro e del 32 per cento in Italia.

Nei primi 3 mesi del 2011, negli Usa l'indice azionario del settore bancario è aumentato solo dello 0,4 per cento. Molto più significativa è stata la crescita dell'indice azionario del settore bancario nell'area dell'euro (+7 per cento) e in Italia (+6 per cento).

**Fig. 25 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi avanzati**  
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 31/03/2011; 01/01/2008=100)



Fonte: Thomson Reuters.

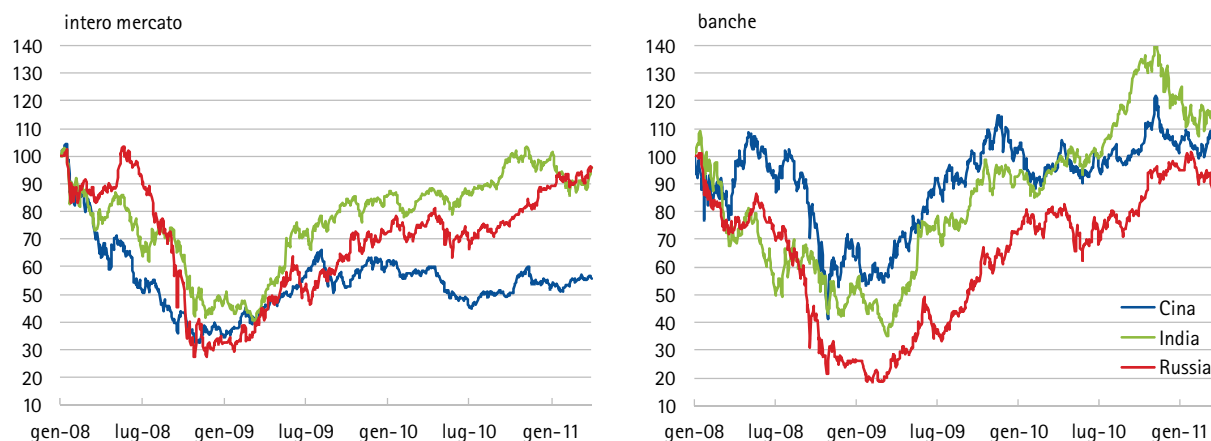
Nel 2010 si è arrestato il processo di crescita dei corsi azionari dei paesi emergenti, in parte a causa del peggioramento del quadro congiunturale a seguito dell'aumento del prezzo delle materie prime.

In Cina il tasso di crescita dei corsi azionari si è attestato su valori negativi (-14 per cento). Gli indici azionari sono aumentati, invece, in India (+17 per cento) e in Russia (+23 per cento), anche se a tassi di crescita più bassi rispetto al 2009 (rispettivamente 79 per cento e 77 per cento; Fig. 26).

Nei primi 3 mesi del 2011, la crisi politica nei paesi africani del Mediterraneo e la situazione del Giappone hanno avuto un impatto significativo sull'andamento dei corsi azionari in India (-5 per cento). In tale periodo gli indici azionari sono cresciuti, invece, del 4 per cento circa in Cina e del 7 per cento circa in Russia.

Nel 2010 l'andamento delle quotazioni dei titoli bancari dei paesi emergenti è stato complessivamente positivo, anche se meno favorevole rispetto al 2009. L'indice azionario delle banche, infatti, è aumentato dell'1 per cento circa in Cina (contro il 58 per cento nel 2009), del 33 per cento in India (contro il 200 per cento nel 2009) e del 29 per cento in Russia (contro il 300 per cento nel 2009).

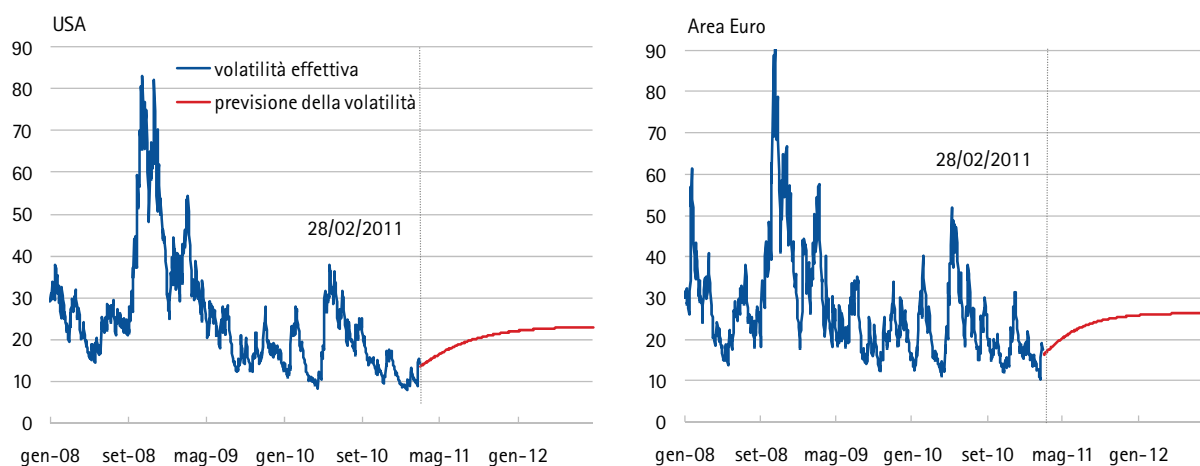
**Fig. 26 Andamento dei corsi azionari nei paesi emergenti**  
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 31/03/2011; 01/01/2008=100)



Fonte: Thomson Reuters.

L'insorgere della crisi del debito sovrano nei paesi periferici dell'area dell'euro ha influenzato la dinamica della volatilità dei corsi azionari, che ha raggiunto un massimo nei mesi tra aprile e giugno del 2010. Nella seconda metà dell'anno, si è verificata, invece, una progressiva convergenza verso una situazione di maggiore stabilità (Fig. 27).

**Fig. 27 Volatilità giornaliera degli indici azionari**  
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 30/04/2010; valori percentuali su base annua)

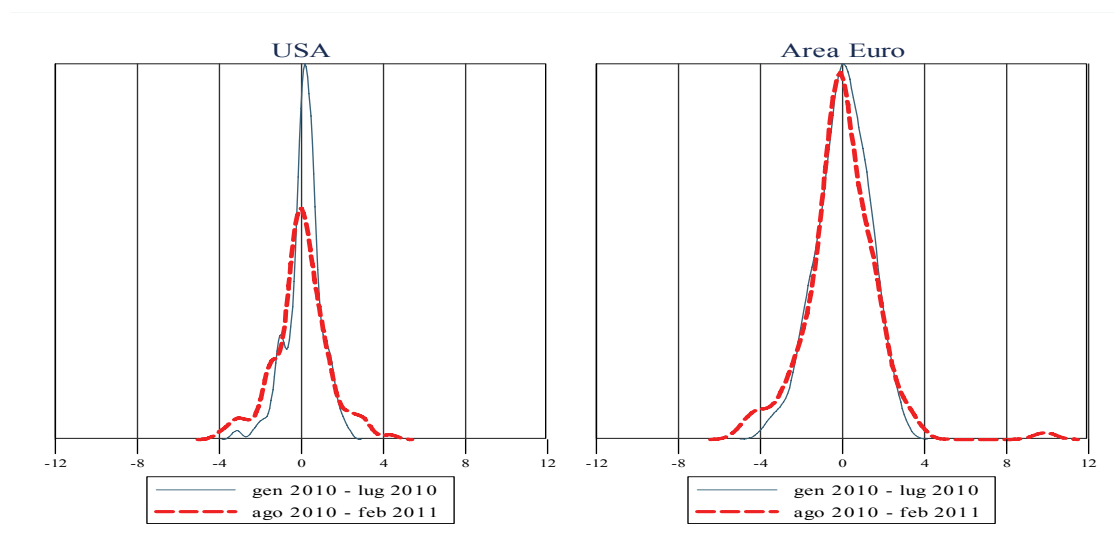


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. Le stime della volatilità (effettiva e prevista) sono ottenute applicando modelli EGARCH sulle serie dei rendimenti giornalieri degli indici azionari (S&P500 per gli Usa e Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro).

La situazione di incertezza sull'*outlook* macroeconomico prodotta dalla crisi politica nei paesi nordafricani e dagli eventi che hanno interessato il Giappone hanno contribuito a creare una nuova situazione di turbolenza sui mercati azionari. Nei primi due mesi del 2011 la volatilità dell'indice S&P500 è cresciuta di circa 5 punti base; più consistente è stato l'aumento della volatilità del DJ Euro Stoxx (+10 punti base).

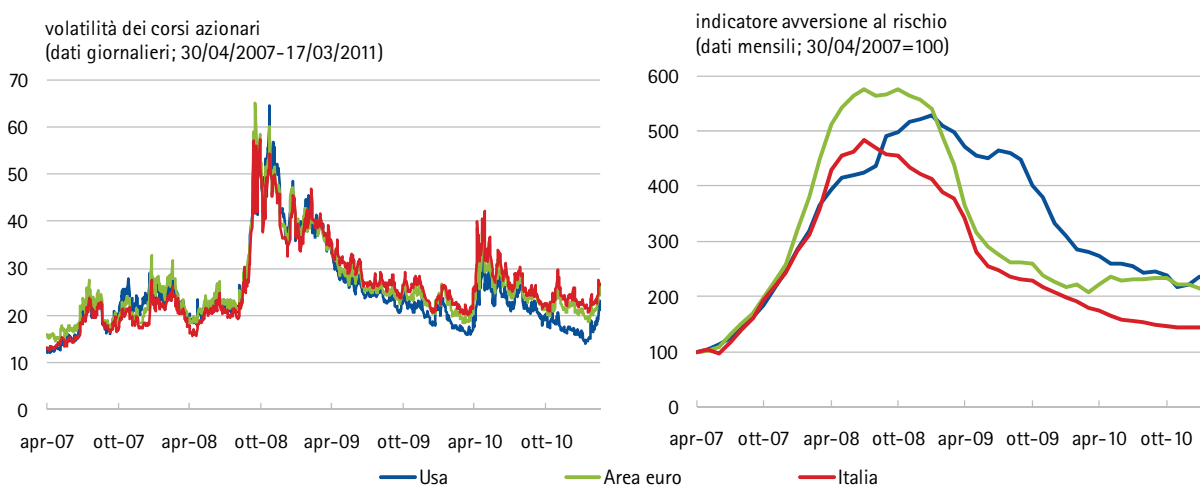
La maggiore instabilità sui mercati azionari, soprattutto nei primi mesi del 2011, ha comportato un incremento della frequenza dei rendimenti estremi negativi nell'area dell'euro e, in maniera più lieve, negli Usa (Fig. 28). Tra aprile e giugno del 2010, in corrispondenza della crisi del debito sovrano di alcuni paesi periferici dell'area dell'euro (in particolare Grecia, Irlanda e Portogallo), è cresciuta la volatilità implicita nelle quotazioni delle opzioni sui principali indici azionari (Fig. 29). In Italia la dinamica dell'indicatore di avversione al rischio ha continuato a essere caratterizzata da un *trend* decrescente, mentre negli Usa e nell'area dell'euro si è evidenziata una maggiore stabilità della propensione al rischio degli investitori. Sulla base delle stime sulle aspettative dell'andamento dei rendimenti azionari implicite nei prezzi delle opzioni rilevate a fine febbraio 2011 il mercato si attende una significativa diminuzione della probabilità di ottenere rendimenti estremi negativi rispetto alla situazione rilevata un anno prima (Fig. 30).

Fig. 28 Distribuzione di frequenza dei rendimenti giornalieri degli indici azionari



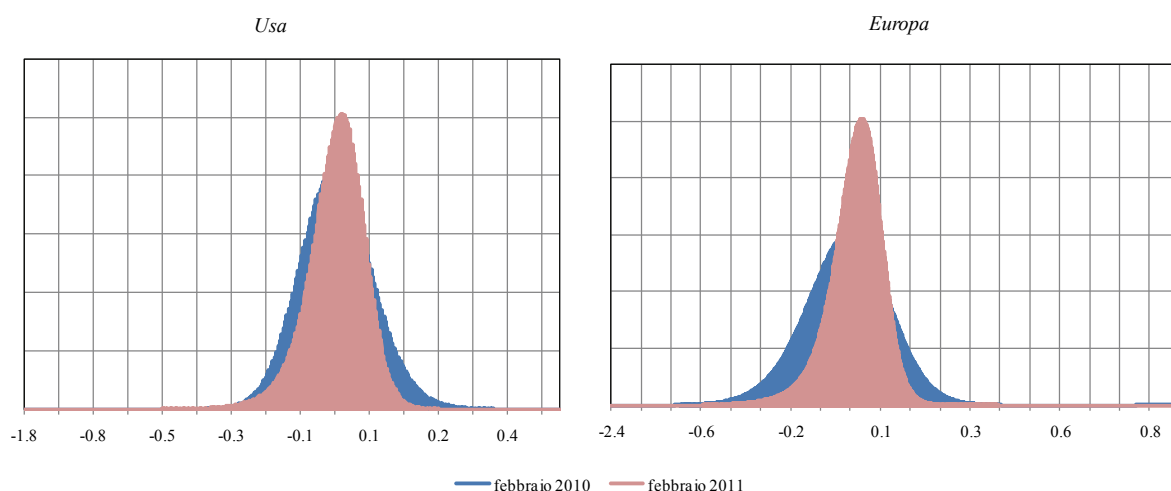
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Le funzioni di densità sono stimate applicando metodi non parametrici.

**Fig. 29 Volatilità implicita e avversione al rischio sui mercati azionari**



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters 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. 30 Distribuzione di probabilità dei rendimenti azionari attesi su un orizzonte temporale di tre mesi**



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Le funzioni di densità sono stimate sulla base dei prezzi delle opzioni su indici azionari.

Nel 2010 il tasso di crescita degli utili delle società quotate incluse nei principali indici azionari ha evidenziato una dinamica differente fra Stati Uniti e area dell'euro (Fig. 31). Infatti, per le società americane incluse nello S&P500 il tasso di crescita degli utili è stato positivo (+44 per cento) e superiore alle aspettative a fine 2009 (+29 per cento), mentre per le società europee incluse nel DJ Euro Stoxx è stato positivo (+18 per cento circa) ma inferiore al tasso di crescita previsto dagli analisti a fine 2009 (poco più del 30 per cento).

**Fig. 31 Crescita effettiva e attesa degli utili societari delle imprese incluse nei principali indici azionari nel 2009**

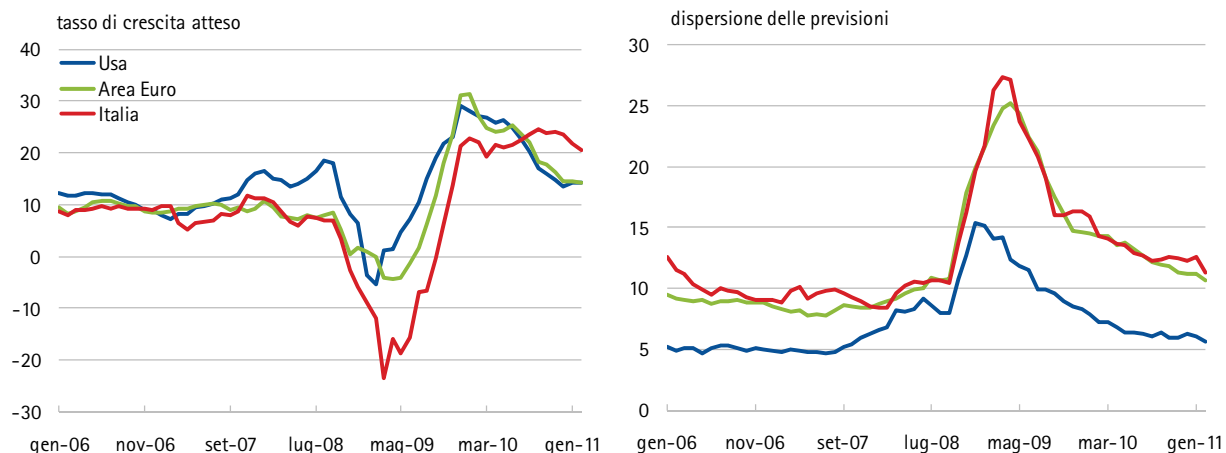


Fonte: Thomson Reuters e IBES. Dati sulle previsioni degli utili a 12 mesi (prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito) a fine dicembre 2008 e sull'utile effettivo 2009 (stima a febbraio 2010).

In Italia il tasso di crescita degli utili nel 2010 per le società incluse nel Ftse Mib è stato negativo (-2 per cento), nonostante le aspettative favorevoli a fine 2009 (+21 per cento).

Nel 2010 gli analisti hanno progressivamente rivisto al ribasso le aspettative sulla redditività delle società quotate. Il tasso di crescita atteso degli utili su di un orizzonte temporale di 12 mesi, in ogni caso, rimane su valori positivi, anche se in flessione nell'area dell'euro e negli Usa (Fig. 32).

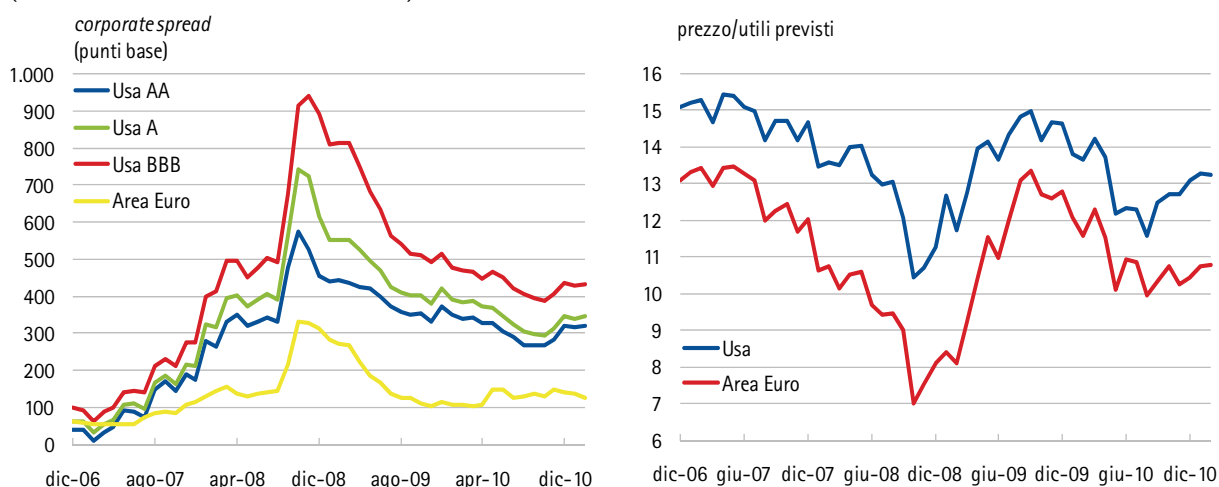
**Fig. 32 Previsioni degli analisti sugli utili societari**  
(dati mensili da gennaio 2006 a febbraio 2011)



Fonte: Thomson Reuters e IBES. Dati 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 FTSE Mib.

La riduzione delle previsioni sul tasso di crescita degli utili societari ha determinato un incremento del rapporto prezzo su utili previsti nella seconda parte del 2010; sono rimasti piuttosto stabili, invece, gli *spread* delle obbligazioni di società non finanziarie con rating *investment grade* (Fig. 33).

**Fig. 33 Rapporto prezzo/utigli per azione<sup>1</sup> e *spread* su obbligazioni di società non finanziarie con rating *investment grade*<sup>2</sup>**  
(dati mensili da dicembre 2006 a febbraio 2011)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters, IBES e JP Morgan. <sup>1</sup>Media ponderata (per la capitalizzazione) del rapporto tra i prezzi dei titoli del Dow Jones Euro Stoxx e del FTSE Mib e le previsioni degli utili per azione su un orizzonte temporale di 12 mesi. <sup>2</sup>Differenziale (in punti base) fra il rendimento di obbligazioni emesse da società non finanziarie con rating compreso tra AAA e BBB e quello dei titoli di Stato dell'area dell'euro.

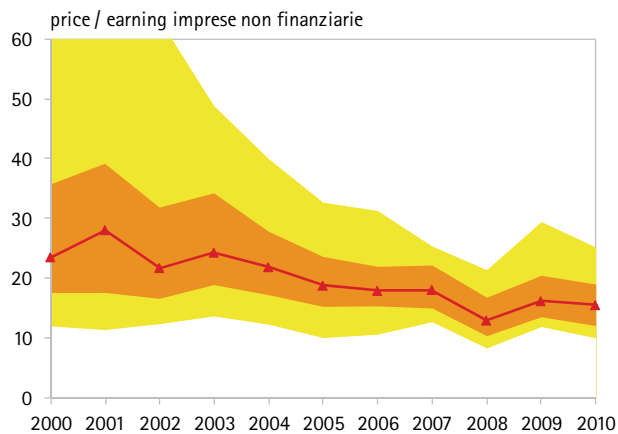
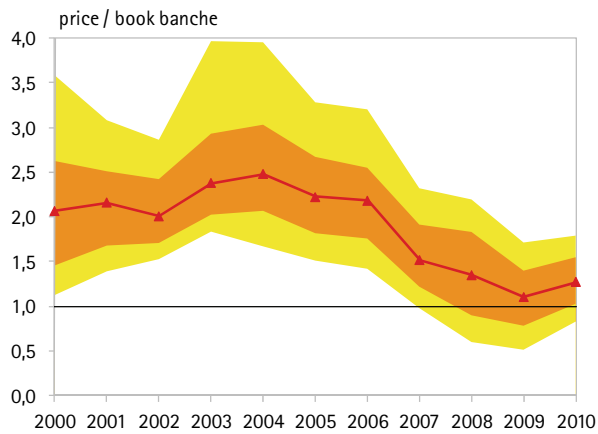
La flessione delle quotazioni dei titoli bancari nell'area euro ha determinato un'ulteriore discesa dei moltiplicatori del settore; a fine 2010 quasi tutte le banche italiane e degli altri paesi dell'area dell'euro avevano rapporti *price-to-book value* (P/B) inferiori all'unità; negli Usa, invece, la ripresa delle quotazioni ha determinato una parallela risalita dei moltiplicatori del settore bancario (Fig. 34). Nel settore non finanziario il rapporto *price-earning* (P/E) ha evidenziato una flessione per le imprese dell'area euro, mentre è rimasto stabile in Italia e negli Usa.

Passando a considerare più in dettaglio la situazione degli emittenti quotati italiani, nel 2010 la distribuzione dei giudizi degli analisti sulle società incluse nell'indice Ftse Mib ha subito un lieve miglioramento rispetto al 2009. Infatti, non sono più presenti società con giudizio "*underperform*" ed è aumentato il numero delle società con giudizio "*buy*", che a dicembre 2010 rappresentavano il 40 per cento delle società incluse nell'indice (contro il 34 per cento a fine 2009; Fig. 35). Tuttavia, il peso sulla capitalizzazione delle società con giudizio "*buy*" è sceso ulteriormente, passando dal valore massimo del 75 per cento a fine 2006 al 36 per cento a fine 2010.

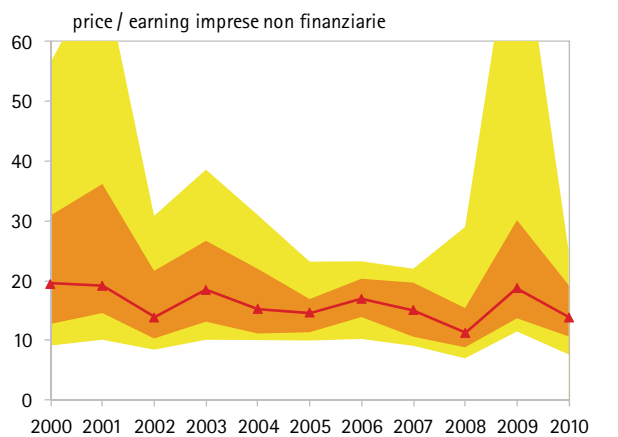
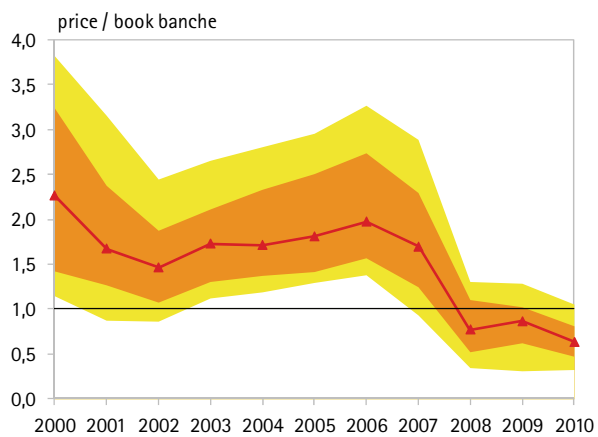
La riduzione del moltiplicatore prezzo/utigli ha disincentivato la raccolta di capitale di rischio e le operazioni di aumento di capitale (si veda il paragrafo 5 del precedente Capitolo I "Le società"). Conseguentemente, la differenza fra risorse raccolte tramite aumenti di capitale e risorse restituite agli azionisti (sotto forma di dividendi *buy back* e Opa) è stata di segno negativo, sebbene tale valore sia risultato largamente inferiore (in valore assoluto) rispetto alla media del decennio 1999-2008 (Fig. 36).

Fig. 34 Moltiplicatori di borsa delle imprese quotate

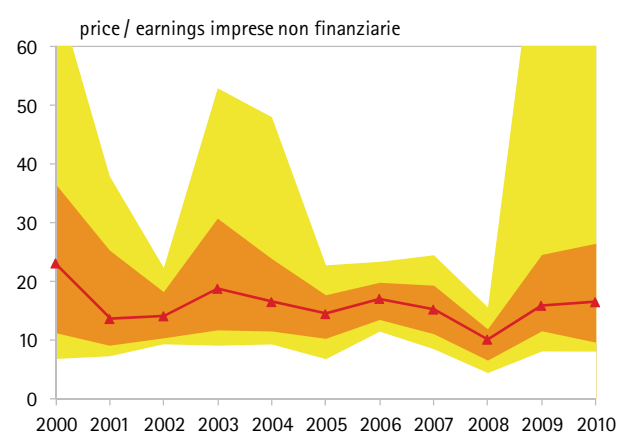
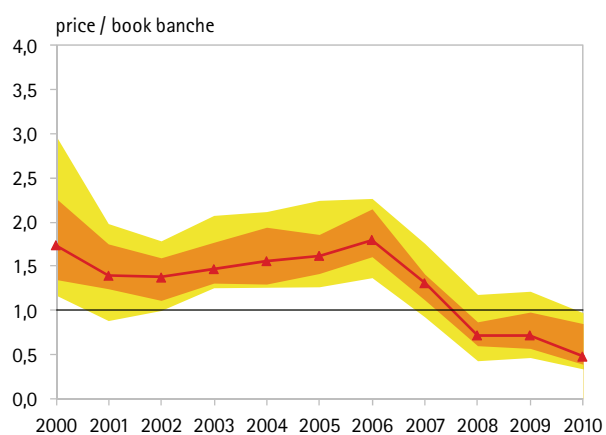
USA



AREA EURO



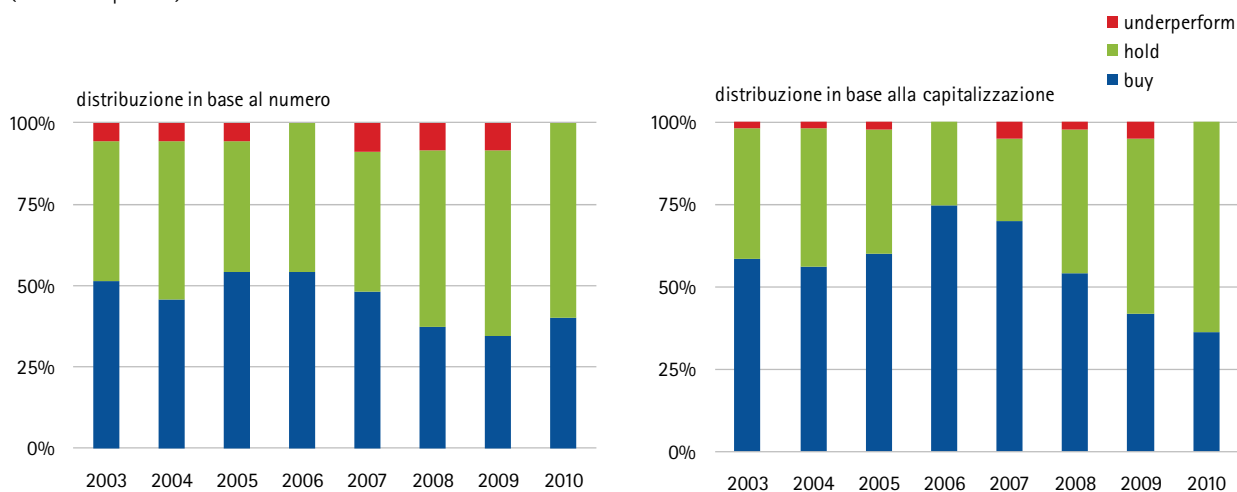
ITALIA



■ range 90°- 10° percentile  
■ range interquartile  
▲ mediana

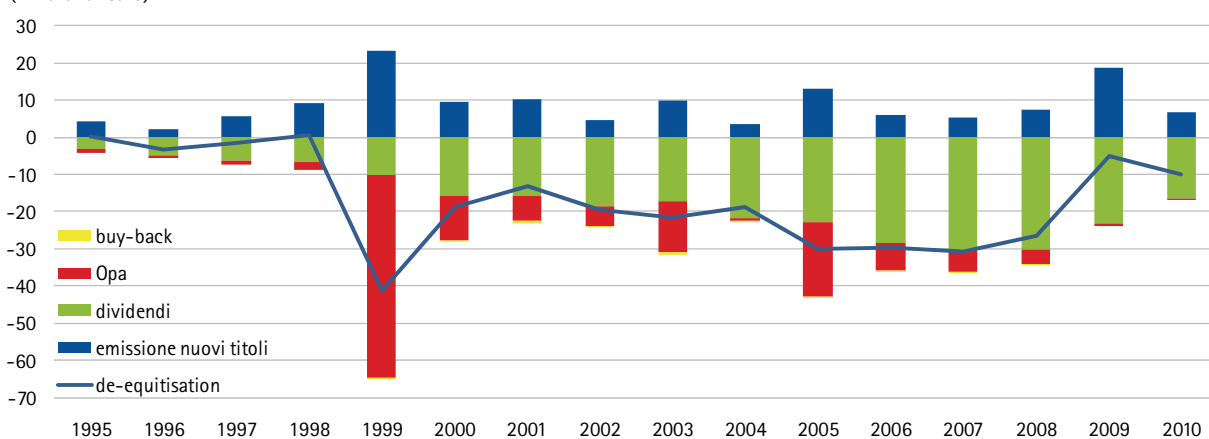
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Le banche sono quelle dell'indice S&P 1500 Bank (Usa), Dow Jones Euro Stoxx 50 Bank (area euro) e le banche quotate italiane; le imprese non finanziarie sono quelle dell'indice S&P 100 (Usa), Dow Jones Euro Stoxx 50 (area euro) e i principali gruppi quotati italiani (campione di cui alla Fig. 1). Il *price / earning* è calcolato solo per le imprese in utile.

**Fig. 35 Distribuzione delle società incluse nell'indice Ftse Mib per tipologia di giudizio degli analisti**  
(dati di fine periodo)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e IBES. Non sono incluse le società Lottomatica, Parmalat, STMicroelectronic, Terna e Unipol per le quali non sono disponibili serie complete sui dati di *consensus*.

**Fig. 36 Saldo fra risorse raccolte (+) e restituite (-) agli azionisti di società quotate italiane**  
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Borsa Italiana e Thomson Reuters. L'indicatore di *de-equitisation* è dato dalla differenza fra le emissioni di nuovi titoli e la somma di dividendi, Opa e *buy back*. I dividendi e *buy back* per il 2009 sono stimati.

Per ciò che riguarda in particolare il mercato azionario italiano, nel 2010 si è registrata una riduzione della capitalizzazione delle società domestiche quotate, sia in valore assoluto (da 457 a 425 miliardi di euro) che in rapporto al Pil (dal 30 al 27 per cento circa; -10 per cento; Tav. 14), essenzialmente per effetto della flessione dei corsi.

Il numero di società neoquotate domestiche tramite Ipo nel 2010 è stato pari a 10, di cui 2 sull'Mta, 6 sull'Aim Italia e 2 sul Mac, contro le 5 del 2009 (una sull'Mta, 3 sull'Aim Italia e una sul Mac); le nuove quotazioni non hanno compensato le cancellazioni (10 nel 2010 contro 11 nel 2009) e, quindi, il numero di società quotate è sceso da 280 a 272.



L'aumento della volatilità ha determinato un significativo incremento del volume degli scambi dei titoli azionari, passato da 562 miliardi nel 2009 a 715 miliardi di euro nel 2010 (+27 per cento). Sono rimasti stabili, invece, il rapporto dividendi/prezzi (3,6 per cento) e quello utili/prezzi (6,4 per cento).

**Tav. 14 Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa**  
(valori monetari in miliardi di euro)

	Borsa <sup>1</sup>								Mercato Expandi			Nuovo Mercato			Aim Italia e Mac	
	Capitalizzazione <sup>2</sup>	Capitalizzazione <sup>2</sup> (% del Pil)	Scambi di titoli azionari <sup>2</sup>	N° società quotate (domestiche)	N° società neoquotate (domestiche)	N° società cancellate (domestiche)	Rapporto dividendi - prezzi <sup>3</sup>	Rapporto utili - prezzi <sup>3</sup>	Capitalizzazione <sup>2</sup>	Scambi di titoli azionari <sup>2</sup>	N° società quotate (domestiche)	Capitalizzazione <sup>2</sup>	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	N° società quotate (Mac e Aim Italia)	Capitalizzazione (Mac e Aim Italia)
1996	199	20,3	81	213	14	18	2,1	6,9	3	..	31	—	—	—	—	—
1997	310	30,2	174	209	14	18	1,7	4,6	5	1	26	—	—	—	—	—
1998	484	44,8	423	219	25	15	1,6	3,9	4	2	20	—	—	—	—	—
1999	714	64,4	503	241	28	6	1,5	3,4	5	1	17	7	4	6	—	—
2000	790	67,8	839	237	16	20	2,1	4,5	6	1	15	22	30	39	—	—
2001	575	47,3	637	232	13	18	2,8	6,0	5	..	12	13	21	44	—	—
2002	447	35,7	562	231	11	12	3,8	5,9	5	..	13	6	10	44	—	—
2003	475	36,6	567	219	9	21	3,4	6,4	5	..	11	8	14	41	—	—
2004	569	42,2	641	219	7	7	3,4	6,0	5	..	13	7	19	37	—	—
2005	669	47,2	893	257	13	12	3,0	5,2	7	1	18	—	—	—	—	—
2006	768	52,1	1.076	258	17	16	3,4	6,0	10	2	26	—	—	—	—	—
2007	723	49,0	1.510	263	19	14	4,1	8,4	11	4	36	—	—	—	3	0,1
2008	368	23,2	1.156	251	4	16	8,4	13,7	7	1	39	—	—	—	4	0,1
2009	457	30,3	562	280	40	11	3,5	6,7	—	—	—	—	—	—	11	0,6
2010	425	27,2	715	272	2	10	3,6	6,4	—	—	—	—	—	—	19	0,6

Fonte: Borsa Italiana e Thomson Reuters. <sup>1</sup> Dal 2005 Mta/Mtax. Nel 2009 il Mercato Expandi è stato accorpato a Mta. <sup>2</sup> Dati riferiti alle sole società domestiche. <sup>3</sup> Valori in percentuale rilevati a fine anno.

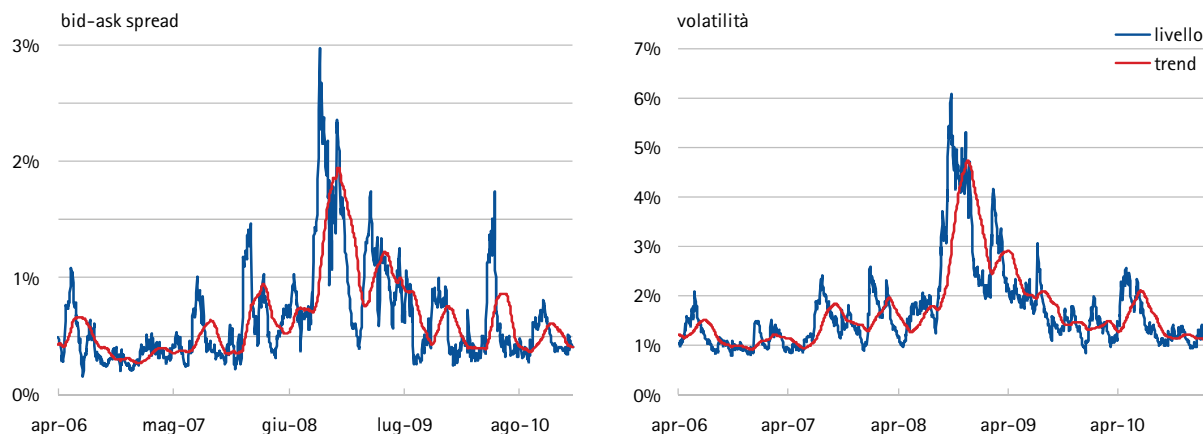
Le società negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione gestiti da Borsa Italiana sono 19, di cui 8 sul Mac (6 nel 2009) e 11 su Aim Italia (5 nel 2009). La capitalizzazione di tali 2 sistemi multilaterali di negoziazione, nonostante la quotazione di nuove società, è rimasta piuttosto stabile (poco più di 600 milioni di euro).

I costi di transazione (misurati sulla base del differenziale fra quotazioni in acquisto e in vendita, cosiddetto *bid-ask spread*) sono aumentati significativamente in corrispondenza della crisi del debito sovrano nei mesi fra aprile e maggio 2010. Al di là del picco massimo raggiunto alla fine del primo semestre del 2010, lo *spread bid-ask* ha ripreso a manifestare un andamento tendenzialmente decrescente (Fig. 37).

Da gennaio a ottobre 2010, gli acquisti netti di azioni quotate italiane sono stati pari a 7 miliardi di euro circa (valore in linea con le emissioni di nuovi titoli da

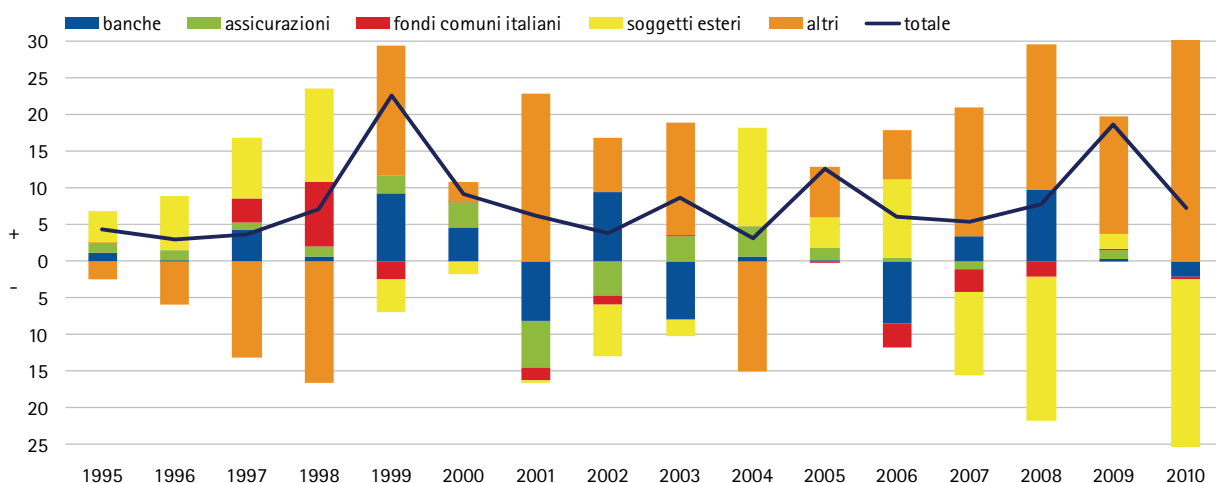
parte di società quotate; si veda il Capitolo I "Le società"). I dati, ancora provvisori, mostrano che i soggetti esteri sono stati i principali venditori netti (per circa 28 miliardi di euro; Fig. 38).

**Fig. 37 Bid-ask spread e volatilità delle principali azioni quotate italiane**  
(dati giornalieri dal 30/04/2006 al 28/02/2011)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Nella figura a sinistra è stato riportato l'indicatore di liquidità di Roll (1984) corretto per la distorsione, per i principali titoli quotati (media ponderata per la capitalizzazione dei titoli Fiat, Eni, Enel, Telecom, UniCredit, Intesa San Paolo, Banca Monte dei Paschi, Banco Popolare). La stima della volatilità è ottenuta applicando un modello E-GARCH.

**Fig. 38 Acquisti netti di azioni quotate italiane per settore istituzionale**  
(miliardi di euro)

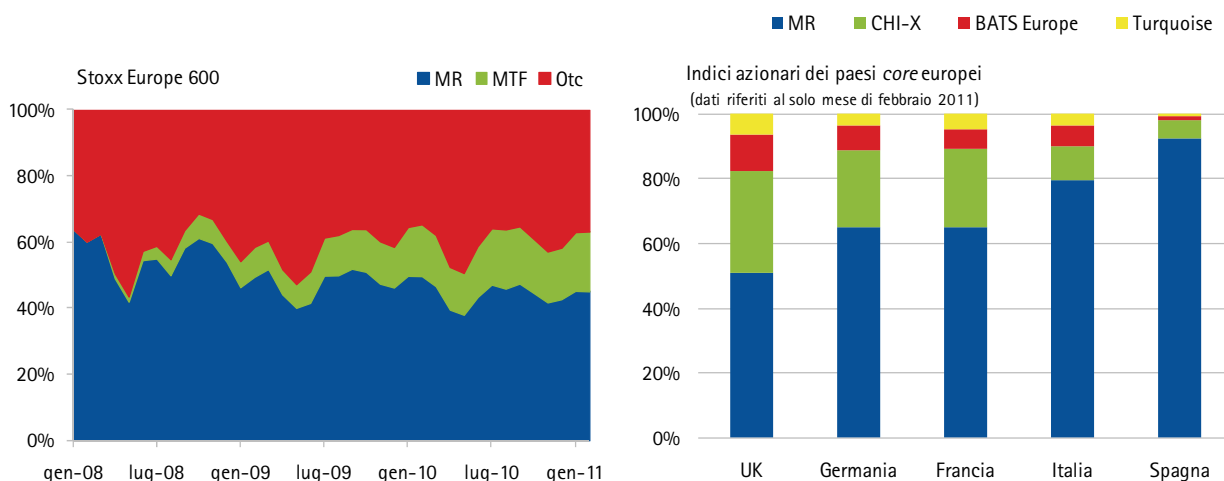


Fonte: Banca d'Italia. Il settore istituzionale "Altri" comprende le famiglie, le imprese, le amministrazioni centrali e locali, la Cassa depositi e prestiti e le Sim. Per il 2009 la categoria "Altri" include anche le assicurazioni. I dati sul 2010 si riferiscono al periodo gennaio-ottobre.

I dati sulla distribuzione degli scambi distinti per piattaforma di negoziazione indicano la forte riduzione del peso dei mercati regolamentati rispetto ai sistemi multilaterali di negoziazione. A febbraio 2011, la quota degli scambi delle azioni incluse nell'indice Stoxx Europe 600 realizzati sui mercati regolamentati è stata pari al 45 per cento circa (63 per cento circa a

gennaio 2008), contro il 18 per cento della quota realizzata sui sistemi multi-laterali di negoziazione; rimane, invece, piuttosto stabile la quota riferita al mercato *over the counter* (37 per cento circa). Il fenomeno della frammentazione degli scambi non si manifesta con la stessa intensità in tutti i paesi europei, essendo piuttosto rilevante nel Regno Unito, Germania, Francia e meno significativo in Italia e in Spagna (Fig. 39).

**Fig. 39 Frammentazione degli scambi azionari in Europa**  
(dati mensili da gennaio 2008 a febbraio 2011)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Fidessa Group plc. MR indica i mercati regolamentati, MTF le *multilateral trading facilities* (incluse le *dark pools*) e OTC l'*over the counter*. Nel grafico di sinistra, la distribuzione del volume degli scambi azionari è relativa alle negoziazioni di titoli inclusi nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 600. Il grafico di destra riporta la distribuzione del volume degli scambi azionari per *trading venues*; gli indici presi in considerazione sono FTSE 100 per UK, Dax30 per la Germania, Cac40 per la Francia, Ibex35 per la Spagna e FTSE Mib per l'Italia.

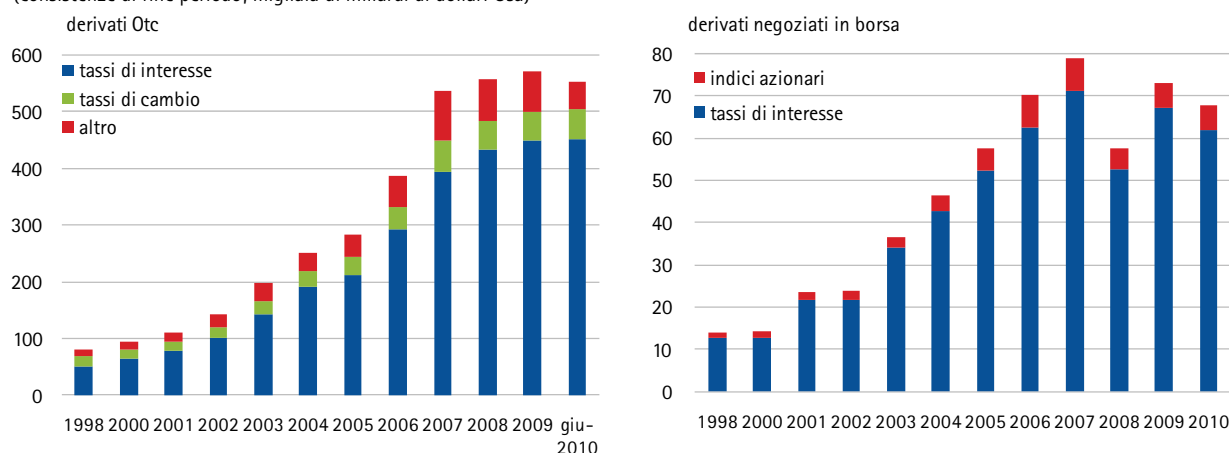
## 2 Il mercato degli strumenti finanziari derivati

Le statistiche della Banca dei Regolamenti Internazionali (Bri) evidenziano come nei primi 6 mesi del 2010 vi sia stata, a livello globale, una lieve flessione del mercato degli strumenti finanziari derivati. Infatti, il valore nozionale dei derivati *over the counter* (Otc) su strumenti finanziari (tassi di interesse, tassi di cambio, azioni e merci) si è ridotto del 3 per cento circa (da 569 miliardi di dollari Usa a dicembre 2009 a 552 miliardi di dollari Usa circa a giugno 2010); il mercato dei derivati scambiati in borsa (*exchange traded*) ha subito una contrazione ancora più consistente (-7 per cento circa; Fig. 40).

I derivati sui tassi di interesse continuano a rappresentare la quota nettamente più rilevante sia dei derivati Otc (82 per cento circa del nozionale complessivo) che degli strumenti finanziari negoziati in borsa (92 per cento circa delle consistenze complessive).

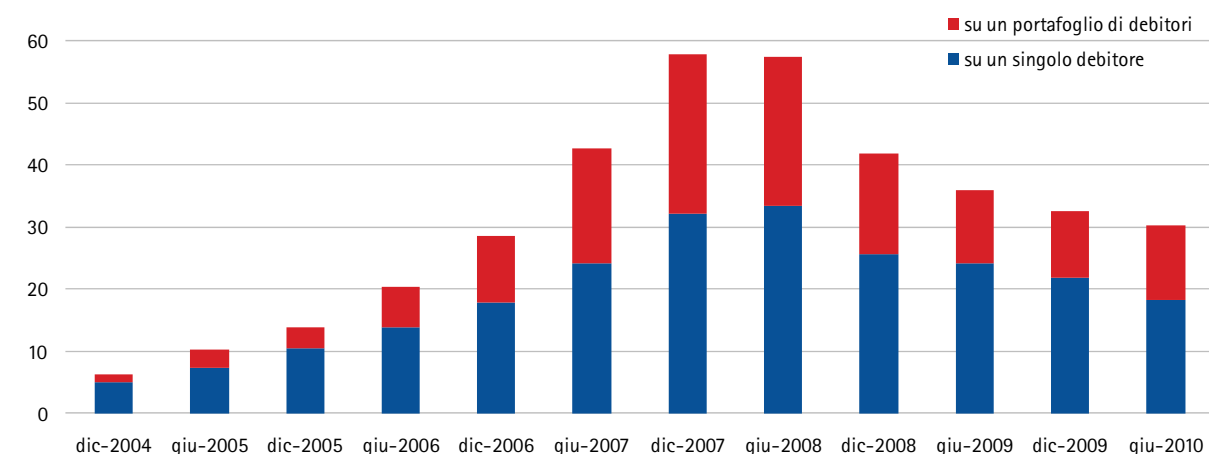
Anche il mercato dei derivati su rischio di credito (*credit default swap*; Cds) ha subito nel 2010 una lieve flessione. Il valore nozionale di tali strumenti finanziari, infatti, si è ridotto nei primi 6 mesi del 2010 del 7 per cento circa (da 33 a 30 miliardi di dollari Usa; Fig. 41).

**Fig. 40 Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati nei paesi del G-10**  
(consistenze di fine periodo; migliaia di miliardi di dollari Usa)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

**Fig. 41 Valore nozionale dei credit default swap nei paesi del G-10**  
(consistenze di fine periodo; migliaia di miliardi di dollari Usa)

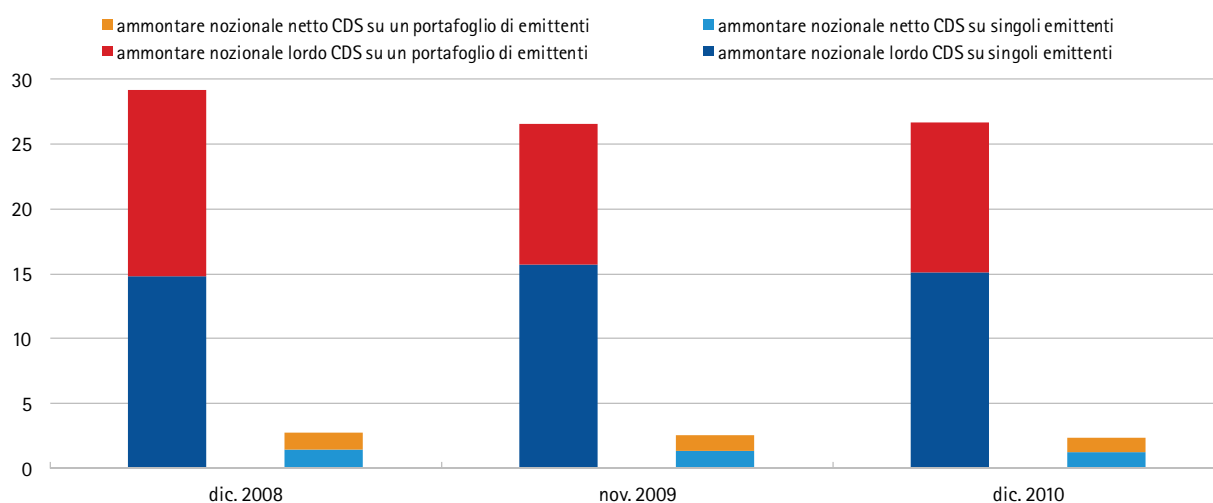


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

I dati forniti dalle *trade repository* americana *Depository and Trust & Clearing Corporation* (Dtcc) sui Cds forniscono statistiche in parte diverse da quelle della Bri, oltre a dare informazioni sul valore delle posizioni nette (cioè la somma dei saldi fra acquisti e vendite di protezione di tutti gli operatori che sono acquirenti netti di protezione).

A fine 2010 il valore nozionale lordo delle posizioni in Cds era pari a circa 26.000 miliardi di dollari Usa (Fig. 42), mentre il valore nozionale netto era pari a poco più di 2.000 miliardi di dollari (circa l'8 per cento del nozionale lordo). Il peso dei contratti su singoli emittenti a fine 2010 era pari a circa il 57 per cento delle posizioni lorde e a circa il 50 per cento sulle posizioni nette, mentre la quota rimanente era rappresentata da *index* e *basket* Cds.

**Fig. 42 Valore nozionale delle posizioni in Cds**  
(dati in migliaia di miliardi di dollari Usa)

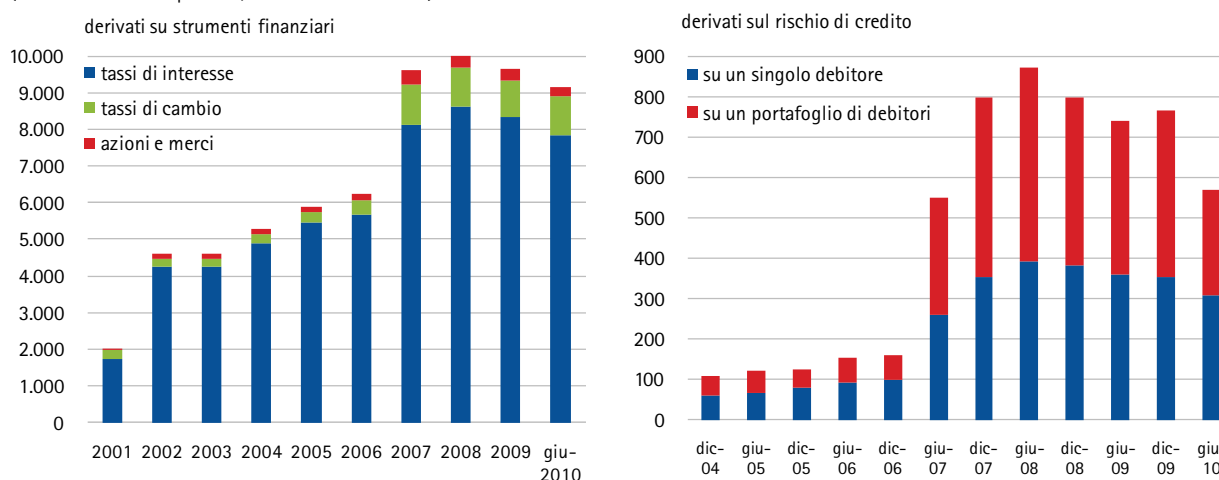


Fonte: elaborazioni su dati Markit e DTCC.

I dati della DtcC permettono, inoltre, di avere statistiche dei contratti in funzione della tipologia di emittente sottostante (cosiddetta *reference entity*). Questi dati permettono di rilevare il crescente peso dei Cds sul debito sovrano (Riquadro 2).

Anche in Italia si è verificata una lieve flessione del mercato dei derivati *over the counter*, il cui nozionale ha subito una riduzione del 5 per cento circa, scendendo da 9.634 miliardi di dollari Usa nel 2009 a 9.137 miliardi di dollari a giugno 2010 (Fig. 43). La contrazione è stata invece più rilevante per i derivati su azioni e merci, le cui consistenze sono diminuite da 303 a 242 miliardi di dollari (-20 per cento). Anche i derivati sul rischio di credito hanno subito una riduzione significativa (-26 per cento circa), scendendo da 763 a 568 miliardi di dollari.

**Fig. 43 Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati Otc in Italia**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)



Fonte: Banca d'Italia.

## Riquadro 2

### 1 *credit default swap* su debito sovrano

Con la recente crisi del debito sovrano il ruolo dei contratti di *credit default swap* (Cds) è stato oggetto di crescente attenzione da parte di *policy maker* e regolatori. Il motivo è legato ai timori circa la possibilità che l'operatività di natura speculativa sul mercato di tali strumenti possa amplificare le tensioni sui mercati obbligazionari.

I *credit default swap* (Cds) su emittenti sovrani rappresentano una quota ridotta del mercato complessivo. A dicembre 2010 pesavano per circa il 16 per cento sul totale del valore nozionale lordo e per il 20 per cento circa sul valore nozionale netto delle posizioni in essere; circa l'80 per cento delle posizioni in essere a fine 2010 era, quindi, riferibile a imprese ed emittenti privati.

Il mercato dei Cds sovrani ha, tuttavia, registrato un forte tasso di crescita nel periodo più recente: nel 2009 le posizioni nette sono cresciute del 20 per cento circa e le lorde del 30 per cento; nel 2010, invece, le posizioni nette sono più che raddoppiate, mentre quelle lorde sono cresciute di oltre il 50 per cento. Lo sviluppo del mercato dei Cds su emittenti sovrani è dunque un fenomeno relativamente recente, probabilmente legato alla crescita delle esigenze di copertura emerse con il forte deterioramento dei conti pubblici nei principali paesi avanzati ed emergenti.

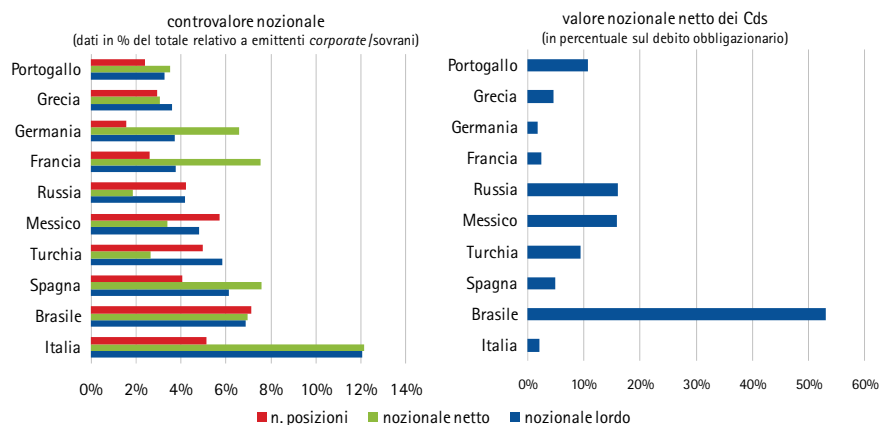
Il segmento dei Cds su emittenti *sovereign* è molto concentrato. A dicembre 2010 le prime 10 *reference entity* sovrane rappresentavano circa il 55 per cento del controvalore nozionale (sia lordo che netto) del totale dei Cds su emittenti sovrani, e il 44 per cento circa del numero di posizioni; la Repubblica Italiana risultava la prima *reference entity* utilizzata nei contratti dei Cds su emittenti sovrani, con una quota del 12 per cento circa (sia sul nozionale lordo che netto), seguito dal Brasile e dalla Spagna. Facendo riferimento, invece, alla dimensione relativa del mercato dei Cds rispetto al mercato obbligazionario, Brasile, Messico, Russia e Portogallo sono gli Stati per i quali i Cds hanno il peso maggiore rispetto al debito sottostante in termini di nozionale netto. Per la Repubblica Italiana tale valore è modesto (circa il 2 per cento in termini di nozionale netto e circa il 22 per cento in termini di nozionale lordo) e in linea con i valori osservati per la Francia e la Germania.

In linea teorica il rendimento di un titolo di Stato al netto del premio pagato per l'acquisto della protezione dovrà essere pari al tasso *risk free*, il che vuol dire che lo *spread* del titolo di Stato (rendimento meno tasso *risk free*) deve essere uguale alla quotazione del Cds.

Tuttavia, a partire dalla crisi finanziaria, le quotazioni dei Cds su emittenti sovrani sono state sistematicamente superiori agli *spread* dei titoli di Stato (cosiddetta situazione di "base positiva"); solo nel caso della Grecia si sono avuti persistenti episodi di base negativa. Vi sono diversi motivi che possono spiegare questo fenomeno legati essenzialmente al rischio di controparte dei contratti Cds, a imperfezioni dei mercati che ostacolano gli arbitraggi e alla differente liquidità dei due mercati.

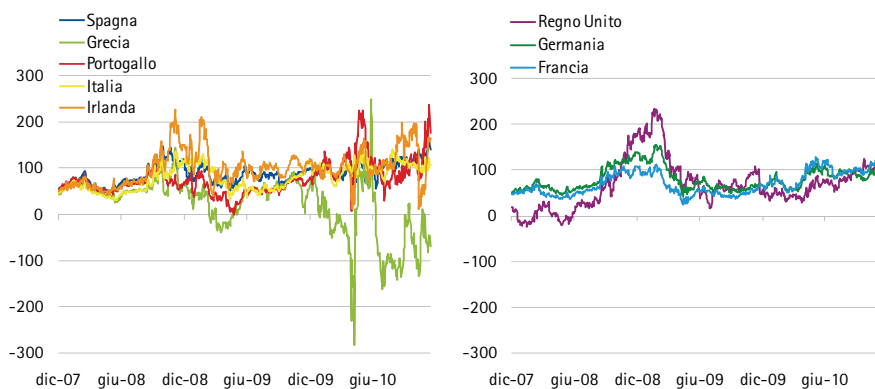
Gli strumenti finanziari derivati cosiddetti *exchange traded* negoziati su mercati regolamentati italiani sono quelli negoziati sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa.

Prime 10 *reference entity sovereign* per controvalore nozionale a dicembre 2010



Fonte: elaborazioni su dati Markit e DTCC.

Andamento della base per gli emittenti sovrani europei  
(valori in punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. La base è calcolata come differenza fra il Cds e lo *spread* delle obbligazioni a 5 anni (differenza fra il rendimento a scadenza e il tasso *swap* a 5 anni).

Con riguardo al mercato italiano, l'8 novembre 2010 l'Idem (*Italian Derivatives Market*) ha completato con successo il passaggio a una nuova piattaforma di negoziazione. L'innovazione è legata all'esigenza di sostenere

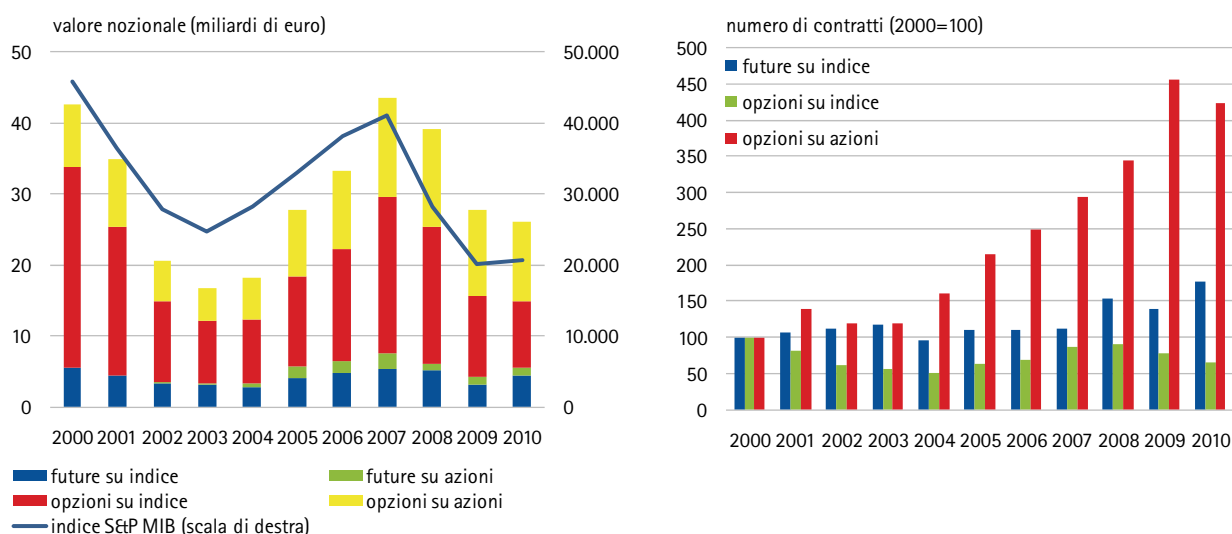
la crescita degli scambi, ridurre i tempi di risposta (*latency*) del sistema e allineare microstruttura e caratteristiche del mercato alle principali borse europee di strumenti derivati (Eurex e Liffe).

L'avvio della piattaforma è stato preceduto da una serie di sessioni di collaudo obbligatorie per gli utenti, organizzate a mercato chiuso nelle giornate di sabato tra il 18 settembre e il 23 ottobre 2010. Al ciclo di *test* hanno partecipato anche rappresentanti della Consob, la cui presenza ha contribuito al progressivo perfezionamento della piattaforma e all'individuazione di criticità tali da suggerire l'opportunità di differire la migrazione, inizialmente prevista per il 25 ottobre 2010, per eseguire verifiche supplementari.

Nel 2010, il valore nozionale dei contratti aperti (cosiddetto *open interest*) sull'Idem (calcolato come media giornaliera) è diminuito del 6 per cento, scendendo da 27 a 26 miliardi di euro (Fig. 44).

In termini di controvalore medio giornaliero, la quota preponderante dei contratti aperti è costituita da opzioni su azioni (42 per cento circa), seguite da opzioni su indice (36 per cento).

**Fig. 44 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.

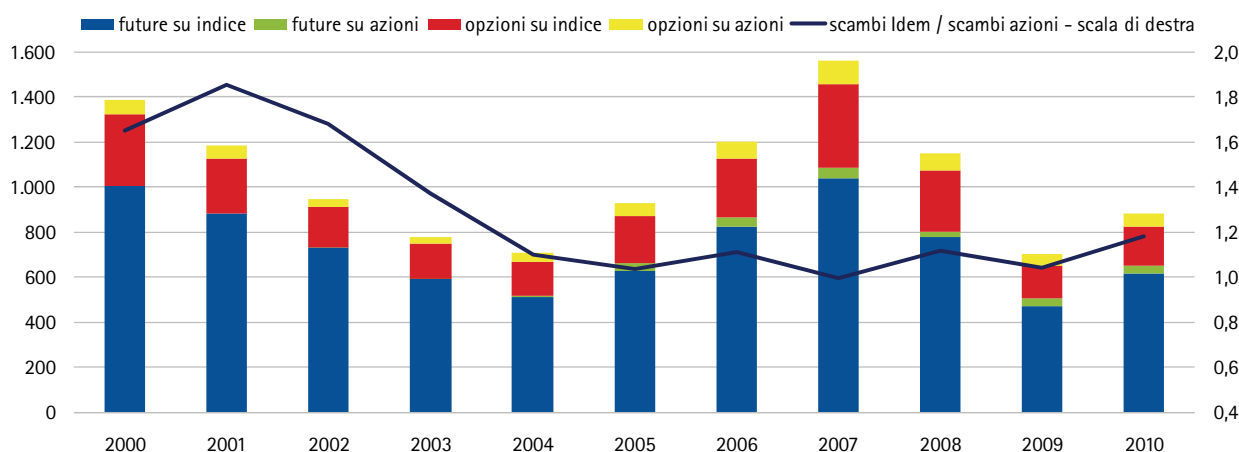
Nel 2010 gli scambi su strumenti derivati negoziati sull'Idem (in termini di valore nozionale) sono cresciuti in modo rilevante rispetto al 2009, passando da 702 a 883 miliardi di euro circa (+26 per cento; Fig. 45). È cresciuto anche il rapporto fra scambi su derivati e scambi su azioni (da 1,0 a 1,2).

I volumi di scambi più consistenti riguardano soprattutto i *future* su indice (70 per cento del totale); seguono le opzioni su indice (20 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. 45 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 2010 gli scambi sul SeDeX, mercato dei *securitised derivative* gestito da Borsa Italiana Spa, sono lievemente aumentati rispetto all'anno precedente (12 miliardi di euro, contro 10 miliardi di euro nel 2009; +20 per cento) (Tav. 15). Si sono ridotte, invece, le nuove emissioni (-13 per cento), mentre il numero complessivo di strumenti quotati a fine anno è rimasto pressoché invariato (+1,6 per cento).

Il numero degli emittenti, invece, si è più che raddoppiato salendo da 9 a fine 2009 a 22 a dicembre 2010. Gli *specialist*, ossia gli intermediari incaricati di fornire liquidità al mercato, sono invece 18 e, nella maggioranza dei casi, coincidono con l'emittente o appartengono allo stesso gruppo bancario. Il 46 per cento degli scambi è stato alimentato dagli *specialist*, il 36 per cento da investitori privati (principalmente *trader on line*) e la restante parte residuale da arbitraggisti.

Nel corso del 2010 la Consob ha svolto un'indagine conoscitiva sull'attività di quotazione di un campione di 6 *specialist*, selezionati anche in base alla continuità e qualità della presenza sul mercato e agli esposti pervenuti dagli investitori. Lo studio, che si inserisce in una serie di azioni dirette a incrementare il rispetto degli obblighi di quotazione e accrescere la trasparenza del mercato e la tutela degli investitori, è stato effettuato anche attraverso incontri con i rappresentanti dei singoli intermediari e l'analisi delle quotazioni esposte su serie di strumenti.

Dall'indagine è emersa la riduzione dell'orizzonte temporale delle nuove emissioni: il 62 per cento degli strumenti quotati nel 2010 ha scadenza inferiore a 1 anno, il 24 per cento ha scadenza fra 1 e 5 anni e il 12 per cento (in larga parte *certificate leverage*) ha scadenza tra 6 e 20 anni.

**Tav. 15 Covered warrant e certificates quotati sul SeDeX**  
(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero di emissioni			Controvalore degli scambi
	in essere <sup>1</sup>	nuove <sup>2</sup>	scadute <sup>3</sup>	
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
2009	3.289	4.029	3.625	10
2010	3.343	3.508	3.454	12

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

I *covered warrant plain vanilla* rappresentano la quota più rilevante di emissioni (52 per cento), seguita dai *certificate investment* (29 per cento); marginale, invece, è il peso dei *certificate leverage* e dei *covered warrant* esotici/strutturati (pari complessivamente al 16 per cento degli strumenti negoziabili; Tav. 16).

Con riguardo alla distribuzione dei *covered warrant* sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio dell'opzione (cosiddetta *moneyness*), si rileva che il 54 per cento circa dei *covered warrant plain vanilla call* emessi nel 2010 sull'indice S&P/Mib e su azioni italiane era *deep out of the money* (ossia emesso con prezzo di esercizio inferiore dell'8 per cento rispetto al prezzo di mercato del sottostante). Per gli strumenti *put* emessi nel 2010, il 69 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). Analogamente, alla scadenza il 68 per cento dei *covered warrant call* e il 54 per cento dei *covered warrant put* risultavano *deep out of the money* (Tav. 17).

L'analisi condotta sui *certificate leverage certificates* mostra una riduzione del numero di strumenti revocati prima della scadenza (39 per cento degli strumenti in circolazione contro il 43 per cento nel 2009). 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. 16 Tipologie di *covered warrant* e *certificates* quotati sul SeDeX**  
(situazione al 31 dicembre)

Segmento e categoria	Plain vanilla		Esotici		Leverage		Investment		Totale	
	numero di emissioni	peso sul totale <sup>1</sup>	numero di emissioni	peso sul totale <sup>1</sup>	numero di emissioni	peso sul totale <sup>1</sup>	numero di emissioni	peso sul totale <sup>1</sup>	numero di emissioni	peso sul totale <sup>1</sup>
2007	2.839	64,4	154	3,5	399	9,0	1.016	23,0	4.408	100,0
2008	1.728	53,8	108	3,4	215	6,7	1.149	36,0	3.192	100,0
2009	1.672	50,8	96	2,9	399	12,1	1.122	34,2	3.289	100,0
2010	1.846	52,2	100	3	438	13,1	959	28,7	3.343	100,0

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

**Tav. 17 Distribuzione dei *covered warrants* quotati sul SeDeX sulla base del grado di "moneyness" al momento dell'emissione e della scadenza**  
(valori in percentuale)

	Grado di moneyness <sup>1</sup>	
	all'emissione <sup>2</sup>	alla scadenza <sup>3</sup>
<b>Call</b>		
> 8 per cento (deep out of the money)	54,1	68,1
da 8 per cento a 4 per cento (out of the money)	6,1	4,8
da 4 per cento a 0 (at the money)	5,9	6,2
da 0 a -4 per cento (in the money)	5,5	5,9
< -4 per cento (deep in the money)	28,3	15
<i>Totale</i>	100,0	100,0
<b>Put</b>		
< -8 per cento (deep out of the money)	68,9	45,6
da -8 per cento a -4 per cento (out of the money)	8,2	10
da -4 per cento a 0 (at the money)	7,5	7,4
da 0 a 4 per cento (in the money)	3,7	10
> 4 per cento (deep in the money)	11,7	27
<i>Totale</i>	100,0	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. <sup>1</sup> Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del *covered warrants*.

<sup>2</sup> Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2008. <sup>3</sup> Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2008.

Sotto il profilo strettamente finanziario, i *covered warrant plain vanilla* su azioni e indici azionari sono strumenti del tutto analoghi alle opzioni sugli stessi sottostanti negoziate sul mercato regolamentato Idem (si veda il precedente paragrafo 2). Inoltre, le caratteristiche in termini di lotto minimo di negoziazione e modalità di *trading*, rendono entrambe le tipologie di strumenti accessibili ai risparmiatori al dettaglio; vi sono tuttavia, rilevanti differenze nelle modalità di *pricing* che possono portare a diverse indicazioni di volatilità implicita derivabili dai due mercati (Riquadro 3).

### Riquadro 3

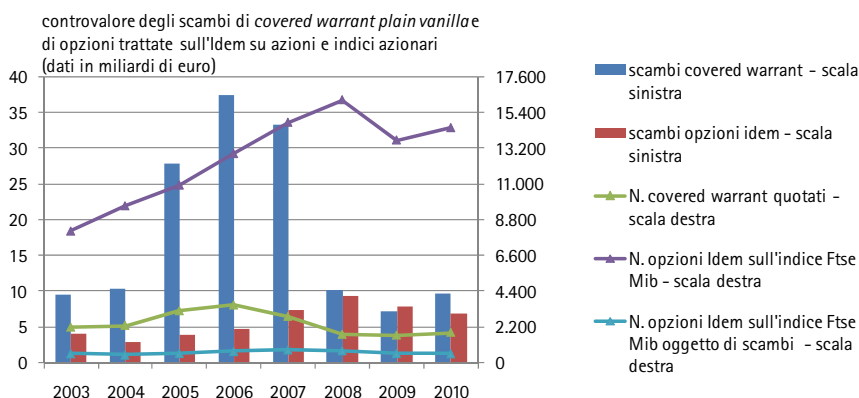
#### 1 covered warrant e le opzioni negoziate sull'Idem

Alcune opzioni su indici e singoli strumenti azionari negoziati sul mercato Idem rappresentano strumenti identici sotto il profilo finanziario ai *covered warrant plain vanilla* sugli stessi sottostanti (cioè opzioni *call* o *put* sugli stessi sottostanti).

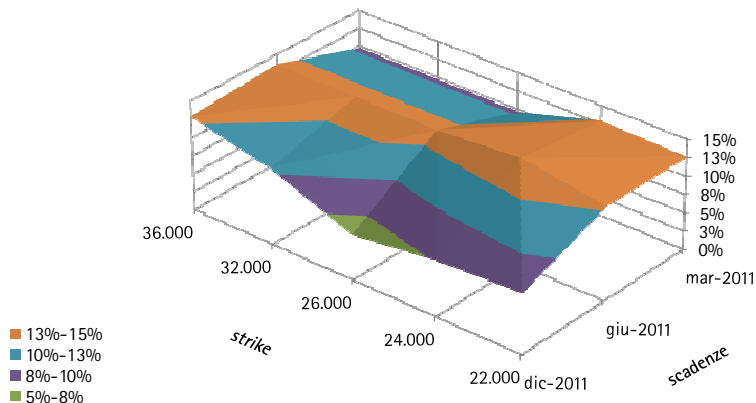
Nel 2010 il controvalore degli scambi (misurato sulla base del valore dei premi) dei *covered warrant plain vanilla* è tornato a essere superiore a quello degli scambi su opzioni negoziate sull'Idem (così come è accaduto in tutto il periodo 2003-2007), mentre nel biennio 2008-2009 gli scambi sui 2 mercati erano di entità simile.

Molti *covered warrant* hanno inoltre scadenze e *strike price* identici a quelle delle opzioni negoziate sull'Idem e quindi i loro prezzi (misurati in termini di volatilità implicita) sono direttamente confrontabili. In media, per un dato sottostante, i *covered warrant*, a parità di scadenza e *strike price*, risultano più "cari" delle opzioni negoziate sull'Idem; in particolare, per i prodotti aventi come sottostante l'indice Ftse Mib, il prezzo dei *covered warrant call* riflette in media una volatilità implicita più elevata di quella incorporata nel prezzo delle opzioni *call* negoziate sull'Idem e il differenziale può arrivare fino a circa 15 punti percentuali.

#### Scambi e volatilità implicita dei *covered warrant* e delle opzioni negoziate sull'Idem



differenza media tra la volatilità implicita dei *covered warrant plain vanilla* e quella delle opzioni negoziate sull'Idem con stesso *strike* e scadenza (dati relativi a opzioni *call* sull'indice Ftse Mib)



Fonte: elaborazioni su dati Consob e Borsa Italiana.

## 4 Il mercato obbligazionario

La raccolta obbligazionaria ha registrato un forte rallentamento sia in Europa che negli Usa, soprattutto nel settore finanziario, che ha scontato la progressiva chiusura dei programmi di garanzie pubbliche alle passività bancarie in tutti i principali paesi di tali aree geografiche (Fig. 46).

Negli Usa le emissioni delle obbligazioni nel settore *corporate* sono diminuite del 7 per cento circa (da 406 miliardi di euro nel 2009 a 376 miliardi di euro nel 2010) a causa principalmente della forte riduzione delle emissioni di obbligazioni *speculative grade* (da 307 a 241 miliardi di euro; -27 per cento circa); le emissioni di obbligazioni *investment grade* sono invece aumentate da 94 a 135 miliardi di euro (+30 per cento). L'ammontare complessivo delle emissioni obbligazionarie bancarie ha fatto registrare una brusca diminuzione (da 220 miliardi di euro nel 2009 a 85 miliardi di euro nel 2010; -61 per cento circa) a causa principalmente del venire meno di emissioni di titoli a garanzia pubblica.

In Europa, l'ammontare di emissioni di obbligazioni *corporate* ha subito una riduzione del 40 per cento circa (da 333 miliardi di euro nel 2009 a 198 miliardi di euro nel 2010) a causa principalmente della significativa riduzione delle emissioni di obbligazioni *investment grade* (da 308 a 75 miliardi di euro; -76 per cento). Anche l'ammontare delle emissioni di obbligazioni bancarie ha subito una significativa contrazione, scendendo da 493 miliardi di euro nel 2009 a 347 miliardi di euro nel 2010 (-30 per cento circa), per effetto della forte riduzione delle emissioni di titoli a garanzia pubblica (da 175 a 13 miliardi di euro; -92 per cento circa).

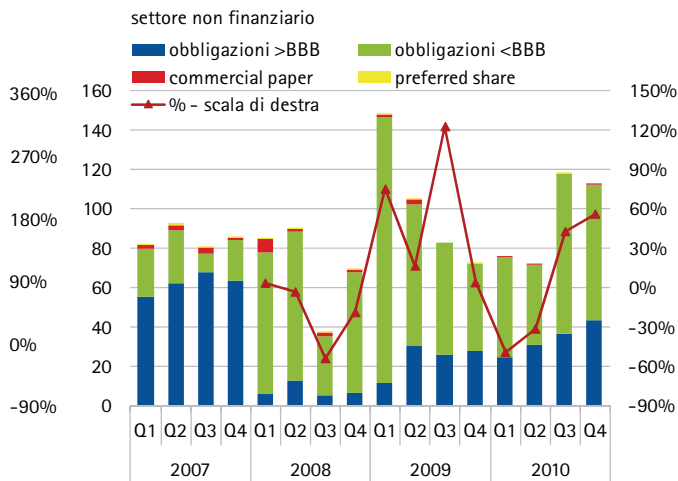
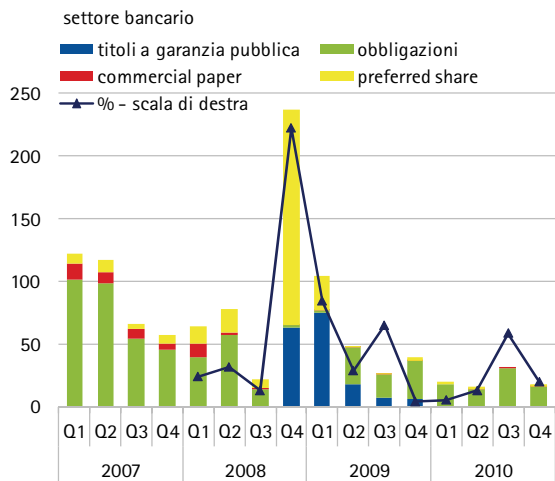
In Italia le emissioni di obbligazioni *corporate* hanno subito una flessione (da 28 a 22 miliardi di euro; -24 per cento circa) legata principalmente alla diminuzione della raccolta tramite obbligazioni *high yield* (scesa da 22 miliardi di euro nel 2009 a 15 miliardi di euro nel 2010; -33 per cento). Anche l'ammontare delle emissioni di obbligazioni bancarie si è ridotto, passando da 180 a 110 miliardi di euro (-40 per cento).

Gli *spread* medi delle obbligazioni *investment grade* sono rimasti su livelli vicini a 100 punti base per la fascia di rating AAA-A e a circa 150 punti base per le imprese con rating BBB; si sono, invece, lievemente ridotti gli *spread* delle obbligazioni con rating BB e B (Fig. 46).

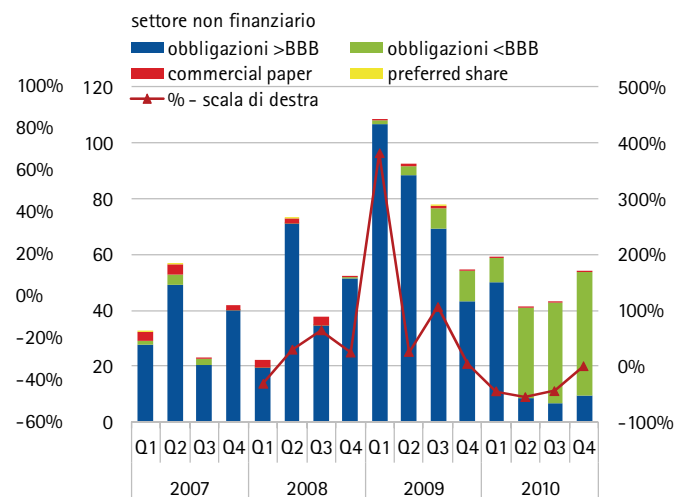
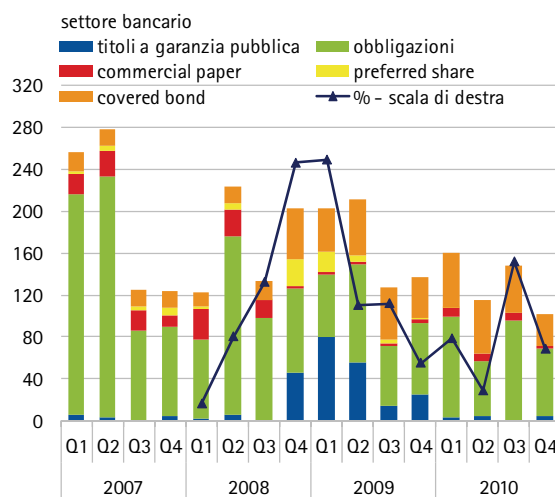
Per quanto attiene all'attività di negoziazione sui mercati secondari, nel 2010 il volume complessivo di scambi di obbligazioni sui mercati regolamentati italiani è lievemente cresciuto da 1.618 a 1.762 miliardi di euro (+9 per cento circa) rimanendo, in ogni caso al di sotto dei livelli registrati prima della crisi (2.512 miliardi di euro nel 2007; Tav. 18). Tale incremento è dovuto soprattutto alla crescita del controvalore delle negoziazioni sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), passato da 745 a 880 miliardi di euro (18 per cento circa).

**Fig. 46 Emissioni lorde di obbligazioni di imprese private**  
(miliardi di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

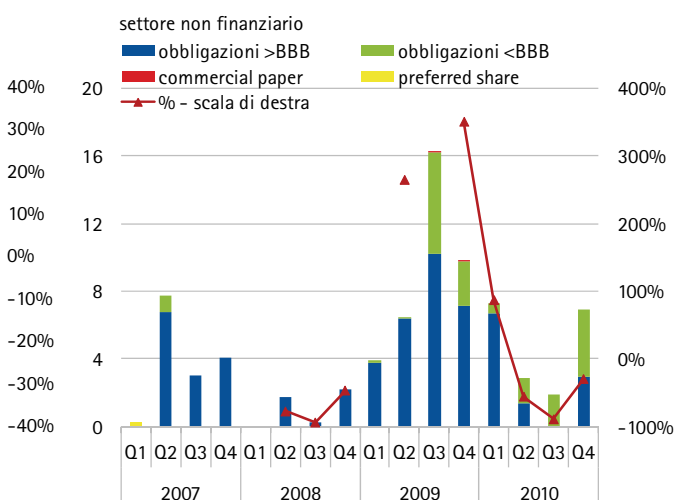
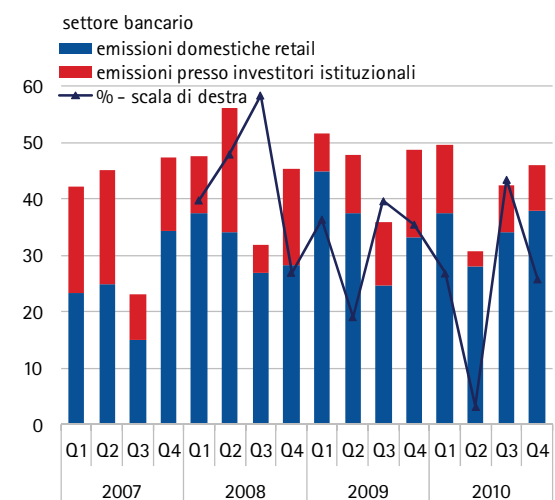
**USA**



**EUROPA**



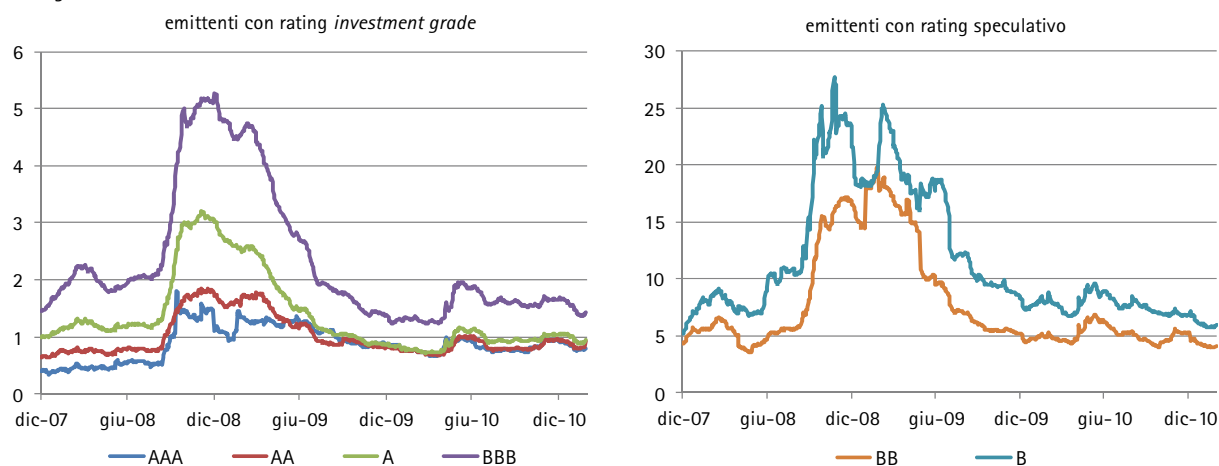
**ITALIA**



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. I dati per l'Europa si riferiscono ai collocamenti di società con sede legale in Italia, Francia, Germania, Spagna, Olanda e UK e alle loro controllate (anche se con sede legale in altri paesi).

**Fig. 47 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 28/02/2011)



Fonte: elaborazioni su dati Merrill Lynch e Thomson Reuters I rendimenti dei titoli di Stato si riferiscono ai titoli tedeschi.

**Tav. 18 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani<sup>1</sup>**  
(miliardi di euro)

	Mts	Bondvision	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot <sup>2</sup>	Euro Mot	Tlx <sup>3</sup>	Totale
2000	2.020	—	..	154	..	—	2.174
2001	2.324	18	12	136	1	—	2.491
2002	2.205	100	24	159	2	—	2.490
2003	2.160	176	23	142	4	2	2.507
2004	1.949	339	31	147	4	8	2.478
2005	1.596	448	19	123	—	7	2.193
2006	1.634	555	17	122	—	13	2.341
2007	1.665	664	9	149	—	25	2.512
2008	874	522	1	177	—	63	1.636
2009	745	549	..	229	—	95	1.618
2010	880	560	..	228	—	94	1.762

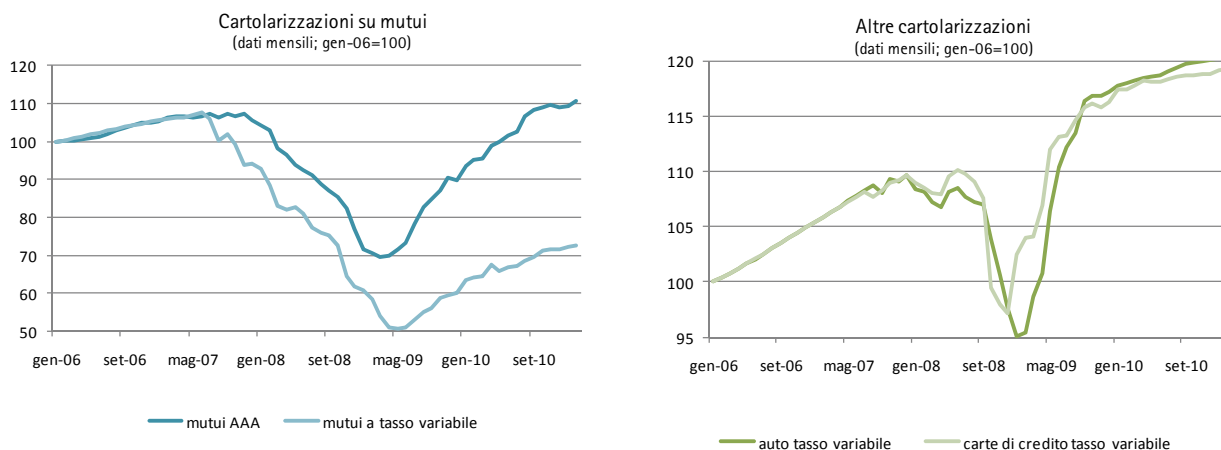
Fonte: elaborazioni su dati Mts, Borsa Italiana e Tlx. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Dal 2005 sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMot. <sup>3</sup> Dal 2010 sistema multilaterale di negoziazione EuroTLX.

## 5 Il mercato delle cartolarizzazioni

Nel 2010 si è registrata una graduale ripresa del mercato delle cartolarizzazioni collegate a mutui (grazie anche ai miglioramenti delle quotazioni sul mercato secondario; Fig. 48), sostenuta dalle operazioni di soggetti privati negli Usa e da operazioni cosiddette di auto-cartolarizzazione in

Europa (titoli acquistati interamente dall'*originator* al fine di costituire *collateral* per operazioni di rifinanziamento con la Bce); le emissioni delle altre tipologie di cartolarizzazioni hanno subito, invece, una significativa contrazione (Fig. 49).

**Fig. 48 Performance delle cartolarizzazioni negli Usa**  
(dati mensili)



Fonte: Moody's.

Negli Usa l'ammontare complessivo delle emissioni di cartolarizzazioni collegate ai mutui è tornato a crescere, passando da 227 a 400 miliardi di euro circa (+76 per cento), in virtù soprattutto dell'aumento delle emissioni dei soggetti privati (da 14 miliardi di euro nel 2009 a 292 miliardi di euro nel 2010). L'ammontare delle emissioni delle altre tipologie di cartolarizzazioni, invece, ha subito una riduzione del 6 per cento circa, a causa della forte contrazione delle emissioni di *agencies* e soggetti pubblici (da 875 a 294 miliardi di euro, - 66 per cento).

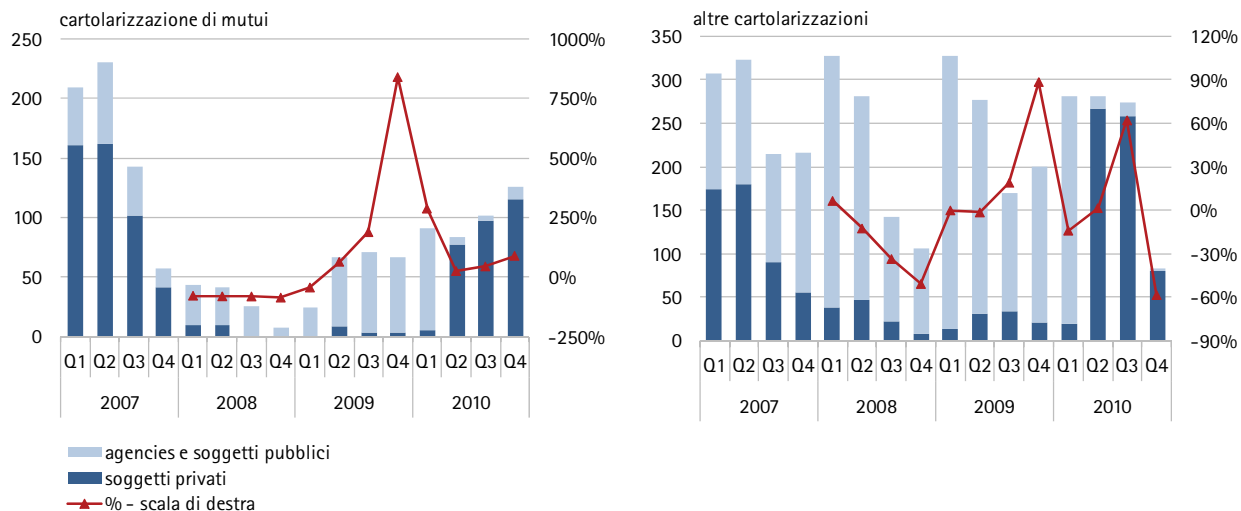
In Europa, l'ammontare complessivo delle emissioni delle cartolarizzazioni collegate ai mutui è cresciuto di circa 8 punti percentuali, da 178 miliardi di euro nel 2009 a 191 miliardi di euro nel 2010, soprattutto grazie alla dinamica particolarmente favorevole delle emissioni trattenute dagli *originator*. È rimasto residuale, invece, l'interesse degli investitori verso le altre tipologie di cartolarizzazioni.

La crescita delle emissioni di cartolarizzazioni su mutui si è affiancata a una riduzione della differenza fra revisioni al ribasso e al rialzo del rating. Sia negli Usa che in Europa il numero dei *downgrades*, dopo il picco raggiunto nel periodo di crisi, continua a essere caratterizzato da un *trend* decrescente (Fig. 50).

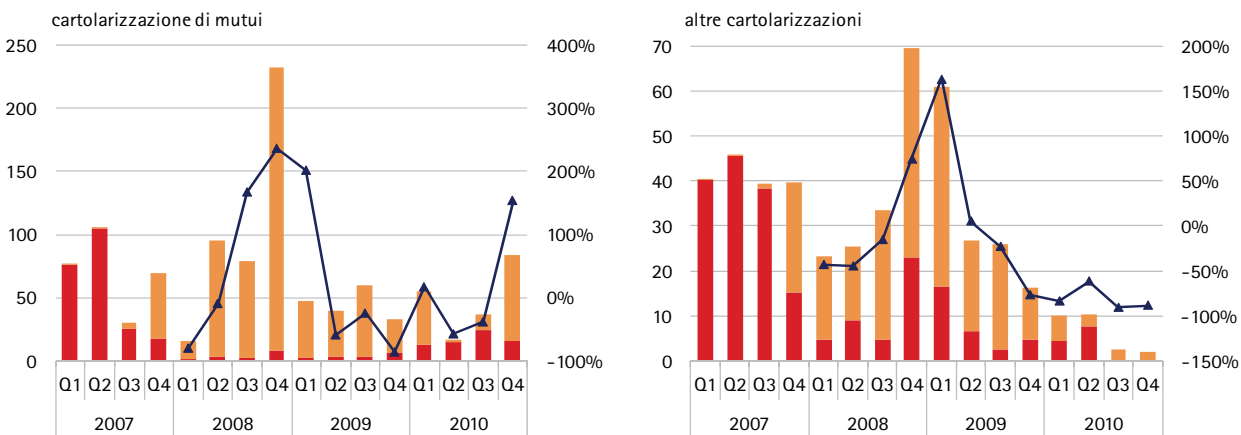


**Fig. 49 Emissioni lorde di cartolarizzazioni**  
(miliardi di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

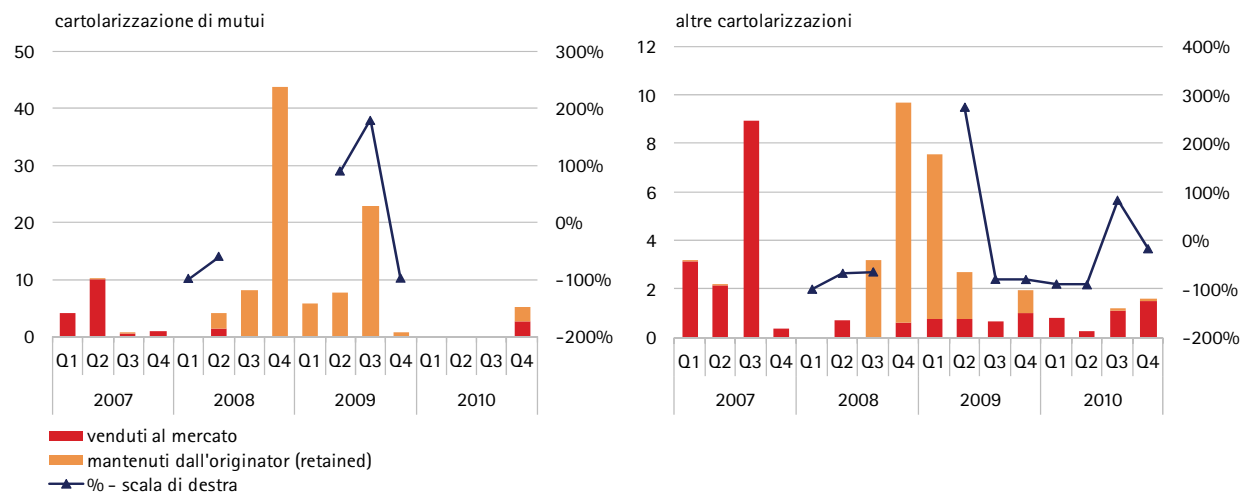
**USA**



**EUROPA**

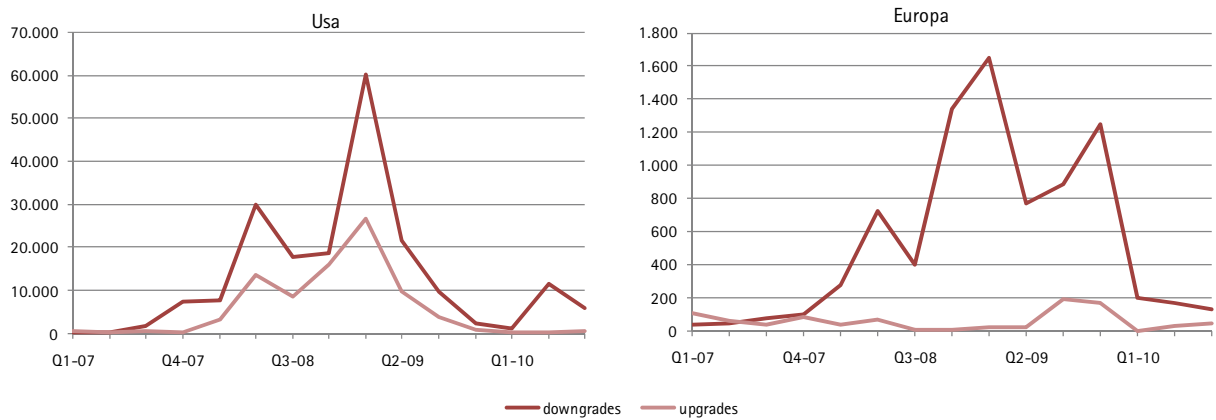


**ITALIA**



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic. I dati per l'Europa si riferiscono alle società con sede legale in Italia, Francia, Germania, Spagna, Olanda e UK e alle loro controllate (anche se con sede legale in altri paesi).

**Fig. 50 Revisioni di rating dei prodotti strutturati**  
(dati trimestrali)



Fonte: Moody's.

## 1 I principali gruppi bancari

I conti economici al primo semestre 2010 dei principali gruppi bancari italiani hanno subito un peggioramento rispetto allo stesso periodo del 2009, principalmente a causa dell'evoluzione negativa dei mercati finanziari e della crisi del debito sovrano, che hanno condizionato in maniera sfavorevole il costo della raccolta e i risultati dell'attività di intermediazione mobiliare.

La flessione del margine di interesse (-13 per cento) e dei profitti da operazioni finanziarie (-35 per cento) hanno causato una riduzione del margine di intermediazione (-6 per cento circa) (Tav. 19). Le commissioni nette sono aumentate del 17 per cento circa, principalmente a causa dell'aumento delle commissioni da servizi di investimento e gestioni collettive (+18 per cento circa). In particolare, le commissioni legate alla gestione collettiva del risparmio sono aumentate del 24 per cento e quelle da servizi di investimento del 5 per cento. A fronte di un limitato incremento dei costi operativi (+1 per cento circa), il risultato di gestione si è ridotto del 15 per cento circa, mentre l'utile netto si è ridotto del 5 per cento circa, per effetto del minor peso delle rettifiche su crediti (-10 per cento) e su altre operazioni finanziarie (-50 per cento).

I dati preliminari per il 2010 evidenziano una flessione più accentuata del margine di intermediazione per le banche italiane, mentre negli Usa e nell'area euro circa i tre quarti delle principali banche quotate evidenziano una crescita dei ricavi (Fig. 51). La redditività delle banche italiane rimane tuttavia stabile, anche se si mantiene su livelli largamente inferiori a quelli del 2007.

Il peso sul margine di intermediazione dei ricavi da intermediazione mobiliare (intesi come somma delle commissioni nette da servizi di investimento e gestioni collettive e dei profitti da operazioni finanziarie) dei principali gruppi quotati italiani è salito al 20 per cento nel primo semestre del 2010, contro il 18,5 per cento nel 2009. Tale crescita è imputabile essenzialmente al citato aumento delle commissioni da gestioni collettive, ma anche alla crescita delle commissioni derivanti dal servizio di collocamento, il cui peso è passato dal 23 al 29 per cento circa. Si è ridotto invece il peso del margine di interesse dal 63 al 60 per cento circa (Fig. 52).

La raccolta diretta dei principali gruppi bancari italiani ha evidenziato un lieve incremento (2,5 per cento circa), dovuto sia alla ripresa della posizione interbancaria netta (saldo fra depositi da banche e impieghi verso

banche) che alla crescita dei depositi da clientela, mentre le obbligazioni si sono ridotte di quasi il 7 per cento rispetto al 2009.

**Tav. 19 Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani**  
(valori in milioni di euro)

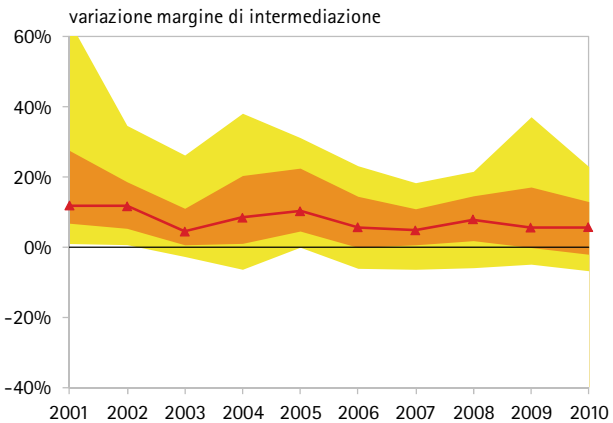
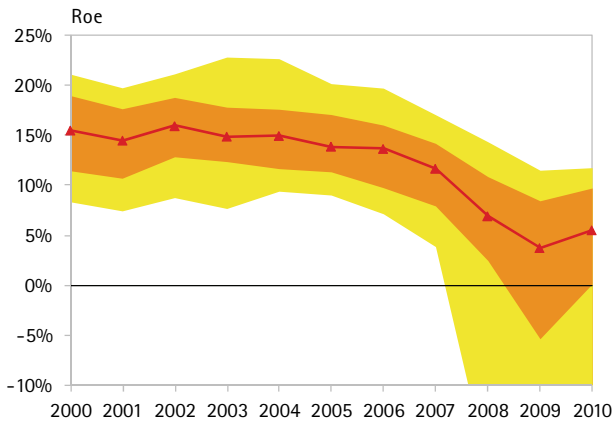
	2006	2007	2008	2009	I sem. 2009	I sem. 2010	variazione % I sem. 2010/ I sem. 2009
<b>Margine di interesse (a)<sup>1</sup></b>	39.263	38.745	45.432	40.331	21.656	18.833	-13,0
<b>Commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)</b>	23.647	22.021	20.417	18.888	9.017	10.565	+17,2
<i>di cui: da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)</i>	12.088	11.596	9.731	7.982	4.131	4.884	+18,2
negoziante titoli e valute e raccolta ordini	1.711	1.745	1.639	1.551	806	847	+5,0
gestioni individuali	1.237	1.062	956	691	362	294	-18,6
gestioni collettive	4.993	4.444	3.346	2.636	1.351	1.680	+24,3
banca depositaria	409	347	255	108	111	58	-47,5
custodia titoli	220	234	125	128	50	73	+44,7
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	3.364	3.442	3.085	2.687	1.296	1.805	+39,2
consulenza	154	321	326	182	155	128	-17,6
<i>da servizi bancari (b.2)<sup>2</sup></i>	10.835	9.677	10.206	10.496	4.150	3.484	-16,0
<i>altre commissioni nette (b.3)<sup>3</sup></i>	722	748	479	410	1.569	2.195	+39,9
<b>Profitti/perdite da operazioni finanziarie (c)<sup>4</sup></b>	6.299	2.797	-2.173	3.899	2.139	1.387	-35,2
<b>Altri proventi netti di gestione (d)</b>	1.980	1.628	1.337	1.051	578	527	-8,9
<b>Risultato della gestione assicurativa (e)</b>	537	526	410	468	210	294	+40,0
<b>Margine di intermediazione (f = a+b+c+d+e)</b>	71.695	65.718	65.422	64.636	33.600	31.605	-5,9
<b>Costi operativi (g)<sup>5</sup></b>	39.870	36.235	39.348	37.178	18.313	18.551	+1,3
<b>Risultato di gestione (f-g)</b>	31.825	29.482	26.074	27.458	15.286	13.054	-14,6
<b>Rettifiche nette su crediti</b>	-6.246	-5.953	-10.507	-16.358	-7.783	-6.986	-10,2
<b>Rettifiche nette su altre operazioni finanziarie</b>	-454	-482	-2.799	-1.649	-622	-311	-50,0
<b>Utile netto<sup>6</sup></b>	17.107	17.947	8.194	6.136	3.860	3.651	-5,4

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. I dati per gli anni precedenti al 2009 tengono conto dei principali gruppi bancari successivamente confluiti nei gruppi esistenti a fine 2009 attraverso operazioni di fusione o acquisizione, salvo che per HVB (consolidato in Unicredit a partire dal 1° novembre 2005). <sup>1</sup> Inclusi i dividendi su partecipazioni, gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto e il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse. <sup>2</sup> Commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, servizi di incasso e pagamento, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e servizi Bancomat. <sup>3</sup> Commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie. <sup>4</sup> La voce comprende il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie. <sup>5</sup> Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. <sup>6</sup> Incluso l'utile di terzi.

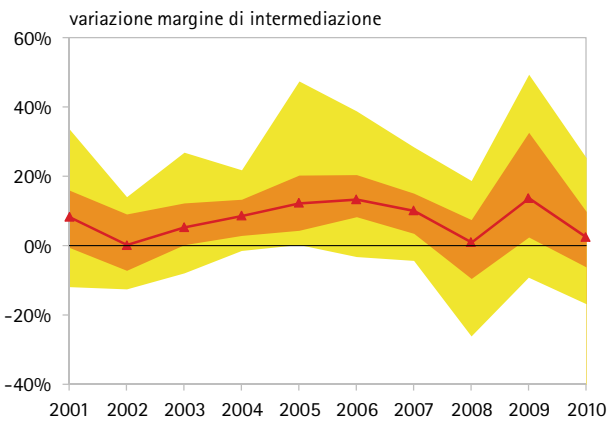
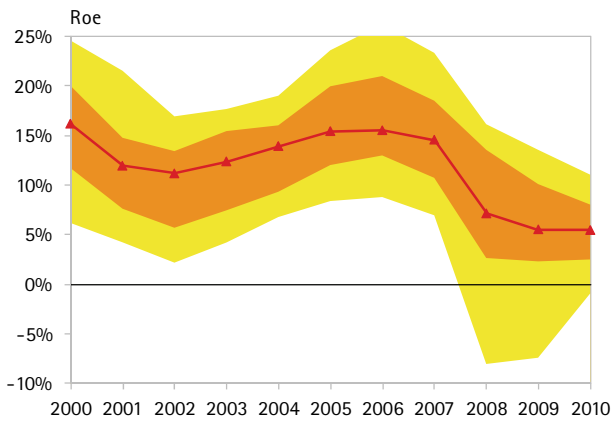
La raccolta indiretta (risparmio amministrato e gestito) dei principali gruppi bancari ha registrato una lieve ripresa rispetto al 2009 (+1,7 per cento circa) a causa della ripresa del risparmio gestito (+2,9 per cento circa), a fronte di una relativa stabilità del risparmio amministrato (-0.4 per cento circa). (Fig. 53).

Fig. 51 Reddittività e crescita del margine di intermediazione delle banche quotate

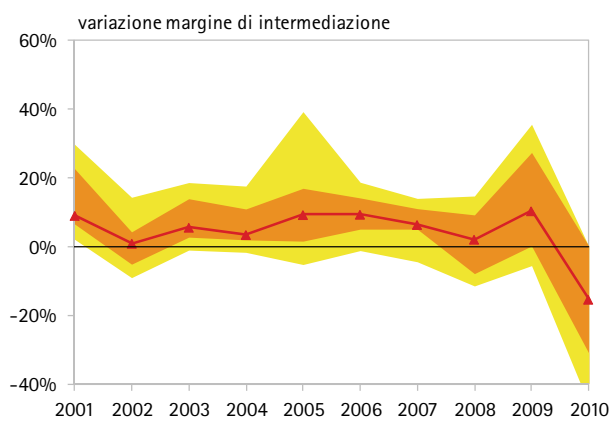
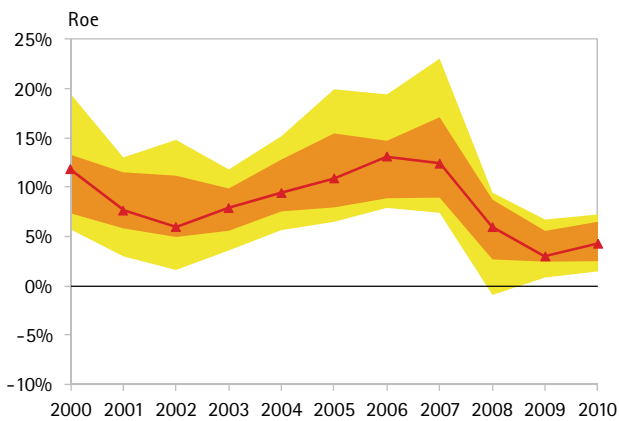
**USA**



**AREA EURO**



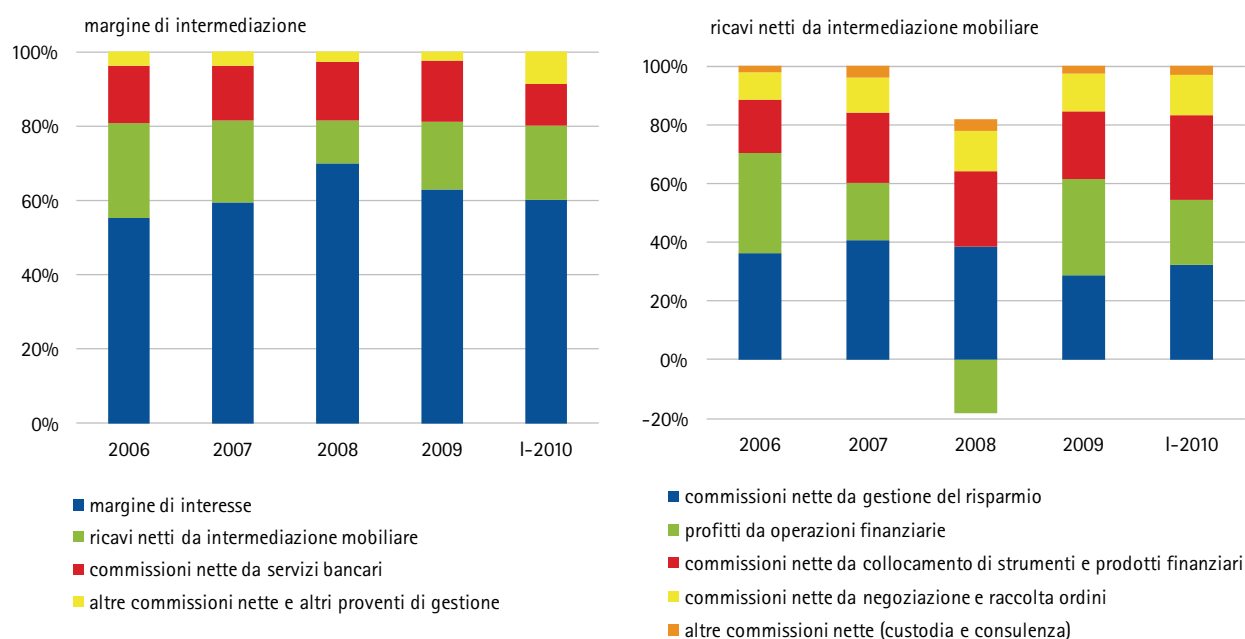
**ITALIA**



■ range 90°-10° percentile  
■ range interquartile  
▲ mediana

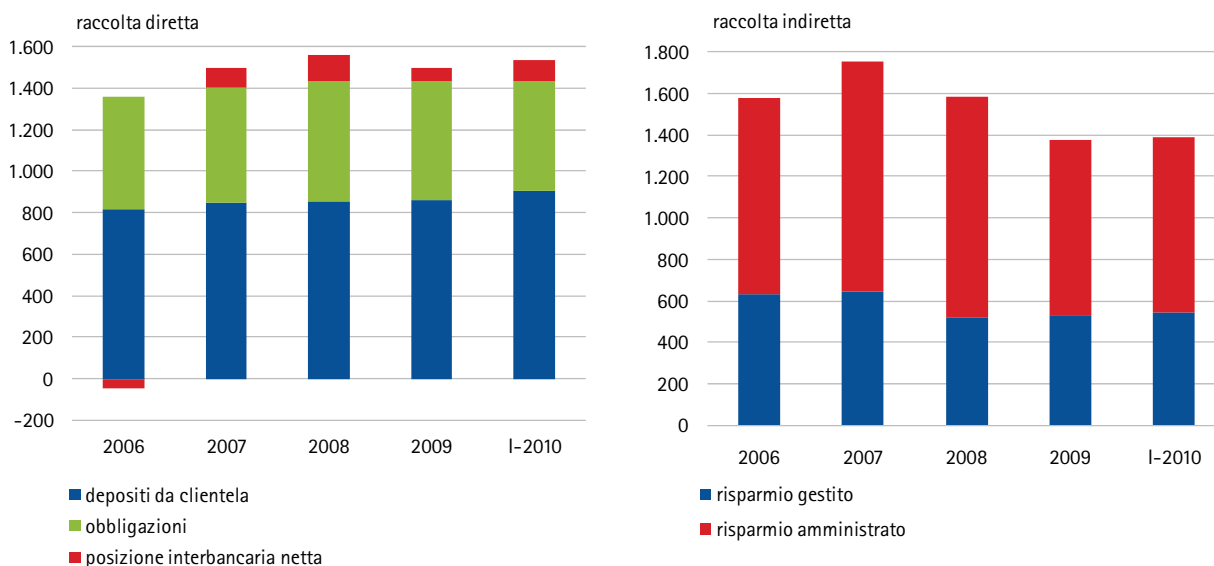
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope per le banche incluse nell'indice S&P 1500 Bank (Usa), Dow Jones Euro Stoxx Bank (area euro) e sulle banche quotate italiane. La variazione annuale del margine di intermediazione è calcolata rispetto al dato *restated* dell'anno precedente.

**Fig. 52 Composizione dei ricavi dei principali gruppi bancari italiani**



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche

**Fig. 53 Raccolta dei principali gruppi bancari italiani**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

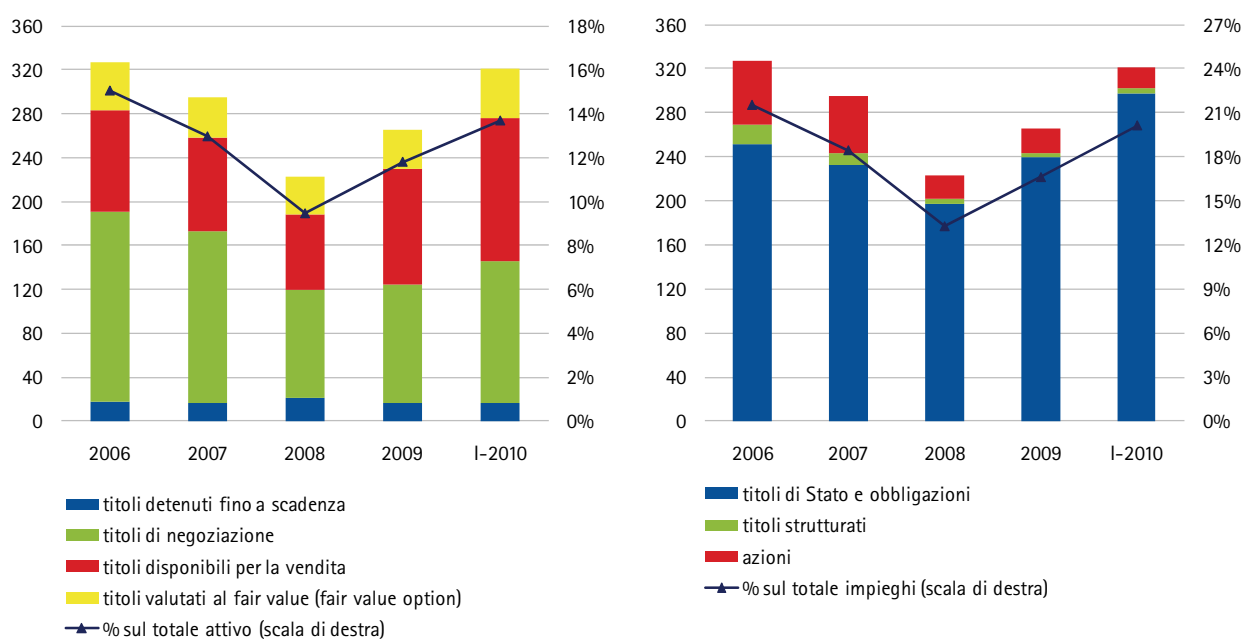


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche. Il risparmio gestito include le riserve tecniche a fronte di prodotti assicurativi e previdenziali di società del gruppo. Nella raccolta diretta sono escluse le passività subordinate e di negoziazione.

Nel corso del primo semestre del 2010 il valore complessivo del portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani è cresciuto di circa 55,8

miliardi di euro (+21 per cento rispetto a fine 2009). L'incidenza del portafoglio titoli sul totale degli impieghi e sul totale attivo è passata, rispettivamente, dal 17 al 20 per cento circa e dal 12 al 14 per cento circa. La quota dei titoli di debito sul totale del portafoglio è passata dal 90 al 93 per cento, mentre quella delle azioni dall'8 al 6 per cento (Fig. 54). È leggermente aumentata la quota dei titoli classificati come disponibili per la vendita (dal 40 al 41 per cento circa), mentre è corrispondentemente diminuito il peso dei titoli di negoziazione e di quelli detenuti fino a scadenza (rispettivamente, dal 41 al 40 per cento e dal 6 al 5 per cento). In valore assoluto i titoli di negoziazione sono comunque aumentati di circa 21 miliardi di euro.

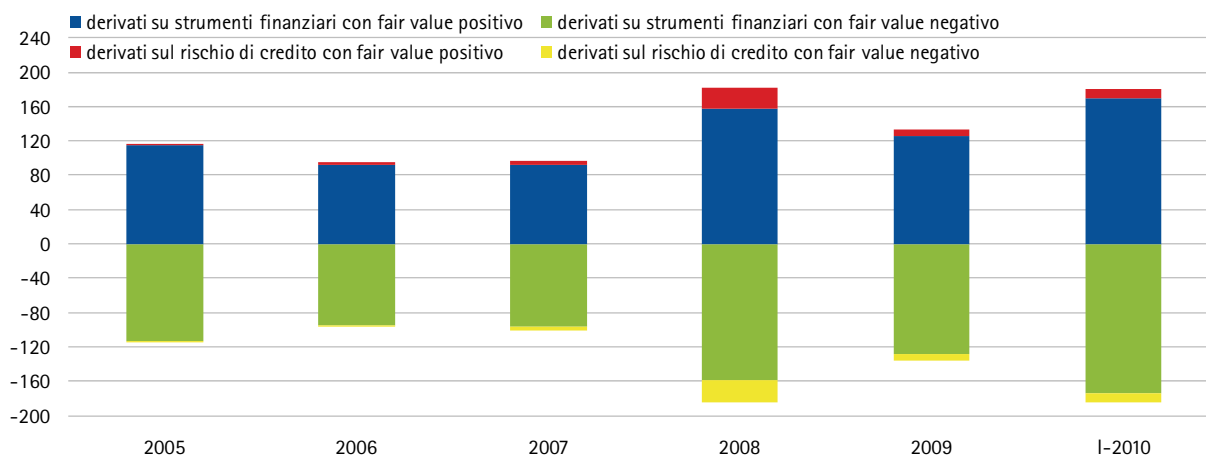
**Fig. 54 Composizione del portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti) e le attività cedute e non cancellate o deteriorate. Gli Oicr sono ricompresi fra i titoli di Stato e le obbligazioni.

Nel corso del primo semestre del 2010 il valore di mercato lordo dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani (inteso come 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) ha registrato un aumento, passando da 270 a 364 miliardi di euro circa (+35 per cento), anche se non ha superato il valore registrato alla fine del 2008 (circa 367 miliardi di euro). Alla fine del primo semestre del 2010 il valore di mercato netto dei derivati di negoziazione (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 4,8 miliardi di euro (-3,6 miliardi nel 2009, Fig. 55).

**Fig. 55 Valore di mercato (fair value) dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani**  
(dati di fine periodo; miliardi di euro)

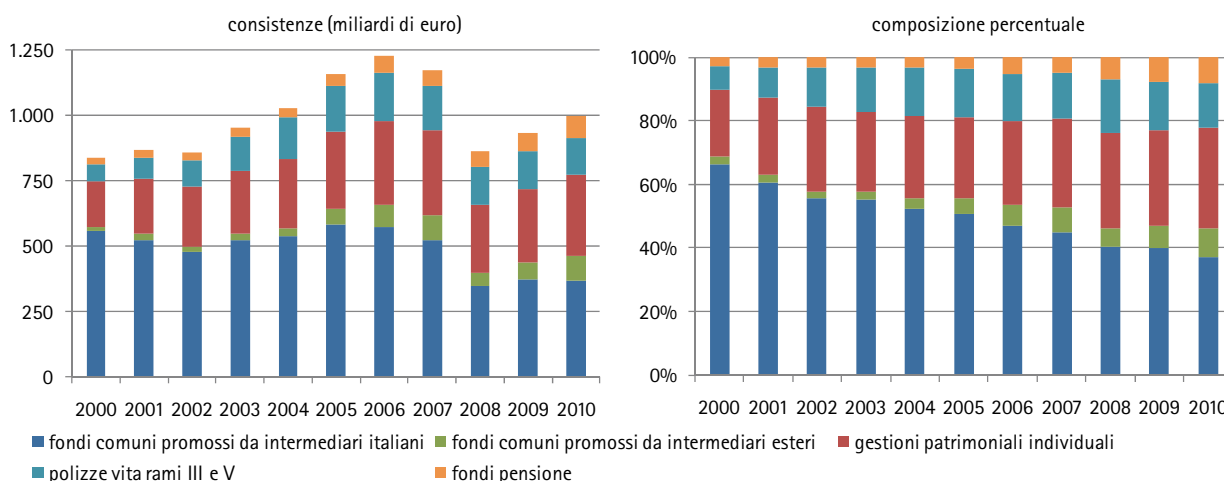


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche.

## 2 Gli investitori istituzionali

Nel 2010 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia è aumentato del 6,8 per cento, passando da circa 931 a circa 993 miliardi di euro. Tale dato è ascrivibile principalmente all'incremento del patrimonio dei fondi promossi da intermediari esteri (+40,6 per cento) e alla crescita del patrimonio delle gestioni patrimoniali (+12,3 per cento) e dei fondi pensione (+12,6 per cento); si è invece ridotto il patrimonio collegato a polizze del ramo III e V (Fig. 56).

**Fig. 56 Patrimonio dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia**



Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. Dati di fine periodo. I dati sui fondi comuni 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).



La raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia è stata positiva per 6,6 miliardi di euro (6,3 miliardi nel 2009) (Fig. 57). La raccolta netta dei fondi pensione (+11,4 miliardi di euro) e dei fondi comuni promossi da intermediari esteri (+18,5 miliardi di euro) ha compensato il deflusso di risorse dalle gestioni patrimoniali (calcolato al netto degli investimenti in Oicr; -1,2 miliardi di euro), dalle polizze vita dei rami III e V (-4,9 miliardi di euro) e dai fondi comuni promossi da intermediari italiani (-12,8 miliardi di euro).

**Fig. 57 Raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia**  
(miliardi di euro)



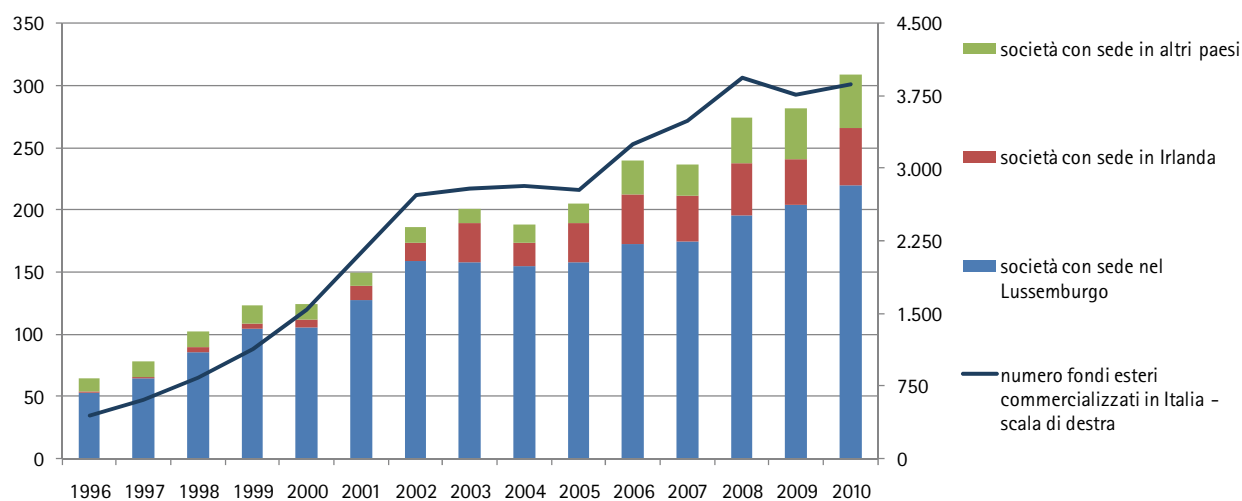
Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. I dati sui fondi comuni promossi da intermediari italiani comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*). I dati relativi 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.

La crescita della raccolta netta dei fondi promossi da intermediari non residenti si riflette nella crescita del numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia, passati da 3.759 a 3.874, e nella crescita del numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi in Italia (principalmente lussemburghesi e irlandesi), passate da 282 a 309 (Fig. 58).

La raccolta netta negativa dei fondi comuni promossi da intermediari italiani nel 2010 (-12,8 miliardi di euro) è dovuta ai deflussi dai fondi domiciliati in Italia (-24,7 miliardi di euro), mentre la raccolta netta dei fondi domiciliati all'estero è stata positiva per circa 11,9 miliardi di euro (Fig. 59).

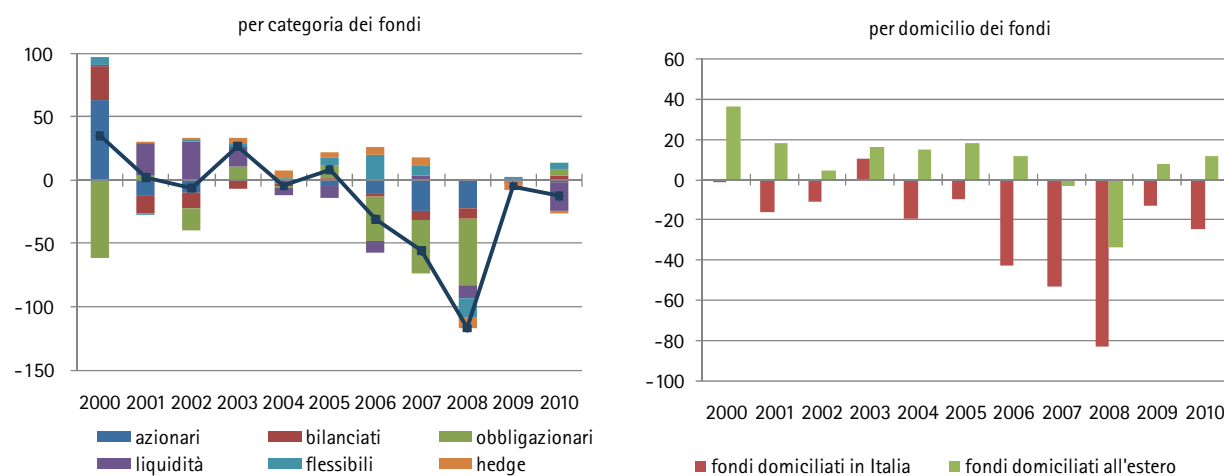
I fondi che hanno registrato i maggiori deflussi nel 2010 sono stati quelli di liquidità (-22,1 miliardi di euro) e in misura più contenuta quelli speculativi (-2 miliardi di euro) e quelli azionari (-2,1 miliardi di euro). I fondi bilanciati, obbligazionari e flessibili hanno invece fatto registrare una raccolta netta positiva.

**Fig. 58 Numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia e numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi per sede legale**



Fonte: prospetti informativi.

**Fig. 59 Raccolta netta dei fondi comuni promossi da intermediari italiani (miliardi di euro)**

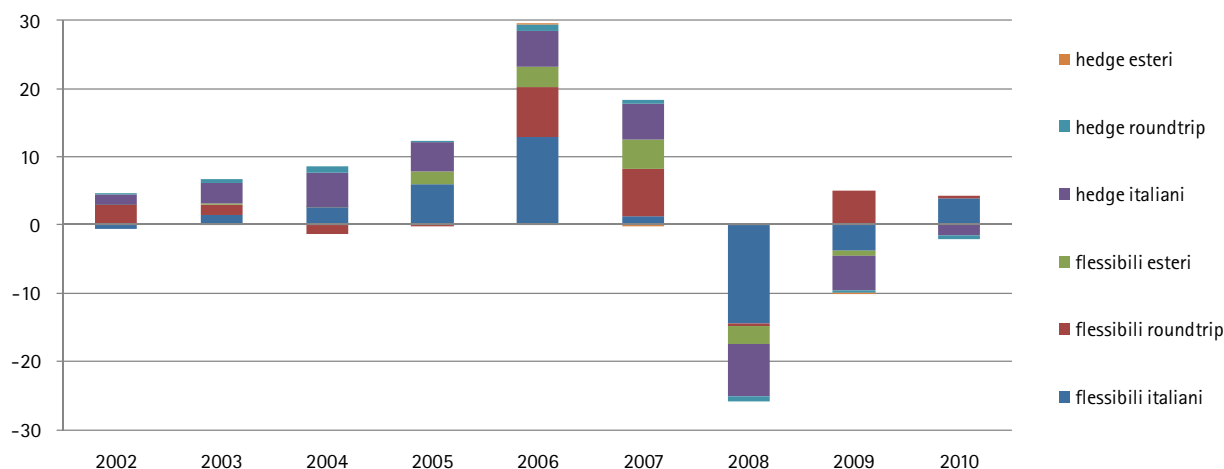


Fonte: Assogestioni. Gli intermediari italiani includono le Sgr di diritto italiano controllate da soggetti esteri. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi 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.

Relativamente ai fondi flessibili, a una raccolta netta positiva di quelli italiani (+3,9 miliardi di euro) si è contrapposta una raccolta quasi nulla dei fondi flessibili *roundtrip* (0,3 miliardi di euro) ed esteri (-0,1 miliardi di euro).

Anche nel 2010 si è registrata una raccolta netta negativa per i fondi *hedge* (-2 miliardi di euro), principalmente legata ai deflussi dagli *hedge* italiani (-1,5 miliardi di euro) e in minor parte da quelli esteri (-0,5 miliardi di euro) (Fig. 60).

**Fig. 60 Raccolta netta dei fondi *hedge* e flessibili per domicilio del fondo**  
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni.

La riduzione della raccolta dei fondi speculativi si è accompagnata a una riduzione del patrimonio gestito riferito a tali prodotti, passato da 11 a 10,1 miliardi di euro, e a una riduzione del numero di fondi e di Sgr attive (Tav. 20). Anche il rapporto tra totale attivo e patrimonio si è riavvicinato all'unità, indicando una riduzione dell'utilizzo della leva. I fondi di fondi speculativi continuano a rappresentare la parte più rilevante del mercato degli *hedge fund* di diritto italiano.

**Tav. 20 Fondi speculativi aperti di diritto italiano**

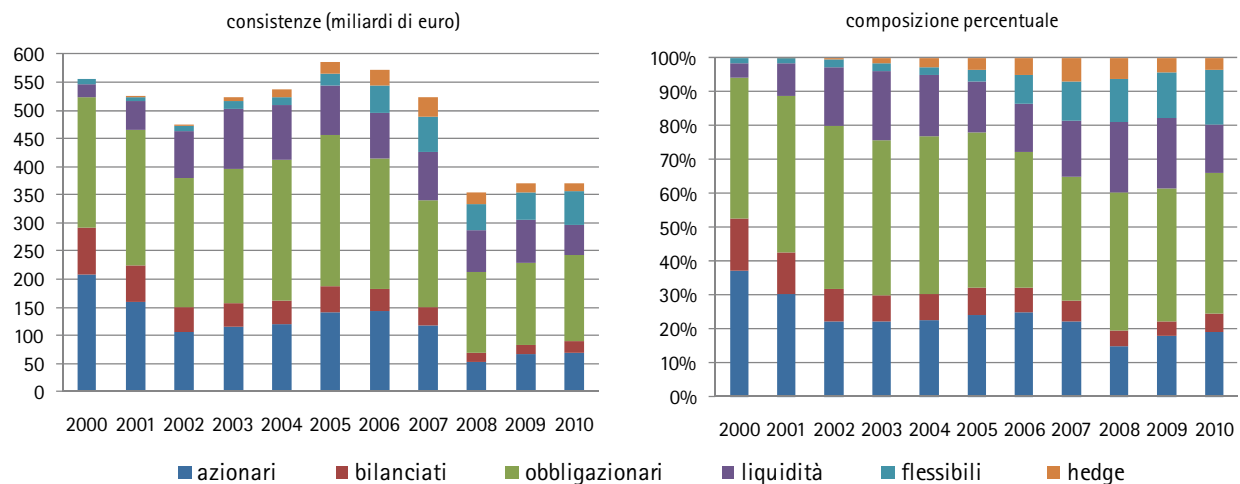
	Numero fondi	Totale attivo (miliardi di euro)	di cui fondi di fondi (peso percentuale sul totale attivo)	Patrimonio netto (miliardi di euro)	Numero Sgr
2003	80	6,4	95	5,8	25
2004	135	12,7	96	11,7	27
2005	160	18,5	95	17,0	30
2006	200	25,5	94	23,6	35
2007	241	32,6	94	30,4	37
2008	248	19,7	92	16,6	40
2009	161	12,0	83	11,0	37
2010	147	10,8	85	10,1	36

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza.

Nonostante la raccolta netta negativa, nel 2010 il patrimonio dei fondi comuni promossi da intermediari italiani è rimasto sostanzialmente immutato (-0,4 per cento per cento). La crescita del patrimonio è risultata più accentuata per i bilanciati (+24,4 per cento) e i flessibili (+19,9 per cento), mentre il patrimonio dei fondi azionari e obbligazionari è cresciuto in misura più contenuta (rispettivamente +5,6 per cento e +5,2 per cento).

Il peso delle singole categorie di fondi sul totale del patrimonio gestito dai fondi promossi da intermediari italiani è salito per i fondi azionari (dal 18 al 19 per cento circa), per quelli bilanciati (dal 4,3 al 5,4 per cento), per quelli flessibili (dal 13,4 al 16,1 per cento circa) e per quelli obbligazionari (dal 39,4 al 41,6 per cento); si è invece ridotto per i fondi di liquidità (dal 20,6 al 14,4 per cento circa) e per gli *hedge* (dal 4,4 al 3,4 per cento circa) (Fig. 61).

**Fig. 61 Patrimonio netto dei fondi comuni promossi da intermediari italiani**



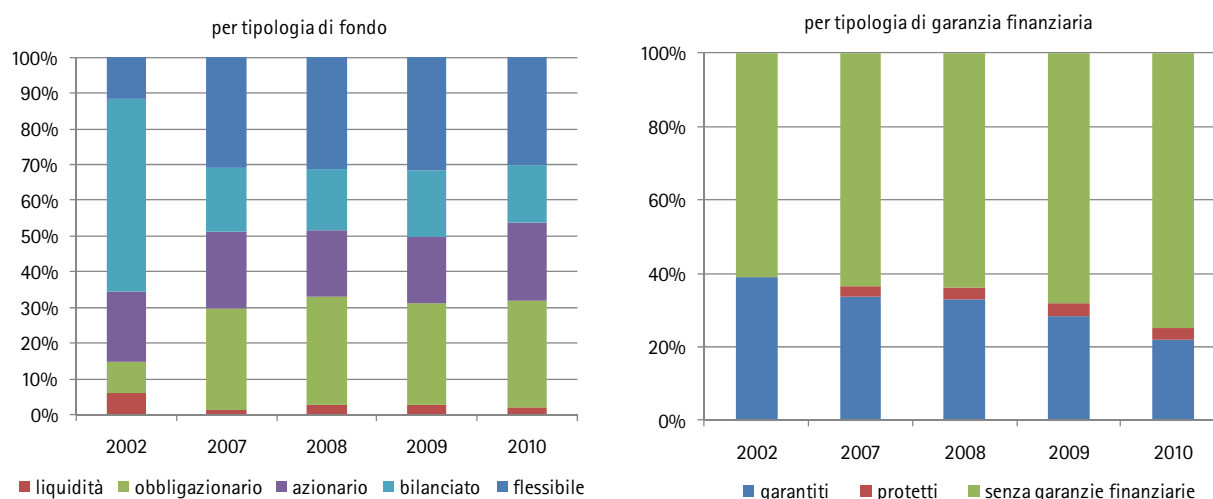
Fonte: Assogestioni. Gli intermediari italiani includono le Sgr di diritto italiano controllate da soggetti esteri. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono al patrimonio complessivo.

L'evoluzione della composizione del patrimonio gestito per categorie di fondi interni collegati alle polizze *unit linked* è stata differente rispetto a quella registrata per i fondi comuni di investimento italiani, sia in termini di andamento del patrimonio complessivo (aumentato del 4 per cento arrivando a circa 60 miliardi di euro) sia in termini di ripartizione dei pesi ascrivibili alle singole categorie di fondi interni.

In particolare i fondi azionari e obbligazionari hanno visto incrementare la loro importanza, passando, rispettivamente, dal 19 al 22 per cento circa e dal 28 al 30 per cento circa, mentre il peso del patrimonio riferibile ai fondi interni bilanciati e flessibili si è ridotto dal 18 al 16 per cento circa e dal 32 al 30. La quota del patrimonio riferibile ai fondi interni garantiti e o protetti collegati alle polizze *unit linked* è diminuita, passando rispettivamente dal 28,4 al 22 per cento e dal 4 al 3 per cento (Fig. 62).

Le scelte di investimento delle gestioni patrimoniali individuali non sono immediatamente confrontabili con quelle dei fondi comuni, poiché circa il 26 per cento del portafoglio è investito a sua volta in fondi comuni (24 per cento nel 2009). Tuttavia, ripartendo la quota investita in fondi secondo la composizione media del portafoglio dei fondi stessi, le gestioni patrimoniali risultano meno esposte al mercato azionario.

**Fig. 62** Composizione del patrimonio gestito dei fondi collegati alle polizze *unit linked*



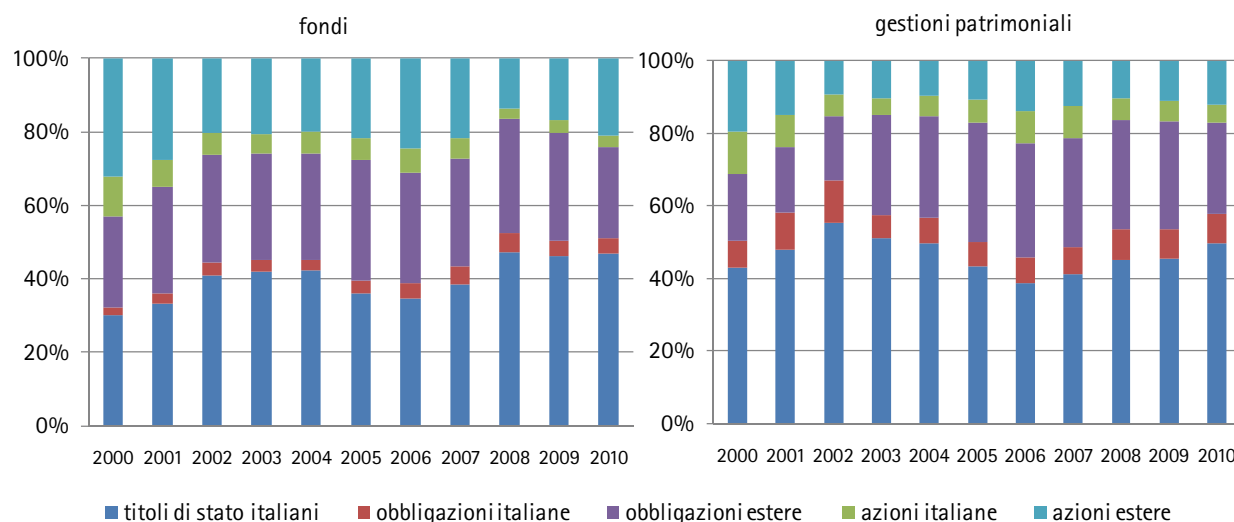
Fonte: elaborazioni su dati Ania.

Le scelte di *asset allocation* hanno determinato un incremento dell'investimento azionario sul totale del portafoglio, più evidente per i fondi (dal 20,2 al 24,1) e più contenuto per le gestioni patrimoniali (dal 16,3 al 16,7). In particolare, nell'investimento azionario sono state preferite le azioni estere (passate dal 16,8 al 21,1 per cento per i fondi italiani e dal 10,8 all'11,9 per cento per le gestioni patrimoniali) rispetto alle azioni italiane (passate dal 13,6 al 16,8 per cento per i fondi italiani e dal 5,6 al 4,7 per cento per le gestioni patrimoniali). Diversamente, per gli investimenti obbligazionari si è registrato un disinvestimento in obbligazioni estere (passate dal 29,5 al 24,7 per i fondi e dal 28,7 al 24,6 per le gestioni) e un aumento dell'esposizione in obbligazioni e in titoli di Stato italiani (passati rispettivamente dal 4,2 al 4,3 per cento e dal 46 al 46,8 per cento per i fondi e dal 7,9 al 7,8 per cento e dal 43,9 al 48,3 per le gestioni patrimoniali) (Fig. 63). Le gestioni individuali nel 2010 risulterebbero meno esposte al mercato azionario rispetto ai fondi comuni (16,7 per cento contro il 24,1 per cento dei fondi); mentre la quota delle risorse investita in titoli di Stato e obbligazioni italiane (56 per cento) è lievemente maggiore di quella rilevata per i fondi comuni (51,1 per cento). Nel 2010 la parte del patrimonio delle gestioni patrimoniali individuali gestita da Sgr è passata dal 75,9 al 76,5 per cento, mentre la parte rimanente è gestita da banche e Sim (rispettivamente, 20,9 per cento e 2,6 per cento).

Nel 2010, è cresciuta sensibilmente la raccolta netta dei fondi *cross border* puri (cioè 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), passata da 143,3 a 220,8 miliardi di euro (+54 per cento circa). Fra i principali paesi europei, solo nel Regno Unito e in Germania si è registrato un afflusso di risorse al settore dei fondi comuni (rispettivamente, per 55 e 3 miliardi di euro), mentre la raccolta è stata negativa in Italia (-14 miliardi di euro) e in Francia (dove si è registrato un

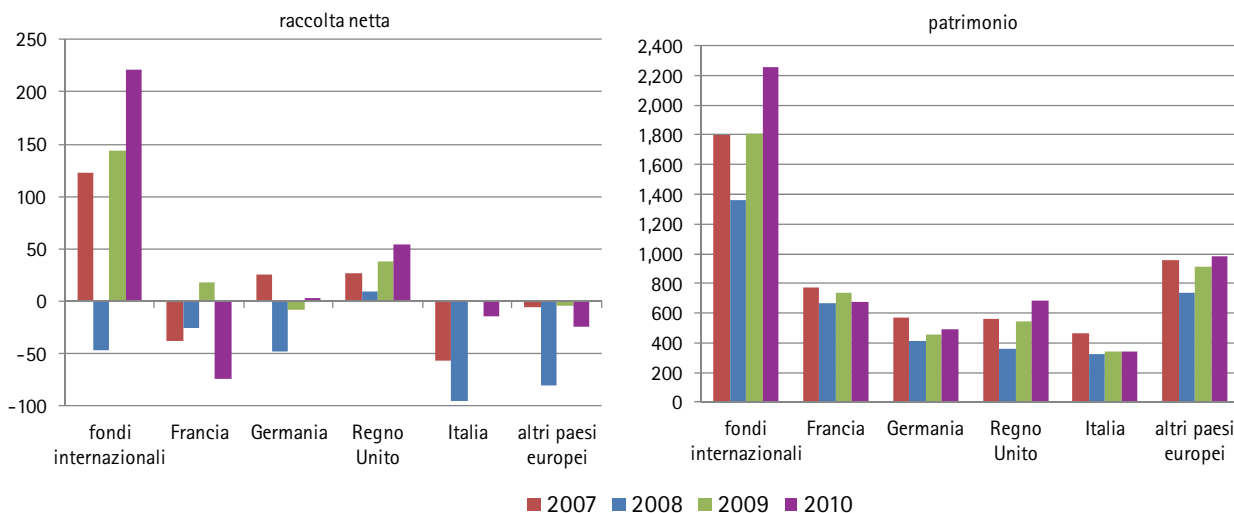
deflusso per 73,4 miliardi di euro); anche in Spagna e in Belgio la raccolta netta è stata negativa (rispettivamente, -26,3 e -7,2 miliardi di euro; Fig. 64).

**Fig. 63** Composizione del portafoglio dei fondi comuni aperti di diritto italiano e delle gestioni patrimoniali individuali



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. La quota investita in Oicr dalle gestioni individuali è stata allocata alle altre attività finanziarie sulla base della composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano nell'anno di riferimento. I dati delle obbligazioni estere includono i titoli pubblici esteri e i dati delle azioni includono quelli degli Oicr.

**Fig. 64** Patrimonio e raccolta netta dei fondi comuni in Europa (miliardi di euro)



Fonte: Lipper FMI. I fondi sono classificati sulla base del paese dal quale derivano la quota preponderante del patrimonio; tale criterio di classificazione può essere diverso sia da quello del paese di domicilio del fondo, come accade per i fondi cosiddetti *roundtrip*, sia da quello del paese di residenza dell'intermediario promotore. I "fondi internazionali" sono quelli domiciliati in Irlanda e Lussemburgo per i quali non è possibile identificare un singolo paese che concorre per almeno l'80 per cento al patrimonio complessivo (cosiddetti "puri cross border"). Gli "altri paesi europei" sono Svizzera, Spagna, Belgio, Svezia, Austria, Olanda, Danimarca, Finlandia, Norvegia, Portogallo, Grecia. Sono esclusi i fondi di fondi.

Nel 2010 è proseguito lo sviluppo del mercato dei fondi chiusi immobiliari di diritto italiano (il totale attivo è cresciuto da 47,5 a 50,4 miliardi di euro, +6,1 per cento). Il peso dell'investimento in immobili e diritti reali immobiliari sul totale attivo

è leggermente cresciuto, arrivando all'87 per cento circa, mentre è lievemente calato il livello di indebitamento (debiti su totale attivo), passando dal 45 al 43 per cento circa. Il numero di società di gestione operative è cresciuto da 54 a 57, mentre il numero dei fondi operativi è passato da 259 a 294 (Tav. 21).

**Tav. 21 Fondi immobiliari chiusi di diritto italiano<sup>1</sup>**

(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero di Sgr	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	4,4	5,2	14,1	74,7	8,7	10,2	6,4
2004	16	32	8,1	12,3	34,3	86,1	6,1	3,6	4,2
2005	27	64	12,0	18,6	35,3	83,7	8,5	4,8	3,1
2006	34	118	16,3	26,9	39,5	82,0	6,8	6,1	5,1
2007	47	171	21,6	35,9	39,9	85,3	4,7	4,4	5,6
2008	51	226	24,4	42,4	42,4	86,9	4,8	4,5	3,9
2009	54	259	26,3	47,5	44,6	86,2	5,2	4,6	4,0
2010	57	294	28,6	50,4	43,3	87,0	5,0	3,5	4,4

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Per quanto riguarda i fondi chiusi mobiliari di diritto italiano, cosiddetti fondi di *private equity*, nel 2010 si è registrata una crescita del totale attivo (passato da 6,4 a 6,7 miliardi di euro; +4,7 per cento), del patrimonio gestito (da 6,2 a 6,7 miliardi di euro; +8,1 per cento) e del capitale sottoscritto (da 14,4 a 16,1 miliardi di euro; +11,9 per cento), principalmente grazie alla nascita di un nuovo fondo che ha raccolto circa 1,2 miliardi di euro (nato dalla *partnership* fra il settore pubblico e quello privato) (Tav. 22). Ancora elevato è il numero dei fondi chiusi mobiliari di diritto italiano istituiti a seguito delle difficoltà di liquidazione affrontate negli scorsi anni dai fondi speculativi italiani, cosiddetti fondi "*side pocket*".

**Tav. 22 Fondi mobiliari chiusi di diritto italiano**

(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero fondi	Totale attivo	Capitale sottoscritto	Patrimonio netto	Numero Sgr
2003	35	1,5	3,0	1,4	26
2004	47	1,7	4,5	1,7	34
2005	61	2,4	6,4	2,4	43
2006	74	3,5	7,7	3,2	49
2007	95	4,1	12,3	3,9	58
2008	115	5,8	14,0	5,4	64
2009	171	6,4	14,4	6,2	74
2010	189	6,7	16,1	6,7	81

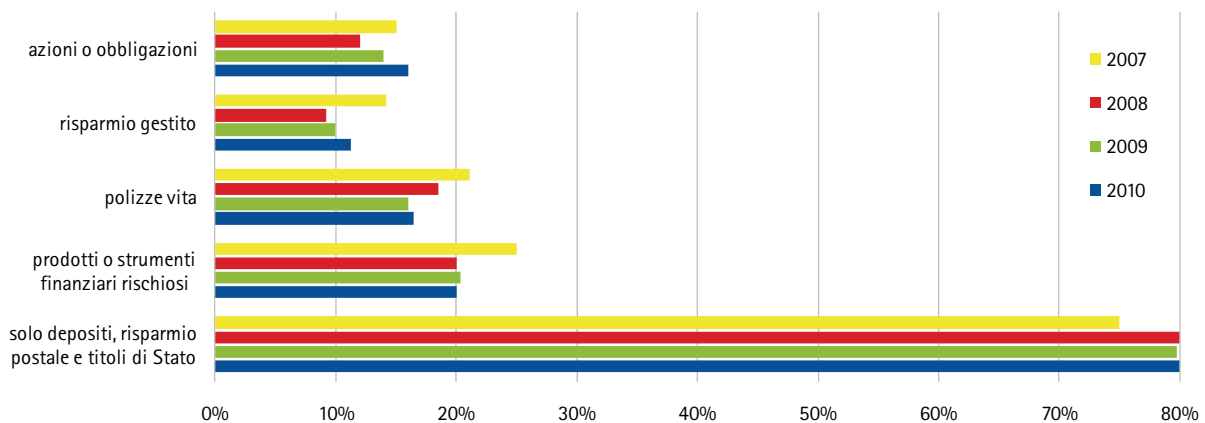
Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto.

### 3 Le famiglie

Nel 2010 il grado di partecipazione delle famiglie ai mercati finanziari non ha subito significative variazioni rispetto al 2009. La quota degli investitori *retail* che detengono almeno un prodotto finanziario "rischioso" (azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita) è rimasto stabile attorno al 20 per cento circa, attestandosi ancora su livelli inferiori rispetto a quelli rilevati nel 2007 (25 per cento circa; Fig. 65).

Nel 2010 la quota delle famiglie che possiedono azioni o obbligazioni è aumentata di circa 2 punti percentuali (dal 14 per cento a dicembre 2009 al 16 per cento a dicembre 2010). Il grado di diffusione delle polizze assicurative del ramo vita è rimasto, invece, stabile al 16 per cento, mentre si è registrato un lieve aumento delle famiglie che investono in prodotti del risparmio gestito.

**Fig. 65 Tipologie di attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane**  
(percentuale di famiglie che detiene l'attività o le combinazioni di attività finanziarie indicate a fine periodo)

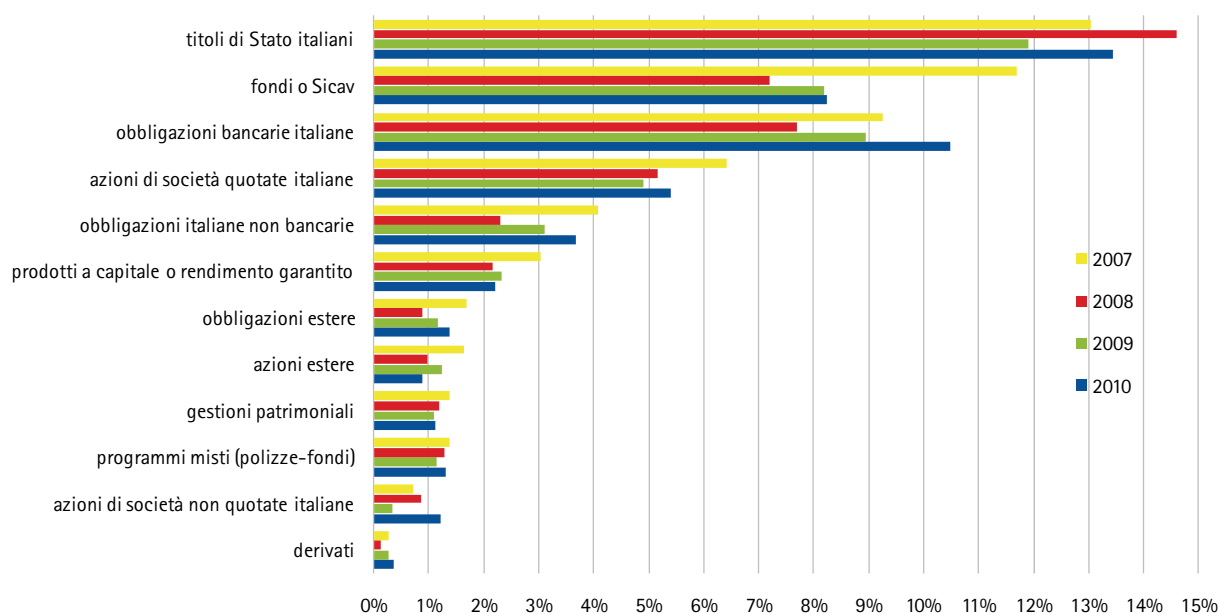


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche. La quota delle famiglie che detengono solo depositi e titoli di Stato include anche quelle che detengono solo circolante (cosiddette *unbanked*). La voce depositi e risparmio postale include i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute diverse dall'euro, i pronti contro termine, i certificati di deposito. La voce risparmio gestito include fondi comuni e Sicav italiani ed esteri, programmi di accumulo (Pac), gestioni patrimoniali mobiliari (Gpm) e in fondi (Gpf), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità. La voce polizze vita include le polizze del ramo III e V, i prodotti a capitalizzazione, le polizze multiramo, i piani pensionistici integrativi e i fondi pensione. Per prodotti o strumenti finanziari rischiosi si intendono azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita.

Passando a considerare più in dettaglio le varie categorie di strumenti finanziari, la percentuale di investitori *retail* che possiedono obbligazioni bancarie è cresciuta da 8,9 per cento nel 2009 a 10,5 per cento nel 2010 (però si è ridotto il loro peso sulla ricchezza complessiva; cfr. oltre), attestandosi su livelli superiori al periodo antecedente alla crisi (9,3 per cento nel 2007). Anche la quota di famiglie che investono in obbligazioni italiane non bancarie è aumentata, anche se in modo più lieve, dal 3,1 al 3,7 per cento. La percentuale di famiglie che investono in fondi o Sicav è rimasta stabile intorno all'8 per cento. Il peggioramento del quadro economico nell'area dell'euro (si veda paragrafo 1 del precedente Capitolo 2 "I mercati") ha favorito un processo di *flight-to-quality* da parte degli investitori *retail*; il grado di diffusione dei titoli di Stato è infatti cresciuto dall'11,9 per cento nel 2009 a 13,4 per cento nel 2010 (anche se si è ridotto il loro peso sulla ricchezza finanziaria complessiva; cfr. oltre; Fig. 66).



**Fig. 66 Diffusione dei prodotti e strumenti finanziari fra le famiglie italiane**  
(percentuale di famiglie che detiene il prodotto o strumento finanziario indicato)



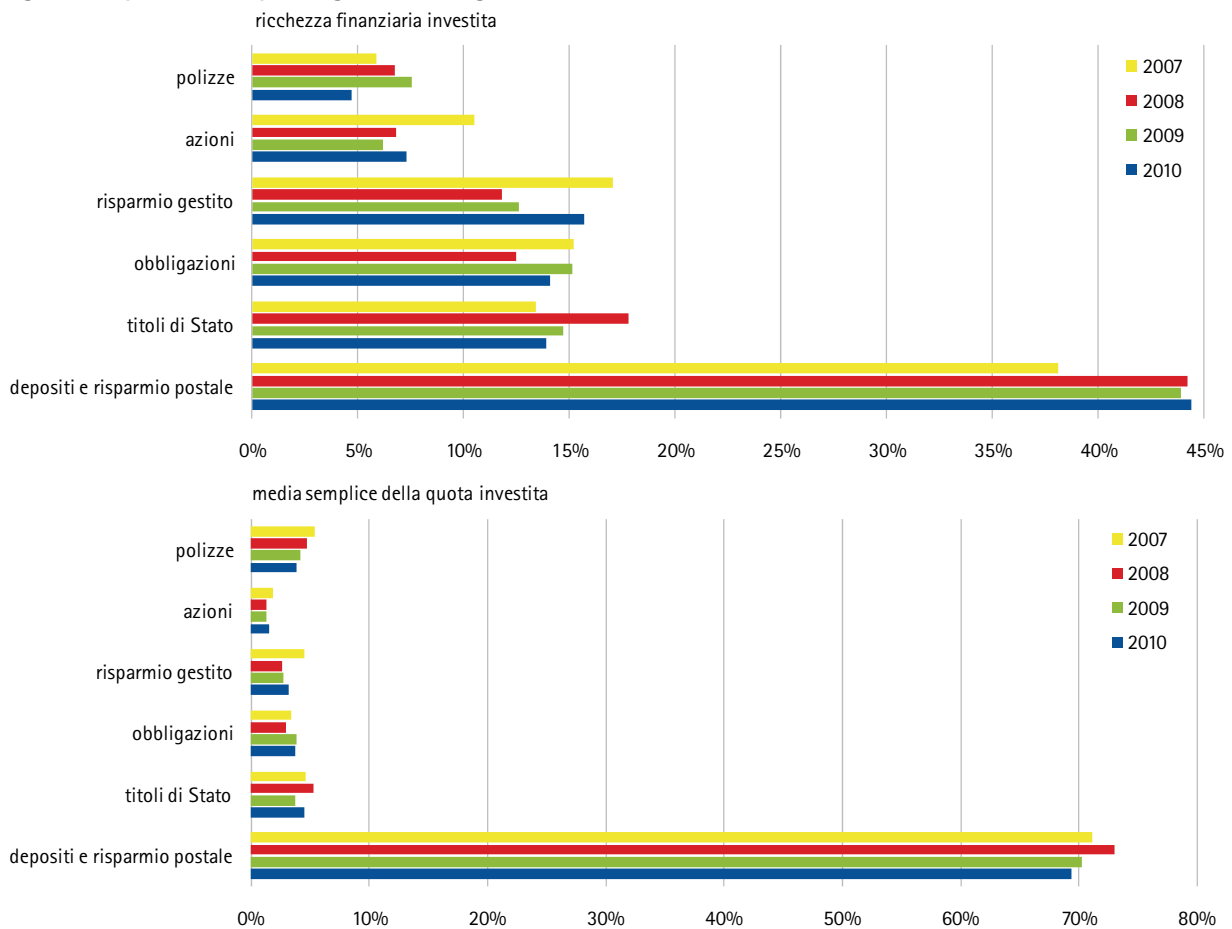
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche.

I dati sulla ripartizione della ricchezza finanziaria complessiva per tipologia di attività mostrano alcuni cambiamenti nelle scelte di *asset allocation* delle famiglie italiane. La quota di ricchezza investita in depositi e risparmio postale è rimasta stabile attorno al 44 per cento (contro il 38 per cento a fine 2007), ma il peso delle obbligazioni e delle polizze vita è diminuito, rispettivamente, dal 15,1 al 14,1 per cento e dal 7,5 al 4,7 per cento, mentre la quote di ricchezza finanziaria investita in azioni e in prodotti del risparmio gestito è cresciuta, rispettivamente, dal 6,2 al 7,3 per cento circa e dal 12,6 al 15,7 per cento; Fig. 67).

Nel 2010 l'esposizione delle famiglie italiane verso i prodotti strutturati è cresciuta, passando da 199,3 a 212,8 miliardi di euro (+10,2 per cento circa), a fronte di emissioni lorde per 45,7 miliardi di euro, in linea con la media dei tre anni precedenti (Fig. 68).

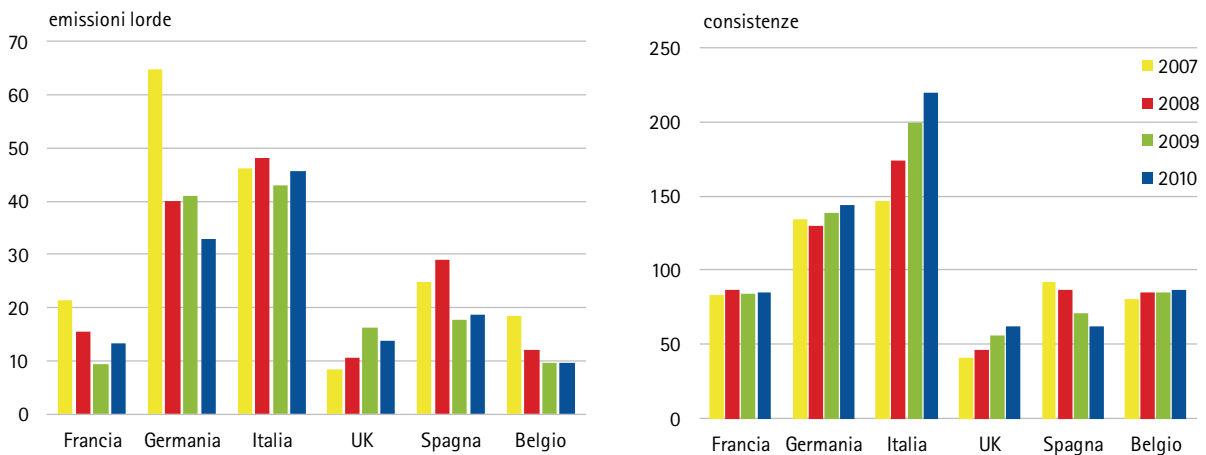
Tale esposizione è legata in larga misura al possesso di obbligazioni strutturate (64,7 per cento circa delle consistenze a fine 2010), di polizze assicurative (24,6 per cento), di *certificate* (7,8 per cento) e di fondi strutturati (2,8 per cento). In termini di *pay-off* le principali strutture sono quelle caratterizzate da opzioni di rimborso anticipato o da *cap* e *floor* che limitano l'esposizione alla variabilità dei tassi. Altre strutture diffuse tra il pubblico *retail* sono poi le cosiddette "altipiano" (12,8 per cento circa) che collegano il rendimento del prodotto all'andamento combinato dei rendimenti di un insieme di titoli azionari e quelle che si basano su sistemi di assicurazione di portafoglio (5 per cento circa).

**Fig. 67 Composizione del portafoglio delle famiglie italiane**



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 diverse dall'euro, i pronti contro termine, i certificati di deposito. La voce risparmio gestito include fondi comuni e Sicav italiani ed esteri, programmi di accumulo (Pac), gestioni patrimoniali mobiliari (Gpm) e in fondi (Gpf), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità. La voce polizze include le polizze del ramo III e V, i prodotti a capitalizzazione, le polizze multiramo, i piani pensionistici integrativi e i fondi pensione. La ricchezza finanziaria non include il circolante.

**Fig. 68 Prodotti strutturati collocati presso i risparmiatori retail**  
(miliardi di euro)

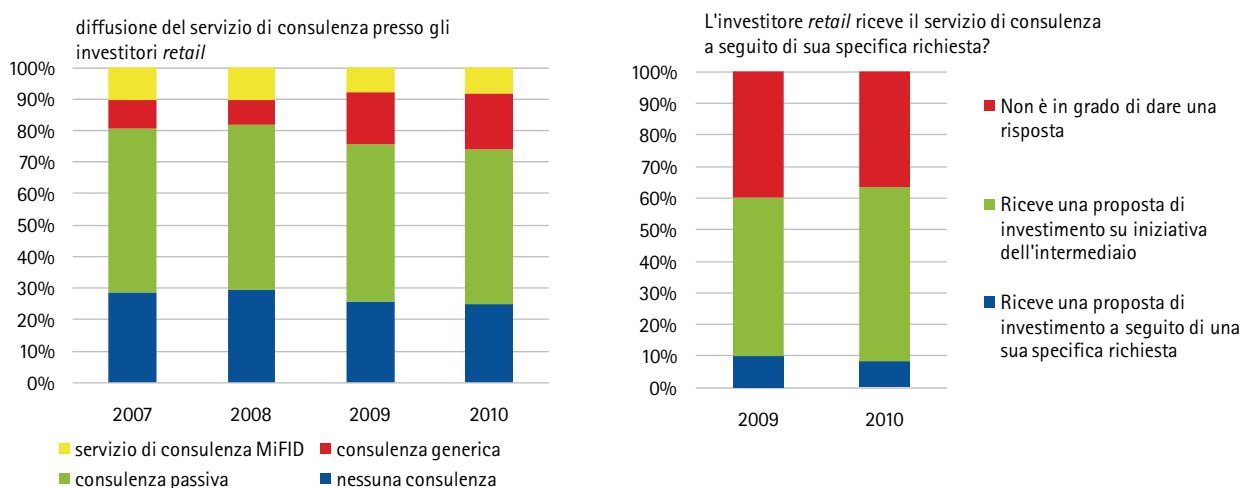


Fonte: Arete Consulting.

L'elevato grado di diffusione presso gli investitori *retail* di obbligazioni e di prodotti strutturati è in parte ascrivibile alla scarsa diffusione del servizio di consulenza. La percentuale di famiglie che ricevono proposte di investimento personalizzate dal proprio consulente finanziario, già piuttosto ridotta nel 2007, ha subito, infatti, negli ultimi anni un ulteriore calo, probabilmente per effetto di una riduzione della fiducia nel sistema finanziario e dell'aumento dell'avversione al rischio.

Sulla base dei dati di sondaggio della GfK Eurisko, la quota degli investitori *retail* che nel corso del 2010 ha ricevuto servizi di consulenza è stata pari all'8 per cento circa (contro il 10 per cento nel 2007). Molto più alta è la percentuale delle famiglie che dichiarano di prendere le proprie decisioni di investimento senza alcun supporto da parte degli intermediari finanziari ("nessuna consulenza"; 25 per cento circa nel 2010). La maggiore parte degli investitori *retail* sostiene di avere un consulente di fiducia dal quale, tuttavia, non sono stati contattati negli ultimi 12 mesi ("consulenza passiva", 50 per cento circa nel 2010). La percentuale delle famiglie che vengono contattate da un intermediario finanziario senza, tuttavia, ricevere proposte di investimento personalizzate su di uno specifico strumento finanziario ("consulenza generica") si è invece raddoppiata, passando dal 9 per cento nel 2007 al 18 per cento circa nel 2010 (Fig. 69). La maggiore parte delle famiglie ricevono proposte relative a operazioni di investimento su iniziativa dell'intermediario (50 per cento circa sul totale delle famiglie che ricevono servizi di consulenza).

**Fig. 69** Caratteristiche del servizio di consulenza finanziaria alle famiglie in Italia



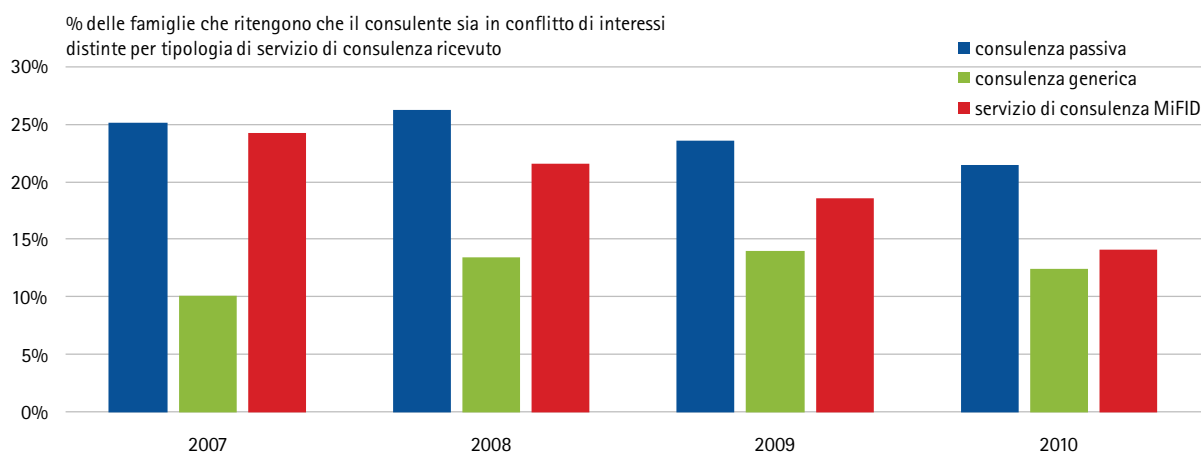
Fonte: elaborazioni su dati GfK-Eurisko. Il gruppo "consulenza passiva" include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti dal quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo "consulenza generica" include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo "servizio di consulenza MiFID" include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite ad uno specifico strumento finanziario.

Alla base della scarsa diffusione del servizio di consulenza c'è la percezione, da parte di molte famiglie, che la prestazione di tale servizio di investimento sia condizionata da conflitti di interessi. A dicembre 2010, ad esempio, il 21 per cento

degli investitori *retail* che non ricevono né richiedono proposte di acquisto di strumenti finanziari ("consulenza passiva") ritengono, infatti, che i consulenti perseguano soprattutto gli interessi della banca/istituzione a cui appartengono piuttosto che quelli del cliente; tale quota, pur se elevata, è in leggero calo rispetto a quanto rilevato prima della crisi di Lehman (25 per cento circa a dicembre 2007; Fig. 70). La percezione dei conflitti di interesse si è tuttavia ridotta per le famiglie che ricevono il servizio di consulenza come definito dalla MiFID (dal 24 per cento nel 2007 al 14 per cento nel 2010), mentre è aumentata per le famiglie che, pur essendo contattate dal proprio consulente di fiducia, non ricevono proposte riferite a uno specifico strumento finanziario (dal 10 per cento nel 2007 al 12 per cento nel 2010).

È significativamente aumentata, inoltre, la quota di famiglie che ritengono che il servizio di consulenza abbia un basso valore aggiunto. La quota delle famiglie che si ritengono molto soddisfatte dei servizi di consulenza MiFID è, infatti, scesa dal 38 per cento circa a dicembre 2007 al 10 per cento a dicembre 2010 (Fig. 71).

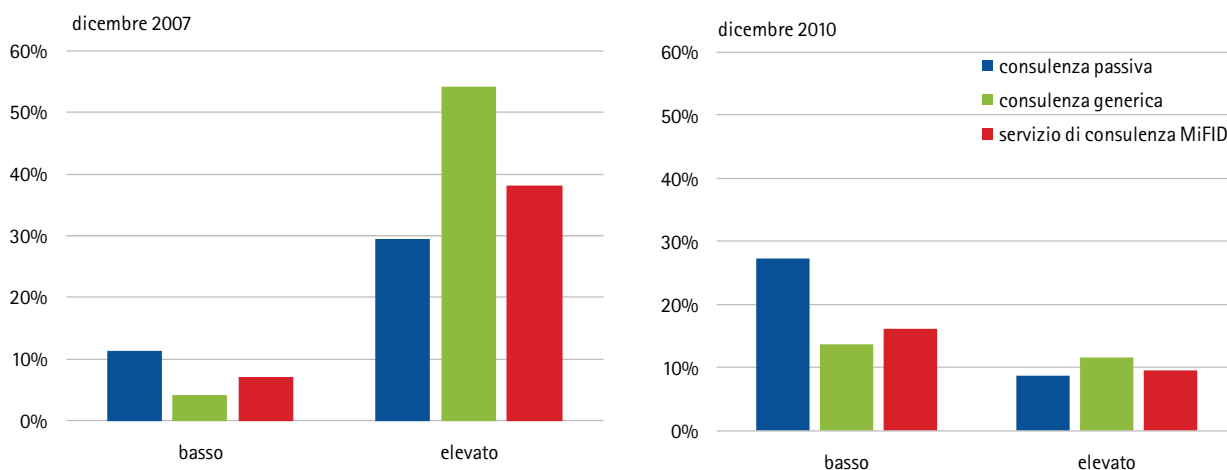
**Fig. 70 Grado di percezione dei conflitti di interessi nel servizio di consulenza**



Fonte: elaborazioni su dati GfK-Eurisko. Si assume che la famiglia ritenga che il consulente sia in conflitto di interessi quando alla domanda "Secondo lei, il suo referente per gli investimenti nel proporre prodotti e soluzioni finanziarie tutela...?" la risposta è "Soprattutto gli interessi della banca/istituzione a cui appartiene rispetto agli interessi di lei cliente". Il gruppo "consulenza passiva" include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti dal quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo "consulenza generica" include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo "servizio di consulenza MiFID" include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite ad uno specifico strumento finanziario.

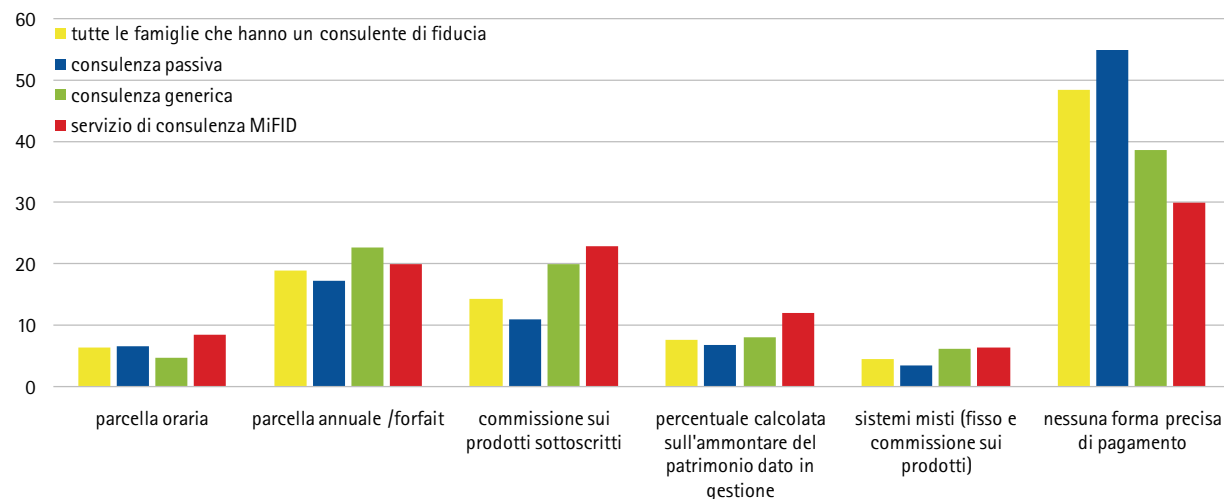
Coerentemente con la riduzione del livello di soddisfazione rispetto ai servizi ricevuti, a dicembre 2010 quasi la metà degli investitori *retail* che hanno almeno un consulente di fiducia non sembrano disposti a pagare commissioni per il servizio di consulenza; questa percentuale, tuttavia, scende notevolmente per le famiglie che ricevono servizi di consulenza generica (38 per cento) o di consulenza ai sensi della MiFID (30 per cento; Fig. 72). Per le famiglie disposte a pagare per il servizio di consulenza la modalità di remunerazione preferita è quella di un costo fisso annuale (19 per cento circa) o di una commissione sui prodotti sottoscritti (14 per cento circa).

**Fig. 71 Grado di soddisfazione delle famiglie italiane per il servizio di consulenza finanziaria**  
(percentuali sul totale delle famiglie raggruppate per tipologia di servizio di consulenza ricevuto)



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

**Fig. 72 Giudizio delle famiglie italiane sulle modalità di pagamento del servizio di consulenza**  
(dati a dicembre 2010)



Fonte: elaborazioni su dati GfK-Eurisko. Sono state utilizzate le risposte alla domanda: *Le leggerò ora alcune possibili forme di pagamento del servizio di consulenza. Potrebbe dirmi quale ritiene più interessante/vicina alle sue esigenze?* Il gruppo "consulenza passiva" include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti dal quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo "consulenza generica" include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo "servizio di consulenza MiFID" include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite ad uno specifico strumento finanziario.



L'attività della Consob C





# La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione

## 1 L'informativa societaria

La vigilanza sulle informazioni diffuse al pubblico dagli emittenti quotati, nel corso del 2010, si è concentrata prevalentemente sul monitoraggio della completezza e coerenza del flusso dei dati e delle notizie fornite al mercato e sull'impatto dell'informativa *price sensitive* sulle quotazioni degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione. Particolare attenzione è stata riservata, inoltre, alla comparazione tra dette informazioni e quelle riportate dagli organi di informazione quali quotidiani, agenzie di stampa specializzate e siti internet. Gli interventi a tal riguardo hanno interessato numerosi emittenti nei confronti dei quali sono state effettuate complessivamente 506 richieste di comunicazione alla Consob, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, e 164 richieste di comunicazione al pubblico, ai sensi dell'art. 114 del Tuf. Nel corso dell'anno sono stati altresì conclusi 13 accertamenti ispettivi nei confronti di emittenti quotati e 7 nei confronti di società di revisione; sono state trasmesse, inoltre, 6 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (Tav. 23).

Particolare attenzione è stata riservata, come di consueto, alle società incluse nella cosiddetta *black list*, ossia alle società assoggettate a obblighi di pubblicazione mensile di dati economico-finanziari più stringenti rispetto a quelli già previsti dalla legge.

Tali obblighi, che a fine 2010 interessavano 22 società quotate, sono stati formulati a fronte di segnali di criticità, quali un giudizio negativo o l'impossibilità a esprimere un giudizio da parte dei revisori, ovvero perdite che hanno determinato la riduzione del capitale sociale di oltre un terzo o al di sotto del minimo legale (artt. 2446 e 2447 c.c.).

Con riferimento alle richieste di dati e notizie ai sensi dell'art. 114 del Tuf, come di consueto, le istanze di integrazione dei comunicati stampa già diffusi dagli emittenti sono state motivate principalmente dalla necessità di rendere più esaustiva l'informazione relativa alla situazione economica e finanziaria degli emittenti stessi; in altri casi gli interventi hanno riguardato operazioni straordinarie, in particolare quelle con parti correlate, con riferimento alle quali si è ritenuto opportuno esplicitarne le modalità operative e le ragioni di convenienza per gli emittenti controparti.

L'Istituto ha poi prestato significativa attenzione alle pubblicazioni di studi e raccomandazioni di investimento. Il contributo di tali attività alla formazione delle aspettative da parte degli investitori rende, infatti, necessario un attento monitoraggio del rispetto degli adempimenti in materia di *disclosure* dei conflitti di interessi, correttezza delle informazioni contenute nelle ricerche e appropriata modalità di diffusione. Nel corso dell'anno sono state formulate complessivamente 4 richieste di pubblicazioni di studi contenenti raccomandazioni su emittenti quotati, al fine di ripristinare sul mercato le condizioni di parità informativa che la diffusione di indiscrezioni sugli studi stessi aveva incrinato.

### Tav. 23 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

Tipologia di interventi	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Richieste di informazioni ex art. 115 Tuf</b>							
<i>Assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate</i>	51	90	36	59	132	155	198
<i>Richieste di dati e informazioni</i>	43	213	201	151	392	422	244
<i>Richieste di conferma di partecipazioni rilevanti</i>	21	77	30	44	30	214	33
<i>Richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione</i>	12	47	28	48	102	--	--
<i>Richieste di informazioni sull'azionariato</i>	39	13	12	14	12	20	31
<b>Totale</b>	<b>166</b>	<b>440</b>	<b>307</b>	<b>316</b>	<b>668</b>	<b>811</b>	<b>506</b>
<b>Richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 Tuf</b>							
<i>Integrazioni di notizie da fornire in assemblea</i>	15	6	11	5	11	38	24
<i>Integrazioni a documenti contabili periodici</i>	14	--	6	1	21	59	7
<i>Informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)</i>	82	69	129	100	90	112	109
<i>Informazioni periodiche mensili</i>	8	2	2	1	8	3	9
<i>Informazioni periodiche trimestrali</i>	--	--	--	--	--	20	6
<i>Integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie</i>	1	--	4	3	8	25	1
<i>Integrazioni di documenti Opa</i>	4	17	6	49	30	10	8
<b>Totale</b>	<b>124</b>	<b>94</b>	<b>158</b>	<b>159</b>	<b>168</b>	<b>267</b>	<b>164</b>
<b>Esoneri dalla comunicazione di dati e notizie ex art. 114, c. 6, Tuf</b>	<b>11</b>	<b>2</b>	<b>25</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>2</b>
<b>Ritardi nella comunicazione di dati e notizie ex art. 114, c. 3, Tuf</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>12</b>	<b>20</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>Richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di rumours</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>4</b>	<b>--</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>6</b>
<b>Accertamenti ispettivi nei confronti di società quotate</b>							
<i>iniziati</i>	2	2	2	4	5	5	13
<i>conclusi</i>	2	2	2	1	5	7	13
<b>Accertamenti ispettivi nei confronti di società di revisione</b>							
<i>iniziati</i>	5	4	3	5	5	9	8
<i>conclusi</i>	8	3	4	2	5	6	7
<b>Lettere di richiamo</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>2</b>
<b>Impugnative di bilancio</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

L'attività di vigilanza sull'informazione societaria inerente alle operazioni con parti correlate ha comportato l'esame di 21 documenti informativi e 23 comunicati stampa elaborati in occasione del compimento di operazioni di tale natura (Tav. 24 e Tav. 25). Al riguardo si osserva che, a far data dal 1° dicembre 2010, gli obblighi informativi sono disciplinati dal Regolamento Consob 17221/2010 in materia di operazioni con parti correlate. Dei documenti richiamati, pertanto, quelli diffusi dopo il 1° dicembre, presentano un contenuto che rispetta il disposto delle nuove previsioni.

In relazione a talune operazioni la Commissione ha richiesto ai soggetti coinvolti di pubblicare informazioni integrative in merito ad aspetti relativi al contributo di eventuali esperti indipendenti, ai rischi connessi ai potenziali conflitti di interessi delle parti correlate coinvolte nelle operazioni, alle ragioni e alla convenienza economica dell'operazione, alle modalità con le quali è stato assicurato il coinvolgimento degli amministratori indipendenti e al coinvolgimento di eventuali esperti indipendenti.

**Tav. 24 Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2010 da società quotate – documenti informativi**

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Acsm-Agam	Affitto di ramo d'azienda	Fra società quotata e società controllata
Acsm-Agam	Fusione per incorporazione	Fra società soggette a comune controllo
Acsm-Agam	Cessione di ramo d'azienda	Fra società controllata e società quotata
Aicon	Contratto quadro di acquisto di beni	Fra società quotata e soggetto controllante
Alerion	Cessione di partecipazioni	Fra società quotata e società controllata da soggetto che esercita influenza notevole sulla società quotata
Banco di Sardegna	Finanziamento di società controllata	Fra società quotata e società controllata
Beghelli	Sottoscrizione di contratto	Fra società sottoposte al comune controllo
Carraro	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società sottoposte al comune controllo
Cattolica assicurazione	Cessione di partecipazioni	Fra società quotata e suo azionista
Erg Renew	Acquisizione di partecipazione	Operazione finanziata da società controllante
FNM	Scissione parziale	Fra emittente e società controllata da emittente
FNM	Cessione di azioni e transazione	Fra emittente e società controllata da società azionista dell'emittente
Igd	Acquisizione di galleria commerciale	Fra società quotata e società controllante
Investimenti e sviluppo	Acquisizione di quote di fondo	Fra società quotata e società il cui azionista di maggioranza è azionista di minoranza della società controllante la società quotata
Italcementi	Vendita di azioni	Fra società quotata e società controllante
IWBank	Fusione per incorporazione	Fra società quotata e società interamente controllata
IWBank	Corresponsione di un indennizzo	Fra società quotata e società amministrata da amministratori e dirigenti della società quotata
Mediacontech	Contratto di finanziamento	Fra società quotata e soggetto controllante
Tamburi Investment Partners	Aumento di capitale in natura	Fra società quotata e società partecipata da amministratori della società quotata
Tod's	Acquisizione di partecipazione totalitaria	Fra società sottoposte al comune controllo
Yorkville	Operazione di ristrutturazione dell'accordo di investimento	Fra società quotata e società amministrata e partecipata da amministratori della società quotata

**Tav. 25 Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2010 da società quotate – comunicati stampa**

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Bialetti	Fusione di due società controllate	Fra la società quotata e altre società controllate dalla società quotata
Investimenti e Sviluppo	Acquisto delle quote di fondo chiuso	Fra la società quotata e un'altra società il cui Amministratore Unico è azionista di una società che si impegna a sottoscrivere un aumento di capitale della società quotata
Credito Valtellinese	Acquisto di un ramo di azienda	Fra la società quotata e altra società controllata dalla società quotata
Yorkville bhn	Accordo di ingresso nel capitale	Fra la società a soggetti legati da rapporti vari
Le Buone Società	Acquisto della partecipazione in una società	Fra la società quotata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quotata
Arena	Accordo quadro di carattere economico, finanziario e patrimoniale	Fra la società quotata e una società impegnata nella sottoscrizione di un aumento di capitale della società quotata
CDC	Acquisto della partecipazione in una società	Fra la società quotata e una società controllata da un amministratore
Terni Energia	Stipula di un contratto di fornitura	Fra la società quotata e un azionista di controllo della società quotata
Landi Renzo	Acquisto della partecipazione in una società	Fra la società quotata e un azionista di controllo della società quotata
IMA	Acquisto della partecipazione in una società	Fra la società quotata e una società partecipata da diversi amministratori della società quotata
Credito Bergamasco	Cessione della partecipazione in una società	Fra la società quotata e un azionista di controllo della società quotata
Intesa Sanpaolo	Cessione della partecipazione in una società	Fra la società quotata e un azionista rilevante della società quotata
Dea Capital	Fusione di due società controllate	Fra due società controllate dalla società quotata
Alerion Cleanpower	Rimborso anticipato di un finanziamento	Fra la società quotata e una società partecipata da azionisti rilevanti della società quotata
Management Et Capitali	Cessione della partecipazione in una società	Fra la società quotata e un amministratore della società quotata
Intek	Cessione della partecipazione in una società	Fra la società quotata e un azionista rilevante della società quotata
Intek Ergycapital	Concessione di un finanziamento	Fra una controllata della società quotata e altra società quotata nella quale è azionista rilevante
Cattolica Assicurazioni	Accordo commerciale	Fra società quotata e società collegata
Autogrill	Fusione per incorporazione di una società controllata	Fra la società quotata e altra società controllata dalla società quotata
Cattolica Assicurazioni	Accordo di investimento	Fra società quotata e società che detiene una partecipazione nella società quotata tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima
Italcementi/Italmobiliare	Trasferimento di partecipazione	Fra società quotata e società controllante la quotata
Acea	Scioglimento di joint venture	Fra società quotata e altra società che partecipa alla <i>joint venture</i>
Amplifon	Contratto di finanziamento	Fra la società quotata e altra società controllata dalla società quotata

Nel mese di febbraio 2010 la Commissione ha provveduto, come di consueto, ad aggiornare l'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

Gli emittenti strumenti finanziari diffusi sono risultati 89, rispetto ai 90 dell'anno precedente. In particolare, sono stati esclusi dall'elenco 3 emittenti (in 2

casi a seguito della liquidazione delle società), mentre sono entrati a farne parte 2 soggetti, tra cui una banca. L'attività di vigilanza sui suddetti emittenti ha riguardato, come di consueto, il monitoraggio in via continuativa sulla completezza e correttezza delle principali informazioni comunicate al pubblico, con particolare riferimento ai principali documenti contabili societari e alla documentazione predisposta in occasioni di operazioni straordinarie sul capitale delle società.

## 2 Le operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio e di finanza straordinaria

Nel corso del 2010 la Commissione ha rilasciato il provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione di 1.114 prospetti informativi, di cui 380 relativi a Oicr; sono state inoltre esaminate 135 relazioni illustrative di operazioni di finanza straordinaria, relative per la maggior parte ad aumenti di capitale sociale e a modifiche statutarie dovute, in particolare, alla necessità di adeguare gli statuti alle disposizioni introdotte nel Tuf in sede di recepimento della Direttiva in tema di diritti degli azionisti (Tav. 26).

I prospetti approvati dalla Consob hanno rappresentato nel 2010 una quota pari a circa il 70 per cento del totale dei prospetti utilizzati per la commercializzazione in Italia degli strumenti finanziari coperti dalla Direttiva Prospetto 2003/71/CE (azioni, obbligazioni, *warrant*, *covered warrant* e *certificates*); si avvicina al 25 per cento, invece, la percentuale dei prospetti che beneficiano del cosiddetto "passaporto europeo", ai sensi della citata direttiva, notificati alla Commissione da autorità di altri paesi europei. Il rapporto tra i prospetti approvati e quelli "passaportati" appare più equilibrato, invece, nel Regno Unito e in Germania (Fig. 73).

I dati di confronto internazionale, pubblicati dal Cesr, confermano che, anche nel 2010 come nel biennio precedente, i prospetti approvati in Italia sono stati solo di rado utilizzati per la commercializzazione di strumenti finanziari in altri paesi europei, similmente a quanto accade in Spagna. Una quota consistente dei prospetti approvati in Lussemburgo, Germania e Irlanda sono invece stati trasmessi ad altre autorità utilizzando il regime del passaporto europeo.

Con riferimento ai prospetti passaportati da emittenti esteri, non sono noti i controvalori effettivamente collocati sul territorio italiano in quanto la Direttiva 2003/71/CE non prevede, nei confronti delle autorità estere, obblighi di trasmissione di dati relativi alle risultanze delle operazioni di offerta effettuate sulla base di prospetti approvati e successivamente notificate alla Consob dalle medesime autorità. Solo relativamente agli emittenti bancari italiani che effettuano collocamenti in Italia sulla base di prospetti passaportati si possono desumere, invece, anche i dati riferiti a tali emissioni, sulla base delle segnalazioni trimestralmente inoltrate alla Consob. In particolare, nel 2010 sono stati effettuati collocamenti domestici sulla base di prospetti passaportati per un controvalore complessivo di 5 miliardi (12,5 miliardi nel 2009).

Il numero delle Ipo è rimasto molto contenuto: rispetto al 2009, si è passati da una a 2 operazioni di offerta finalizzata alla quotazione. Si conferma elevato il numero di prospetti obbligazionari, seppure in flessione rispetto al triennio precedente, mentre le emissioni di prodotti strutturati, *certificates* e *covered warrants*, hanno registrato una forte contrazione (si veda oltre in questo paragrafo).

**Tav. 26 Vigilanza in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria**

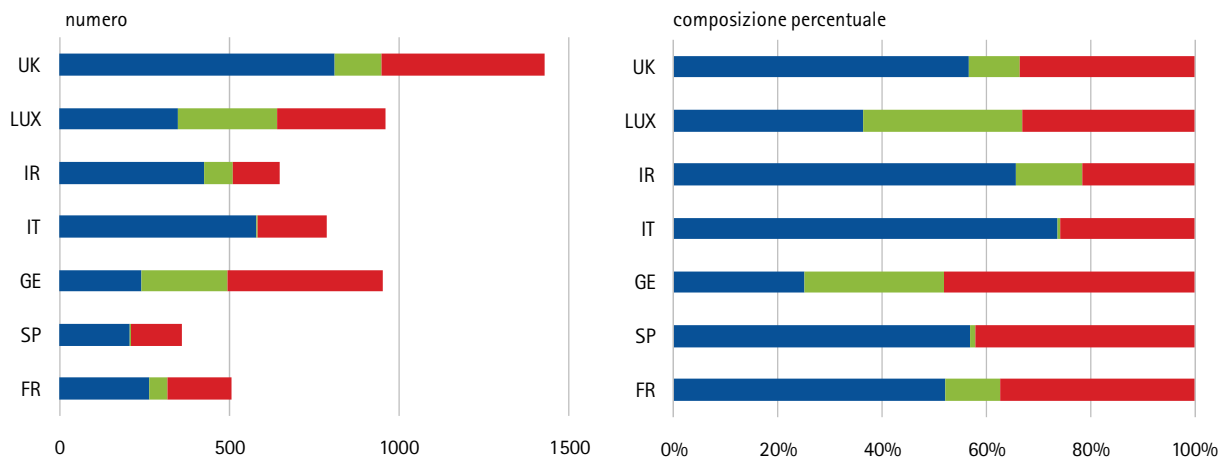
Tipologia	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Numero di prospetti informativi relativi a:</b>						
Ammissione a quotazione di titoli azionari <sup>1</sup>	19	36	38	17	6	7
<i>di cui tramite offerta</i>	15	26	27	9	1	2
Prestiti obbligazionari	18	711	1.163	986	748	655
<i>di cui: prospetti base</i>	–	535	870	639	472	405
<i>prospetti informativi</i>	–	143	115	45	36	24
<i>documenti di registrazione e supplementi</i>	–	33	178	302	240	226
Emissione di covered warrant <sup>3</sup> e certificates	37	32	109	99	102	27
Ammissione a quotazione di warrant	10	1	3	2	10	--
Altre offerte relative a titoli quotati <sup>4</sup>	2	--	--	--	--	--
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani <sup>5</sup>	7	6	18	23	28	29
Offerte ai dipendenti <sup>6</sup>	26	--	--	--	--	--
Offerte in opzione ai soci <sup>7</sup>	5	23	14	16	23	16
Oicr <sup>8</sup>	374	397	422	428	337	380
<b>Totale</b>	<b>498</b>	<b>1.205</b>	<b>1.767</b>	<b>1.571</b>	<b>1.254</b>	<b>1.114</b>
<b>Numero di relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria:</b>						
Fusioni	30	31	15	10	12	2
Scissioni	3	--	1	2	2	--
Aumenti di capitale sociale <sup>9</sup>	47	49	33	29	51	46
Acquisto/alienazione azioni proprie	91	44	41	79	15	1
Modifiche statutarie	79	63	101	69	68	82
Conversione azioni	4	1	2	--	--	--
Emissioni obbligazioni	6	2	2	3	--	--
Riduzione capitale sociale	8	4	3	5	6	4
<b>Totale<sup>10</sup></b>	<b>268</b>	<b>194</b>	<b>198</b>	<b>197</b>	<b>154</b>	<b>135</b>

<sup>1</sup> I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla-osta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione.

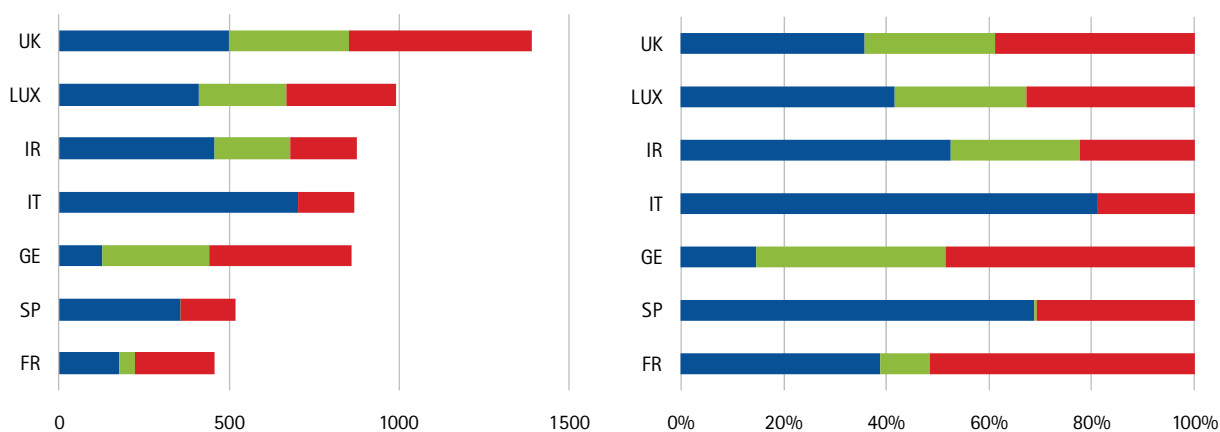
<sup>2</sup> In un caso si è trattato di un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione. <sup>3</sup> Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più "serie" di *covered warrant*. <sup>4</sup> Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione a quotazione. <sup>5</sup> Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. <sup>6</sup> Il dato include anche i piani di *stock options* riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. <sup>7</sup> Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrant* e obbligazioni convertibili). <sup>8</sup> Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero. Il dato include anche le commercializzazioni di nuovi comparti di Oicr esteri armonizzati. Si segnala che a partire dall'1.7.2009 la pubblicazione di prospetti di Oicr italiani aperti non è più soggetta ad autorizzazione preventiva. 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. <sup>9</sup> Il dato si riferisce anche a operazioni di aumento di capitale deliberate ma non effettuate (o effettuate in un momento successivo). <sup>10</sup> Il numero complessivo di relazioni non corrisponde alla somma delle singole fattispecie in quanto alcune relazioni hanno più oggetti.

Fig. 73 Utilizzo del passaporto ai sensi della Direttiva Prospetto (2003/71/CE) in alcuni paesi europei

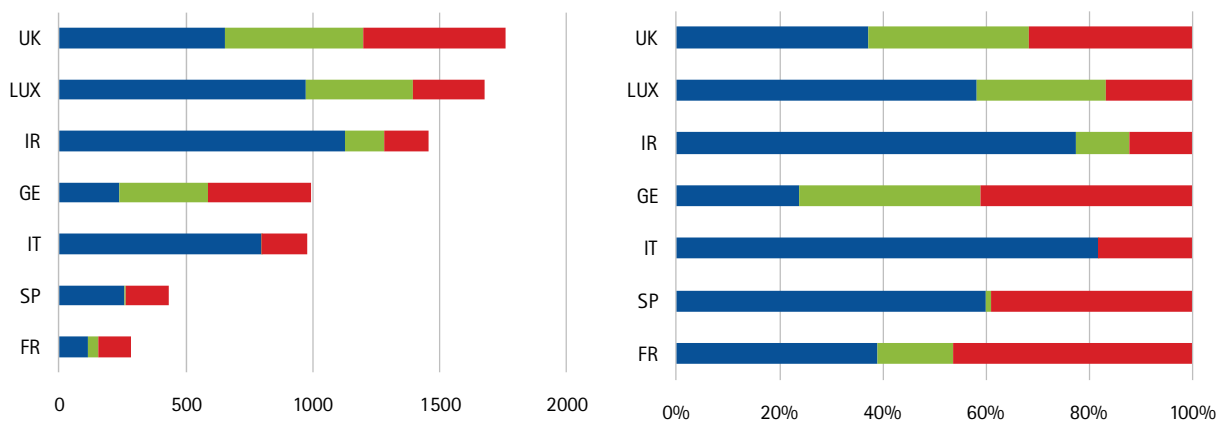
2010



2009



2008



- prospetti approvati e non passaportati
- prospetti approvati e passaportati
- prospetti passaportati notificati da altri paesi

Fonte: elaborazioni su dati Cesr.

**Particolarmente significativa in termini di controvalore dell'offerta (quasi 2 miliardi di euro) è stata la quotazione di Enel Green Power (Egp).**

L'istruttoria sul prospetto informativo si è concentrata sull'autonomia gestionale dell'emittente e sulle modalità di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento da parte di Enel, sul tema correlato della *corporate governance* della società quotanda, su alcune peculiarità dell'attività svolta da Egp. Nella parte iniziale del prospetto è stato anche inserito un paragrafo riguardante l'intervallo di valorizzazione dell'emittente e i moltiplicatori relativi a società quotate operanti in settori comparabili a quello di Egp. L'introduzione di questo nuovo paragrafo si spiega con la volontà di attirare l'attenzione del lettore del prospetto informativo, con immediatezza, su alcuni dati di sintesi significativi dell'emittente e dei *comparables*.

**Si segnala anche la quotazione di azioni della nuova società Iren, derivante dalla fusione per incorporazione di Enia in Iride.**

Il procedimento di fusione in esame si è contraddistinto per una durata particolarmente lunga, tenuto conto che le linee guida della fusione erano state approvate il 16 ottobre 2008 e il progetto di fusione il 27 ottobre 2008, mentre soltanto nel corso del 2009 si procedeva alla convocazione delle assemblee delle rispettive società. In considerazione dell'intensificarsi delle notizie stampa relative allo stato di attuazione del processo di integrazione fra i 2 gruppi, la Commissione è intervenuta per acquisire elementi informativi in merito allo stesso e per richiedere che il pubblico fosse informato delle decisioni assunte dalle 2 società. Le società non hanno potuto avvalersi dell'esenzione dalla pubblicazione del prospetto di quotazione mediante pubblicazione di un documento informativo giudicato equivalente dalla Consob, in considerazione del notevole intervallo di tempo intercorso fra la pubblicazione del documento informativo utilizzabile ai fini dell'equivalenza (il documento predisposto ai fini dell'assemblea convocata per approvare la fusione) e la data di efficacia della fusione.

**Nell'ambito dei giudizi di equivalenza espressi dall'Istituto ex art. 57, comma 1, lettera d) del Regolamento Emittenti, particolare rilievo assume quello che ha consentito la quotazione della società Fiat Industrial, derivante dalla scissione del ramo non auto di Fiat Spa.**

Relativamente alla citata operazione, oltre all'abituale vigilanza sull'informativa resa al mercato, la Consob ha verificato il rispetto degli adempimenti informativi per l'ammissione a quotazione delle azioni della società beneficiaria. A tal fine il documento di scissione – integrato, tra l'altro, con la descrizione delle modalità di ripartizione dei debiti fra la società scissa e la società beneficiaria, con la struttura dell'indebitamento della società beneficiaria e con l'aggiornamento dei dati *pro forma* al 30 settembre 2010 – è stato giudicato equivalente al prospetto.

**Nel corso dell'anno, la Commissione è stata impegnata nell'approvazione di 18 prospetti di costituende banche.**

Proprio in considerazione della persistente diffusione del fenomeno della creazione di banche locali mediante il procedimento di pubblica sottoscrizione



previsto dal codice civile, la Consob ha messo in consultazione, nel mese di gennaio 2011, una comunicazione che fornisce gli orientamenti dell'autorità, derivati dall'esperienza acquisita in sede di istruttoria dei prospetti informativi di offerta di queste costituende banche, in merito alle informazioni che devono essere pubblicate in tali documenti. Poiché il patrimonio informativo disponibile per le banche costituende è oggettivamente limitato, la rappresentazione dello stesso deve essere modulata a seconda delle caratteristiche dell'emittente. La stessa regolamentazione comunitaria evidenzia la possibilità, per alcune categorie di emittenti specificamente individuate fra cui rientrano le società che hanno avviato l'attività da meno di 3 anni (cosiddette società *start up*), assimilabili alle costituende società, che le autorità nazionali possano chiedere informazioni adattate (art. 23 del Regolamento 809/2004/CE).

**Come negli anni passati, si sono avute diverse operazioni di aumento di capitale di società quotate, con conseguente quotazione delle azioni rivenienti da tali aumenti.**

In diversi casi tali aumenti erano finalizzati a fronteggiare situazioni di tensione finanziaria o di vera e propria crisi. L'attività istruttoria è stata conseguentemente finalizzata alla *disclosure* del contesto operativo dell'emittente, con particolare riferimento ai profili di continuità aziendale, e dei contenuti degli eventuali accordi di ristrutturazione del debito o dei piani industriali a sostegno del rafforzamento patrimoniale dell'emittente.

Per quanto concerne il comparto bancario, si ricordano, fra gli altri, l'aumento di capitale per 4 miliardi di Unicredit Spa, condotto anche in Germania e Polonia, e i prestiti obbligazionari convertibili di Banco Popolare Soc. coop. (un miliardo), Banca Carige Spa (400 milioni) e Banca Popolare dell'Emilia Romagna Soc. coop. (250 milioni). La vigilanza ha curato la *disclosure* sulla qualità degli attivi e sulle specifiche criticità del singolo emittente e strumento offerto.

**Una particolare attenzione è stata dedicata alle offerte lanciate da emittenti non quotati. Tali soggetti, infatti, hanno minore dimestichezza con gli obblighi informativi disciplinati dal Tuf e dai regolamenti attuativi, per cui in sede di istruttoria sul prospetto informativo il controllo in materia di completezza e comprensibilità si rende particolarmente necessario.**

La Banca San Giorgio e Valle Agno credito cooperativo di Fara Vicentina, pur essendo una società a capitale variabile, ha lanciato un piano straordinario di capitalizzazione attraverso un'offerta a vecchi e nuovi soci di azioni della durata di 12 mesi e articolata in 13 periodi di offerta, con azioni emesse alla fine di ciascun periodo. Nel prospetto, oltre a fornire informativa in merito alla struttura dell'offerta, si è prestata particolare attenzione alla circostanza che le azioni non erano ammesse alla negoziazione in mercati regolamentati, né oggetto di scambio nell'ambito di sistemi multilaterali di negoziazione o di internalizzazione sistematica. Al fine di agevolare l'investitore nella valutazione dell'investimento in azioni della società, si è inserito nel prospetto il multiplo *Price/BookValue*, calcolato sulla base del prezzo di offerta riservato ai nuovi soci, mettendolo a confronto con il medesimo multiplo

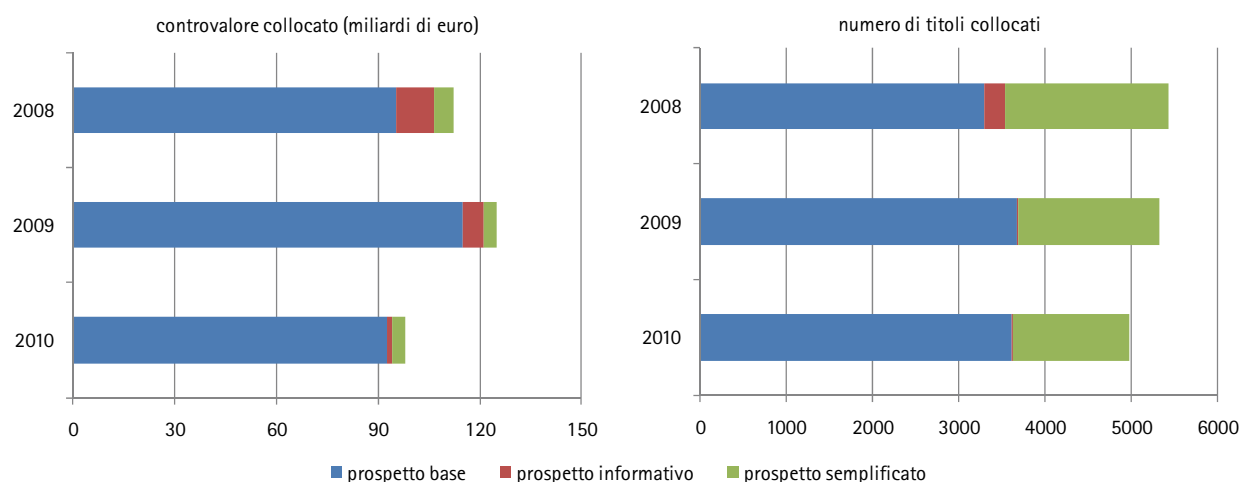
calcolato in relazione ad aumenti di capitale effettuati da banche ritenute maggiormente comparabili.

Nel corso del 2010 è proseguita l'azione di vigilanza dell'Istituto sui prodotti e strumenti finanziari non azionari. L'attività di controllo sui prospetti di titoli non rappresentativi di capitale di rischio ha condotto all'approvazione di 655 documenti di offerta relativi a prestiti obbligazionari, di cui 405 prospetti base, 24 prospetti informativi e 226 documenti di registrazione e supplementi.

Dall'analisi delle informazioni contenute nelle segnalazioni trimestralmente inoltrate alla Consob dagli emittenti bancari, emerge che la quasi totalità degli strumenti finanziari *non equity* collocati sul mercato nel periodo di riferimento è costituito da obbligazioni, di cui la maggior parte obbligazioni cosiddette *plain vanilla* (ossia titoli a tasso fisso, a tasso variabile e zero coupon) e un terzo circa obbligazioni strutturate. Solo una quota residuale del valore complessivamente collocato (2 per cento circa) è ascrivibile a *covered warrant* e *certificates*; si rammenta, d'altra parte, che tali strumenti sono quotati generalmente sul mercato Sedex senza preventivo collocamento: il dato rilevabile dalle segnalazioni trimestrali è dunque scarsamente rappresentativo della reale diffusione di *covered warrant* e *certificates*.

Come di consueto, la maggior parte delle risorse raccolte tramite obbligazioni è riferibile a operazioni assistite dal prospetto base. Nel 2010 sono stati collocati presso la clientela *retail* titoli per quasi 98 miliardi di euro, un dato significativamente inferiore agli oltre 120 miliardi collocati nel 2009; si è altresì ridotto, rispetto al biennio precedente, il numero complessivo dei titoli collocati (Fig. 74).

Fig. 74 Emissioni di obbligazioni di banche italiane soggette alla disciplina della sollecitazione



Fonte: prospetti informativi e segnalazioni statistiche di vigilanza.

Per quanto riguarda, invece, i prodotti finanziari emessi da compagnie di assicurazione, si segnala l'avvenuto completamento da parte delle imprese di assicurazione del processo di adeguamento della documentazione d'offerta agli schemi di prospetto allegati al Regolamento Emittenti entrato in vigore il 1° luglio 2009. La novità principale riguarda l'organizzazione delle informazioni all'interno del prospetto informativo. In particolare, la struttura del documento d'offerta è stata articolata in una scheda di "Informazioni generali", relativa a informazioni sul contratto, e in una o più schede di "Informazioni specifiche", una per ciascuna delle possibili proposte d'investimento connesse al prodotto finanziario-assicurativo. Tale impostazione ha permesso alle imprese offerenti di rappresentare la propria proposta commerciale in forma modulare attraverso una o più schede prodotto.

Con riguardo alla vigilanza sui prospetti dei prodotti emessi da imprese di assicurazione, a seguito dell'individuazione, mediante l'utilizzo di un articolato sistema di indicatori, di potenziali criticità informative, l'Istituto ha selezionato e sottoposto a controllo 318 dei 641 prospetti depositati (969 del 2009), relativi a prodotti finanziari di tipo *unit linked* (513 a fronte di 537 nel 2009), *index linked* (35 a fronte di 255 nel 2009) e capitalizzazione (93 a fronte di 177 nel 2009).

In termini generali, le criticità rilevate hanno interessato la rappresentazione delle diverse componenti finanziarie e dei costi espliciti e impliciti che concorrono a formare il prezzo d'emissione del prodotto, della struttura finanziaria e del profilo di rischio della proposta d'investimento e, per i prodotti di capitalizzazione, del meccanismo di rivalutazione.

In circa il 60 per cento dei casi esaminati le verifiche svolte hanno condotto all'aggiornamento tempestivo della documentazione d'offerta al fine di ripristinare la completezza e la coerenza dell'informativa agli investitori; in 20 circostanze l'emittente ha concesso agli investitori il diritto di recesso.

Come si evince dai prospetti depositati la composizione dell'offerta di prodotti finanziario-assicurativi ha fatto registrare, nel corso del 2010, taluni cambiamenti legati al nuovo Regolamento Isvap in materia di rischi connessi ai prodotti *index linked* e ai prodotti *unit linked* collegati a Oicr indicizzati secondo algoritmi predefiniti (Regolamento n. 32 dell'11 giugno 2009, entrato in vigore il primo novembre 2009). In base alla precedente normativa tali tipologie di prodotti potevano essere realizzati con la stessa ingegneria finanziaria delle obbligazioni strutturate, ossia come combinazione di due componenti: una componente obbligazionaria funzionale ad assicurare il rimborso dell'investimento a scadenza a meno dell'eventuale insolvenza dell'emittente (rischio a carico del sottoscrittore); una componente derivativa funzionale a offrire un potenziale extra rendimento legato alla *performance* di un parametro di mercato.

La nuova disciplina emanata dall'Isvap ha stabilito, invece, che il rischio di controparte degli attivi posti a garanzia delle polizze deve

sostanzialmente essere sostenuto dalle stesse imprese offerenti, lasciando agli investitori unicamente il rischio di *performance* del parametro di mercato cui il prodotto è collegato. Tale impostazione, richiedendo di fatto maggiori garanzie da parte delle imprese di assicurazione, ha implicato una drastica riduzione dell'offerta di prodotti *index linked*: nel 2010 il numero di prospetti depositati riferibili a prodotti *index linked* è sceso a 35 dai 255 nel 2009. Al contrario, si è registrato un sensibile aumento di proposte d'investimento di tipo *unit linked*, caratterizzate da un'ingegneria finanziaria del tutto assimilabile a un'obbligazione strutturata, riconducibili a imprese di assicurazione estere. Tali imprese hanno sfruttato gli spazi di arbitraggi normativi esistenti realizzando fondi interni con strutture finanziarie del tutto analoghe ai prodotti *index linked* non più ammessi (per ulteriori approfondimenti sugli interventi di *enforcement* si rinvia al paragrafo 1 del Capitolo III "La vigilanza sugli intermediari".)

### 3 Gli assetti proprietari e le offerte pubbliche di acquisto

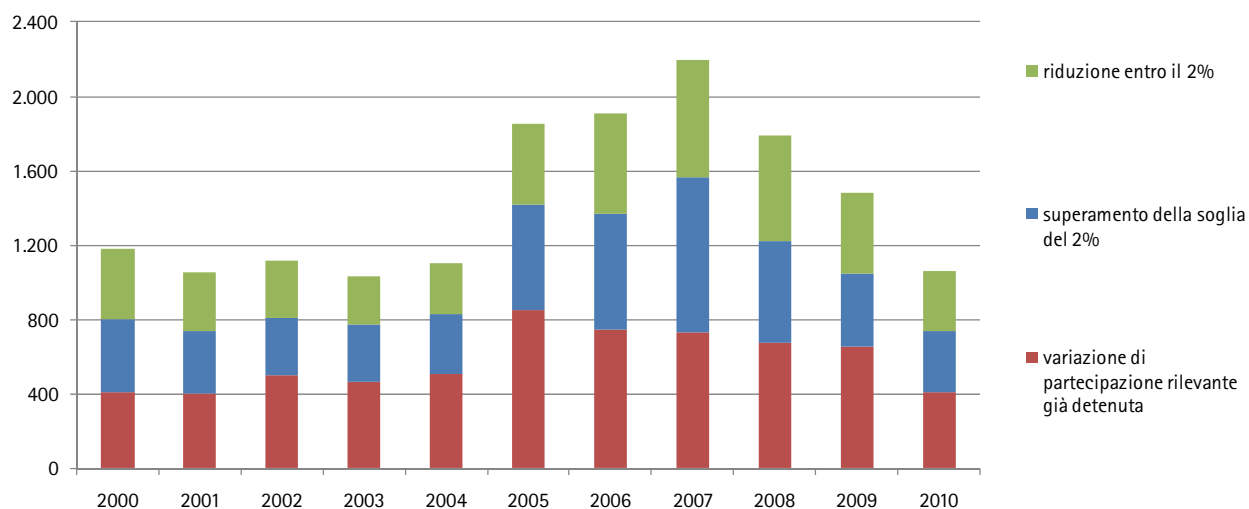
Nel corso del 2010 è proseguita l'attività di vigilanza sulla corretta applicazione della disciplina, innovata dal recepimento della Direttiva *Transparency*, sugli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

In particolare i maggiori profili di criticità si sono riscontrati nel recepimento dei nuovi criteri di aggregazione concernenti le partecipazioni detenute nell'ambito dell'attività di gestione del risparmio, nonché nell'eventuale applicabilità della relativa esenzione. Inoltre, nell'ambito della consueta attività di controllo sugli assetti proprietari, anche mediante l'invio di richieste di dati e notizie ai sensi dell'art. 115 del Tuf, alcune particolari situazioni hanno richiesto interventi straordinari e protratti nel tempo per i quali, in taluni casi, si è reso altresì necessario attivare la cooperazione internazionale.

Il flusso informativo generato dagli obblighi di comunicazione ex art. 120 del Tuf, pur se in forte flessione rispetto al triennio precedente, costituisce sempre una parte consistente delle comunicazioni dovute. Nel corso del 2010 sono state pubblicate al mercato oltre 1.000 comunicazioni aventi ad oggetto partecipazioni rilevanti, di cui più di 300 per superamento della soglia del 2 per cento, circa 400 per variazioni di partecipazioni già detenute e oltre 300 per riduzioni sotto la soglia del 2 per cento (Fig. 75).

La Commissione ha introdotto, inoltre, ulteriori obblighi informativi con una comunicazione in materia di remunerazioni dei *top manager*, accordi di buonuscita e piani di successione approvata nel mese di gennaio 2011 (Riquadro 1).

Fig. 75 Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane



L'intervento ha carattere transitorio ed esplica i suoi effetti solo nel 2011 in occasione delle assemblee di bilancio relative all'esercizio 2010. A partire dalle assemblee di bilancio relative all'esercizio 2011 entrerà in vigore, infatti, la nuova disciplina sulla trasparenza delle remunerazioni che dà attuazione alle raccomandazioni formulate in materia dalla Commissione europea e che la Consob emanerà nei prossimi mesi a seguito della delega introdotta dal decreto legislativo 259 del 2010.

Nel 2010 la Commissione ha consentito la pubblicazione di 10 documenti di offerta, relativi a 4 offerte pubbliche di acquisto e a 6 offerte pubbliche di scambio (Tav. 27). Coerentemente con il quadro congiunturale di riferimento, il dato evidenzia una forte flessione rispetto all'anno precedente, nel corso del quale era stata autorizzata, complessivamente, la pubblicazione di 24 documenti di offerta.

Tav. 27 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 2010

	Su azioni quotate			Su obbligazioni e warrant	Su azioni non quotate	Su quote di fondi	Su polizze assicurative	Totale
	ordinarie	risparmio	privilegiate					
Volontarie	3	--	--	3	--	2	2	10
Preventive	--	--	--	--	--	--	--	--
Successive	--	--	--	--	--	--	--	--
Su azioni proprie	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Totale</b>	<b>3</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>3</b>	<b>--</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>10</b>
Obbligo/diritto di acquisto <sup>1</sup>								2

<sup>1</sup> Documenti integrativi finalizzati ad assolvere agli adempimenti informativi connessi all'obbligo/diritto di acquisto ex artt. 108 e 111 del Tuf.

## Riquadro 4

### La comunicazione Consob sulle remunerazioni dei *top manager*, sugli accordi di buonuscita e sui piani di successione

La Consob ha emanato una comunicazione di carattere generale che richiede a tutte le società quotate di fornire al mercato un quadro completo e dettagliato sulle eventuali indennità che spetterebbero agli amministratori in caso di scioglimento anticipato del rapporto; raccomanda alle 38 società italiane appartenenti all'indice Ftse Mib di informare il mercato in merito all'eventuale esistenza di piani per la successione degli amministratori esecutivi, indicando gli organi e i soggetti coinvolti nella loro predisposizione; raccomanda a tutte le società quotate di comunicare al pubblico le informazioni sui compensi corrisposti ad amministratori e *manager*, che devono già essere incluse nelle note al bilancio, assicurando un livello di dettaglio adeguato delle singole voci retributive.

Le informazioni dovranno essere rese all'interno delle relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari (per quanto riguarda le richieste in merito agli accordi che prevedono indennità in caso di conclusione anticipata del rapporto e le raccomandazioni in merito ai piani di successione) e nelle note al bilancio (per quanto riguarda la raccomandazione sulle modalità attuative delle norme di trasparenza dei compensi corrisposti).

La comunicazione è stata adottata, dopo consultazione con il mercato, per far fronte alle carenze informative riscontrate in queste aree, la cui rilevanza è stata anche evidenziata da specifiche vicende societarie. L'esperienza ha mostrato come la mancanza di un quadro informativo completo e dettagliato su tutti gli aspetti fondamentali del funzionamento dei *board* e dei sistemi di incentivazione adottati possa incidere negativamente sulla tutela degli investitori e sul regolare funzionamento dei mercati, riducendo l'attrattività del mercato azionario italiano sia per gli emittenti sia per gli investitori.

L'intervento ha carattere transitorio, per un solo esercizio, in attesa di una definizione più sistematica della disciplina sulla trasparenza delle remunerazioni che sarà realizzata in occasione dell'attuazione del decreto legislativo n. 259 del 30 dicembre 2010 di attuazione delle Raccomandazioni della Commissione Europea in materia di remunerazioni.

La natura temporanea dell'intervento della Consob è volta anche a stimolare l'avvio di iniziative di autoregolamentazione, soprattutto in materia di piani di successione, e una migliore trasparenza da parte delle singole società quotate sulle prassi raccomandate dall'attuale Codice di autodisciplina in materia di remunerazioni. La Consob seguirà gli sviluppi delle iniziative di autoregolamentazione e continuerà ad analizzare l'evoluzione dei comportamenti su queste materie al fine di valutare eventuali nuovi interventi anche di natura permanente.

Le offerte pubbliche di acquisto, tutte volontarie e tutte finalizzate al *delisting* dei titoli emessi dalle società *target*, hanno riguardato in 3 casi società con azioni quotate. Si segnala, inoltre, un caso in cui l'offerta è stata promossa da un fondo comune di investimento immobiliare multi-comparto di tipo chiuso (riservato a investitori qualificati), istituito e gestito da una Sgr avente ad oggetto quote di un analogo fondo comune di investimento immobiliare multi-comparto di tipo chiuso istituito e gestito dalla medesima Sgr (per ulteriori dettagli si rimanda al paragrafo 2 del Capitolo III "La vigilanza sugli intermediari").

Per quanto riguarda le offerte pubbliche di scambio, si evidenzia che le stesse sono state connesse essenzialmente a operazioni di ristrutturazioni del debito del soggetto offerente, divenute evidentemente sempre più frequenti in conseguenza dell'attuale stato di crisi finanziaria. Tali operazioni hanno avuto ad oggetto in un caso *warrant* emessi dallo stesso soggetto offerente, in 2 casi polizze assicurative *index linked* e in 2 casi obbligazioni emesse dallo stesso soggetto offerente. In un caso, infine, l'offerta – peraltro non andata a buon fine – è stata promossa da una *holding* di partecipazioni italiana, quotata sull'Mta, e ha avuto ad oggetto le quote di un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso gestito da una Sgr.

Si rappresenta, infine, l'esecuzione di una procedura di *squeeze out/sell out* (cosiddetta procedura congiunta) avvenuta a un corrispettivo determinato dalla Consob, ai sensi dell'art. 108, comma 4, del Tuf, che ha confermato il prezzo dell'Opa volontaria precedente.

Nel corso dell'anno, inoltre, la Commissione ha deliberato la pubblicazione di 2 documenti integrativi con cui sono stati assolti gli adempimenti informativi connessi all'obbligo di acquisto, ai sensi delle disposizioni di cui all'art. 108, comma 2, del Tuf. Nel corso del 2011, a seguito della determinazione del relativo prezzo da parte dell'Istituto, sarà poi ottemperato l'obbligo di acquisto sorto a conclusione di un'offerta pubblica di acquisto volontaria su azioni quotate conclusosi nel dicembre 2010.

Come di consueto, la Commissione nel corso del 2010 è intervenuta per fornire chiarimenti e orientamenti interpretativi in materia di Opa, anche in risposta a quesiti collegati a specifiche operazioni. In particolare, si è espressa diverse volte in ordine a operazioni di salvataggio di società quotate in crisi per le quali è stata ritenuta applicabile la relativa esenzione dall'obbligo di Opa prevista dall'art. 106, comma 5, lett. a) del Tuf e dall'art. 49, comma 1, lett. b) del Regolamento Emittenti.

Nell'ambito delle risposte ai quesiti aventi ad oggetto l'esenzione cosiddetta "da salvataggio", merita attenzione la fattispecie in cui la Commissione non ha ritenuto applicabile l'art. 106, comma 5, lett. a), del Tuf, stante la mancanza di un elemento essenziale quale un piano di ristrutturazione del debito con le caratteristiche di cui all'art. 49 del Regolamento Emittenti, né, successivamente, ha ritenuto sussistenti i presupposti per l'applicazione dell'esenzione ai sensi dell'art. 106, comma 6, del Tuf.

La Commissione, in un altro caso, si è espressa in ordine alla sussistenza dei requisiti per l'esenzione dall'obbligo di Opa prevista dall'art. 106, comma 5, lett. d) e lett. e), rispettivamente, esenzione per "operazioni di carattere temporaneo" ed esenzione conseguente a operazioni di fusione o scissione approvate, in base a effettive e motivate esigenze industriali.

Tra le questioni affrontate nel corso dell'anno dalla Commissione, si segnalano, inoltre: i) l'applicabilità della disciplina in materia di Opa obbligatoria a un'ipotesi di scioglimento di un *trust* con contestuale assegnazione ad alcuni beneficiari della partecipazione indiretta di controllo di una società quotata; ii) un'operazione di riassetto societario della controllante di una società quotata con la costituzione e l'ingresso nel capitale della medesima controllante di una Fondazione.

Con riferimento al primo caso, va evidenziato che il *trust* in esame integrava la fattispecie tipica in cui il costituente perde definitivamente il controllo sui beni costituiti in *trust* a favore di terzi beneficiari. Al fine di rispondere al quesito la Commissione ha valutato se l'operazione in esso prospettata potesse inquadrarsi in una fattispecie di acquisto a titolo gratuito, alla luce delle novità legislative introdotte dalla Direttiva 2004/25/CE in materia di Opa (art. 5), recepita dal d.lgs. n. 229 del 19 novembre 2007. Nelle more dell'emanazione del regolamento *in subjecta materia*, la Commissione ha ritenuto che continuino a essere esclusi dall'ambito applicativo della normativa sull'Opa obbligatoria i trasferimenti *mortis causa* e gli atti di liberalità che si connotano, oltre che per la particolare disciplina cui sono assoggettati da un punto di vista civilistico, per il fatto di essere estranei a una logica di tipo economico confermata dall'impianto generale della Direttiva Opa. Ciò posto, l'Istituto ha ritenuto che la fattispecie oggetto del quesito sia riconducibile a un'ipotesi di negozio inquadrabile nel regime delle successioni/donazioni e, non avendo riscontrato elementi elusivi della disciplina sull'Opa, ha concluso che lo scioglimento del *trust* descritto nel quesito con assegnazione ai beneficiari del controllo della quotata non comportasse un obbligo di Opa ai sensi dell'art. 106 del Tuf.

Nella seconda delle fattispecie sopra menzionate il quesito si riferiva a un'operazione di riassetto societario effettuata da una Sarl non quotata in veste di controllante di una società quotata. Una delle specificità dell'operazione prospettata consisteva nella circostanza che la Sarl era controllata da una persona fisica titolare dell'1,72 per cento del capitale sociale in piena proprietà e di diritti di usufrutto con diritto di voto sul restante capitale sociale, avendo donato la nuda proprietà ai suoi 6 figli, ciascuno per una quota pari al 16,38 per cento del capitale sociale. Il progetto di riassetto prevedeva la costituzione – da parte di detta persona fisica – di una fondazione che avrebbe ricalcato, quanto a composizione societaria, la situazione attuale della Sarl e che sarebbe entrata nella compagine azionaria di quest'ultima mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale sociale. La finalità dichiarata di tale riassetto era quella di mantenere una *governance* societaria stabile in vista del momento in cui detta persona fisica non fosse più stata in vita, allorquando, in seguito al consolidamento dell'usufrutto con la nuda proprietà, i figli avrebbero acquistato la piena proprietà del capitale sociale della Sarl. L'operazione prospettata si proponeva altresì



di conseguire la continuità nella gestione della Sarl attraverso un articolato meccanismo di nomina del consiglio della fondazione e un'adeguata protezione dei figli, attualmente minori di età, con la costituzione *a latere* di altre due fondazioni. La Commissione ha proceduto a valutare se il prospettato riassetto societario della non quotata comportasse – o meno – un mutamento del controllo sulla quotata e ha ritenuto che l'operazione perseguiva unicamente finalità familiari e successorie e che, così come prospettata, non dava luogo ai presupposti per l'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria ai sensi dell'art. 106 del Tuf.

**Nel corso del 2010, infine, è stato posto alla Commissione un quesito in merito alla rilevanza delle azioni proprie nella determinazione della soglia del 30 per cento ai fini dell'obbligo di Opa ai sensi dell'art. 106 del Tuf.**

In particolare la fattispecie oggetto del quesito in esame attiene all'ipotesi in cui un azionista, che non risultava detenere una partecipazione di controllo in una società quotata che già aveva in portafoglio azioni proprie, aveva manifestato l'intenzione di procedere a ulteriori acquisti.

Sul punto si rammenta che nelle Comunicazioni nn. 1059750 e 1059755 del 2 agosto 2001 e n. 4073976 del 6 agosto 2004 era stato chiarito che costituisce presupposto, ai fini della rilevanza delle azioni proprie, la disponibilità di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; ciò sia nell'ipotesi in cui il superamento delle soglie rilevanti ex art. 106 del Tuf consegua ad acquisti di azioni proprie da parte della società, sia nell'ipotesi in cui consegua ad acquisti da parte del socio. In particolare, la Commissione ha precisato che «la presenza di azioni proprie rileva, ai fini dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto in capo al socio di maggioranza, soltanto se il conseguente incremento effettivo dell'incidenza percentuale del voto di quel socio in assemblea superi le soglie percentuali previste dall'art. 106 del Tuf. E ciò non solo nel caso in cui il superamento consegua ad acquisti direttamente operati dal medesimo socio, bensì anche nel caso di acquisto di azioni proprie ad opera della società, sempre che la relativa decisione sia in effetti riconducibile alla volontà del socio maggioritario tesa a incrementare in tal modo l'incidenza percentuale del proprio voto».

Nel caso di specie, dall'esame delle informazioni disponibili è risultato che il soggetto in questione non disponeva, al momento degli acquisti, di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria ai sensi dell'art. 93 del Tuf. Si è affermato, pertanto, che le azioni proprie detenute dalla società non rilevassero ai fini del calcolo dell'incidenza percentuale della partecipazione in questione. Posto, tuttavia, che la suddetta conclusione si fonda sulla *ratio* sottesa al citato orientamento Consob, per cui le azioni proprie rilevano ai fini dell'obbligo di Opa soltanto nel computo della partecipazione attribuibile al socio di controllo, è stato evidenziato che, qualora fosse emerso che il soggetto avesse acquisito il controllo della società, la questione in esame avrebbe dovuto essere oggetto di una nuova valutazione.

Con riferimento alla vigilanza sui patti parasociali, quantitativamente in linea con i dati degli anni precedenti, la modifica regolamentare,

intercorsa a metà del 2010, che ha ridotto i termini per l'assolvimento degli obblighi di comunicazione, ha comportato una concentrazione dell'attività di esame e verifica degli stessi da parte dell'Istituto.

Nell'ambito della propria attività di vigilanza, la Commissione, con delibera n. 17535 del 19 ottobre 2010, ha accertato la sussistenza di un'azione di concerto ai sensi dell'art. 101-*bis*, comma 4, del Tuf, tra Yorkville Advisors Ilc e Bhn Srl, in virtù di un'accertata cooperazione tra loro e della sussistenza di un accordo, ancorché tacito, volto ad acquisire e a mantenere il controllo della società quotata Yorkville Bhn Spa. Tale azione di concerto ha avuto inizio nel mese di aprile 2007, nella fase delle trattative che hanno portato la Yorkville Advisors Ilc ad acquisire, mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato, il controllo di diritto di Yorkville Bhn ed è poi continuata in varie forme. È stato inoltre accertato che tale concerto si è concretizzato anche attraverso la stipula di due patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122, comma 5, lettera c), del Tuf, aventi per oggetto, rispettivamente l'acquisto di azioni della Yorkville Bhn nonché l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea di Yorkville Bhn e l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sulla società. In relazione a tali patti non sono stati adempiuti gli obblighi previsti dal Tuf; conseguentemente, a seguito dell'accertamento, risultavano applicabili le disposizioni di cui all'art. 122, comma 4, del Tuf, che vietano l'esercizio del diritto di voto inerente alle azioni oggetto di un patto parasociale per il quale non sono stati adempiuti i prescritti obblighi di pubblicità. A seguito di tale accertamento, Yorkville Advisors Ilc e Bhn Srl hanno stipulato e pubblicato (unitamente all'atto di accertamento della Consob) ai sensi dell'art. 122 due patti parasociali: un patto di voto, con riferimento a una assemblea straordinaria già convocata e un patto di preventiva consultazione con riferimento alle successive assemblee ordinarie e straordinarie, efficace sino alla data di approvazione del bilancio della Yorkville Bhn al 31 dicembre 2012. Unitamente a detti patti, le società, ai fini dell'espletamento delle formalità di pubblicazione di cui all'art. 122 in relazione ai patti accertati, hanno altresì pubblicato l'atto di accertamento della Consob. Con la pubblicazione dei suddetti patti gli oneri informativi sono stati assolti ed è stata fatta trasparenza sugli assetti proprietari della società quotata; è stato quindi ripristinato l'esercizio del diritto di voto inerente alle azioni oggetto dei patti.

## 4 L'informativa in sede assembleare

Nel corso del 2010 la Consob è intervenuta in diverse occasioni con richieste di diffusione di informazioni da rendere in sede assembleare.

Nel caso del gruppo Falck – che ha riorganizzato le attività nel settore energetico mediante un'operazione di scissione di Falck Energy Spa e un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione da parte di Actelios Spa (ora Falck Renewables) – la vigilanza, condotta con due distinti interventi, ha curato la *disclosure* dell'informativa resa nei documenti informativi per l'assemblea dei soci relativa alla valorizzazione del capitale economico delle diverse parti coinvolte.

Un secondo intervento è stato compiuto con riferimento all'assemblea della Lazio chiamata ad approvare una serie di modifiche statutarie di recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti. L'attività di vigilanza si è concentrata sulla *disclosure* delle motivazioni di alcune scelte, non chiaramente rappresentate nella relazione illustrativa degli amministratori, sia con riferimento alle opzioni riconosciute dalla nuova disciplina dei diritti degli azionisti e concretamente esercitate dalla società, sia relativamente ad alcune modifiche non richieste dal recepimento della nuova disciplina, ma comunque rilevanti per la *governance* della società.

Un altro intervento in sede assembleare ha riguardato la richiesta di diffusione di informazioni in merito a un piano di incentivazione per gli amministratori di Datalogic rivestiti di particolari cariche. In particolare, è stato richiesto di garantire adeguata trasparenza sui parametri di riferimento per la determinazione dei compensi.

Un'attenzione particolare è stata poi rivolta alle assemblee ordinarie delle società quotate chiamate ad approvare i bilanci al 31 dicembre 2009. In particolare, nei casi di incertezza sulla continuità aziendale, è stato richiesto a 14 società di fornire nel corso dell'assemblea le proprie considerazioni in merito alle valutazioni effettuate dai revisori e ogni altro elemento utile a comprendere l'effettiva situazione economico-patrimoniale e le azioni intraprese o da intraprendere per far fronte a eventuali tensioni finanziarie.

## 5 L'informativa contabile

Nell'ambito delle attività di vigilanza sull'informativa finanziaria, in attuazione degli articoli 118-*bis* del Tuf e 89-*quater* del Regolamento Emittenti, l'Istituto ha seguito un approccio cosiddetto *risk based*, basato su un modello di campionamento volto a selezionare le società che presentano i maggiori profili di rischi per la trasparenza e la correttezza dell'informazione finanziaria.

A supporto di tale attività di vigilanza, nel corso del 2010, grazie anche al contributo delle associazioni di categoria (Assonime, Abi, Ania) che hanno partecipato alle fasi di consultazione, è stato implementato il progetto di informatizzazione e automazione del Sistema di analisi finanziaria e rating (Safir), sviluppato per la valutazione dei rischi potenziali degli emittenti. L'acquisizione telematica di una serie di dati informativi e finanziari ha consentito la realizzazione di un database informatico contenente le principali informazioni contenute nei bilanci degli emittenti quotati in formato standardizzato e analizzabile. Tale procedura ha permesso, inoltre, di ridurre i tempi di elaborazione dei rating utilizzati per l'individuazione, secondo criteri *risk based*, del campione di emittenti da sottoporre a vigilanza informativa. Tale insieme di emittenti è stato poi integrato con un campione selezionato in maniera casuale comprendente una quota pari a un quinto

delle società quotate (una metà di esse, tuttavia, è estratta dall'insieme delle società a maggiore capitalizzazione e con maggiori volumi di scambio). Si sottolinea a margine che, per la prima volta, sono stati inclusi nel campione anche gli emittenti titoli di qualunque natura per i quali l'Italia sia lo Stato Membro d'origine e non solo società quotate nei mercati finanziari italiani.

La definizione dei criteri di campionamento per la selezione degli emittenti sulla base del modello *risk based* è rivista su base annuale e per il 2010, in particolare, i parametri individuati si sono basati principalmente su segnali di particolare gravità attinenti alla correttezza e completezza dell'informazione finanziaria, che emergono da istruttorie in corso, da giudizi negativi o con rilievi formulati dai revisori, da segnalazioni dell'Autorità Giudiziaria, di altre autorità di vigilanza o degli organi di controllo delle società con particolare riferimento alle segnalazioni per fatti censurabili e al funzionamento del sistema di controllo interno. Sono state inserite nel campione, inoltre, le società che presentavano situazioni di difficoltà ricavabili dall'analisi dei dati economico-patrimoniali e finanziari, dalle dichiarazioni di impossibilità a esprimere un giudizio o dai richiami di informativa da parte dei revisori connessi a significativi dubbi sulla continuità aziendale dell'emittente, ovvero caratterizzate da anomalie nella struttura dell'attivo e del passivo patrimoniale, del conto economico e del rendiconto finanziario; da ultimo sono state considerate anomalie negli indicatori relativi ai prezzi, ai rendimenti e alla volatilità delle quotazioni.

Nell'ambito degli interventi compiuti in sede di accertamento della correttezza dell'informativa periodica, alcune tematiche oggetto di particolare approfondimento, anche in relazione al proseguimento della crisi finanziaria, hanno riguardato tra l'altro specifici profili di alcune poste di bilancio. Alle società incluse nel campione di vigilanza sono stati richiesti approfonditi ragguagli in merito alle problematiche concernenti l'*impairment test* dell'avviamento e delle altre attività immateriali a vita utile indefinita, con l'illustrazione in dettaglio delle metodologie utilizzate e con l'indicazione delle fonti dei dati, dei criteri e dei parametri utilizzati; la valutazione collettiva dei portafogli di attività creditizie; la *policy* di gruppo utilizzata ai fini dell'applicazione dell'*impairment* sugli strumenti finanziari classificati come *available for sale*; l'analisi di sensitività e di *stress test* (semplici e complessi), con particolare riguardo ai rischi di liquidità, creditizio e di tasso di interesse; la sintesi della valutazione dei rischi di *business*, immobiliare, di investimenti azionari, strategico e reputazionale, corredata dalle pertinenti analisi di sensitività e *stress test*.

Quanto alle modalità di funzionamento del nuovo sistema di acquisizione ed elaborazione dei dati, si rileva che la trasmissione, in via telematica e in formato elaborabile, si è avvalsa del sistema di teleraccolta accessibile dal sito internet dell'Istituto già in uso per la trasmissione delle segnalazioni di vigilanza richieste dal Regolamento Emittenti. Nel corso del primo semestre dell'anno, si è conclusa la ricezione dei suddetti dati, trasmessi con successo da tutti gli emittenti, ad eccezione di alcune società che si trovavano in situazioni di crisi conclamata (con procedure concorsuali in atto ovvero con ristrutturazioni complesse in corso) e che

conseguentemente hanno differito l'approvazione del bilancio dell'esercizio 2009, oltre il termine richiesto per la trasmissione.

Alla luce degli esiti positivi del processo di teleraccolta, l'Istituto ha esteso l'acquisizione per via telematica anche ai dati informativi e finanziari contenuti nelle relazioni finanziarie semestrali, al fine di ampliare la banca dati informatica e di sviluppare un modello per il monitoraggio dell'andamento economico-finanziario infrannuale delle società sottoposte a vigilanza.

**Con riferimento agli interventi di vigilanza in materia di informativa contabile, si rammenta che la Commissione ha esercitato i poteri di cui all'art. 154-ter, comma 7, del Tuf nei confronti di 2 emittenti con azioni ammesse a negoziazione sul mercato Mta gestito da Borsa Italiana Spa.**

In particolare, per quanto riguarda Mariella Burani Fashion Group Spa sono emerse rilevanti criticità nella modalità di redazione del bilancio consolidato e del bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2008, nonché della relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2009, con particolare riferimento alla contabilizzazione dei ricavi, alla valutazione delle concessioni, licenze e marchi, alla valutazione dei crediti e delle attività finanziarie disponibili per la vendita, alla mancata contabilizzazione del rischio derivante dall'escussione di garanzie prestate e alle rilevanti carenze di informativa fornita con riferimento agli impegni e alle passività potenziali. Tali errori e omissioni hanno comportato, inoltre, la violazione del principio fondamentale relativo alla corretta rappresentazione della situazione aziendale, non garantendo il rispetto degli assunti fondamentali e delle caratteristiche qualitative delle informazioni. Stante la rilevanza degli effetti sulla situazione economica e patrimoniale di Mariella Burani Fashion Group Spa della correzione degli errori riscontrati, l'Istituto ha ritenuto necessario richiedere la predisposizione di un'apposita situazione economico-patrimoniale consolidata *pro forma*, corredata dei dati comparativi del periodo di riferimento precedente, al fine di fornire evidenza degli effetti che una contabilizzazione conforme alle regole avrebbe prodotto sulla situazione patrimoniale, sul conto economico, sul patrimonio netto e sul rendiconto dei flussi finanziari dell'esercizio al 31 dicembre 2008 – a livello individuale e consolidato – nonché del primo semestre 2009.

Per quanto riguarda la società Antichi Pellettieri Spa sono state riscontrate carenze nella redazione dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2008, con riferimento alla valutazione dei crediti finanziari, alla mancata contabilizzazione di fondi per rischi e oneri connessi alle garanzie prestate, alla valutazione degli avviamenti iscritti nel bilancio consolidato. Tali carenze hanno inoltre comportato la violazione del principio relativo alla non corretta rappresentazione della situazione aziendale. Stante la rilevanza degli errori riscontrati, la Consob ha ritenuto necessario richiedere la predisposizione di un'apposita situazione economico-patrimoniale consolidata *pro forma* del bilancio al 31 dicembre 2008.

**La Commissione ha attivato, inoltre, il potere di impugnativa, ai sensi dell'art. 157, comma 2, Tuf nei confronti di Kerself Spa relativamente al bilancio d'esercizio e al bilancio consolidato al 31 dicembre 2009.**

Le principali criticità rilevate dalla Commissione riguardano, in particolare, l'iscrizione dei ricavi per i lavori in corso su ordinazione in assenza di un efficiente sistema di controllo di gestione, la non corretta effettuazione dell'*impairment test* sull'avviamento derivante dall'acquisizione delle società partecipate e la non corretta valutazione delle passività derivanti dalle *put option* concesse agli azionisti di minoranza delle società partecipate.

Nel corso dell'anno, infine, la Commissione è intervenuta con raccomandazioni di carattere generale al fine di richiamare l'attenzione delle società quotate a una corretta applicazione dei principi contabili internazionali rispetto alle voci di bilancio e ai modelli di valutazioni delle poste contabili più sensibili agli effetti della crisi finanziaria e al peggioramento del quadro congiunturale. L'informativa finanziaria deve, infatti, risultare costantemente idonea a rappresentare in maniera chiara, completa e tempestiva i rischi e le incertezze cui le società sono esposte, il patrimonio di cui dispongono per fronteggiarli e la loro effettiva capacità di generare reddito.

In particolare, nel marzo del 2010 l'Istituto ha pubblicato, congiuntamente con Banca d'Italia e Isvap, un documento relativo agli «Esercizi 2009 e 2010 – Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulle verifiche per riduzione di valore delle attività (*impairment test*), sulle clausole contrattuali dei debiti finanziari, sulle ristrutturazioni dei debiti e sulla "Gerarchia del *fair value*»». Pur non introducendo obblighi informativi ulteriori, si è ritenuto opportuno sensibilizzare i soggetti coinvolti a vario titolo nella redazione dei documenti contabili sulla necessità di applicare rigorosamente le norme e i principi contabili internazionali, in particolare, con riferimento: i) all'applicazione del presupposto della continuità aziendale; ii) alla descrizione dei sistemi di misurazione e gestione dei rischi finanziari nonché il grado di esposizione a tali rischi; iii) alla verifica delle riduzioni per perdite durevoli di valore delle attività; iv) alle incertezze nell'utilizzo di stime.

## 6 La vigilanza sugli organi di controllo interno

Nel corso del 2010 è proseguita l'attività di vigilanza in materia di cumulo degli incarichi per i componenti degli organi di controllo delle società con azioni quotate e con titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante. In particolare, attraverso l'utilizzo delle funzionalità del sistema integrato Saivic dedicato alla ricezione delle comunicazioni rese dai soggetti vigilati, sono pervenute all'Istituto più di 4.200 dichiarazioni da parte di circa 1.100 componenti degli organi di controllo a fronte di oltre 14.000 incarichi di amministrazione e controllo assunti in società quotate e non. L'attività di vigilanza ha comportato la verifica dell'informativa resa dagli organi di controllo degli emittenti quotati in occasione delle assemblee convocate per l'approvazione dei bilanci d'esercizio 2008 e 2009, in merito agli incarichi di amministrazione e controllo ricoperti.

Nel corso dell'anno la Commissione ha inoltre approvato la presentazione di una denuncia del collegio sindacale di un emittente quotato (Yorkville Bhn) ai sensi dell'art. 152 del Tuf e dell'art. 2409 del codice civile, a seguito dell'accertamento di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza del collegio sindacale.

Tale decisione è stata assunta dalla Consob tenuto conto che, a partire dall'esercizio 2008, l'attività dell'emittente quotato è stata caratterizzata da operazioni con parti correlate che hanno presentato aspetti di criticità in considerazione delle parti coinvolte, della natura delle prestazioni e delle condizioni economiche sottostanti. In relazione a tali operazioni, l'attività del collegio sindacale si è caratterizzata per il mancato o negligente esercizio dei doveri di vigilanza sull'operato degli amministratori; in altri termini, le criticità individuate nell'adempimento dei compiti dell'organo di controllo traggono origine dalle irregolarità ascrivibili all'organo di gestione che non sono state segnalate dal collegio sindacale, contravvenendo così ai doveri imposti dall'art. 149 del Tuf. In relazione alla presentazione della denuncia, è stata fornita adeguata informativa al mercato, mediante la diffusione di uno specifico comunicato stampa.

Infine, le verifiche effettuate dall'Istituto sugli organi di controllo hanno anche evidenziato l'esistenza di situazioni di incompatibilità, di cui all'art. 148, comma 3, del Tuf, da parte di alcuni componenti dei collegi sindacali di due emittenti quotati. In entrambi i casi rilevati, successivamente al ricevimento delle comunicazioni della Consob, i soggetti interessati hanno presentato le rispettive dimissioni dalla carica.

## 7 La vigilanza sulle società di revisione

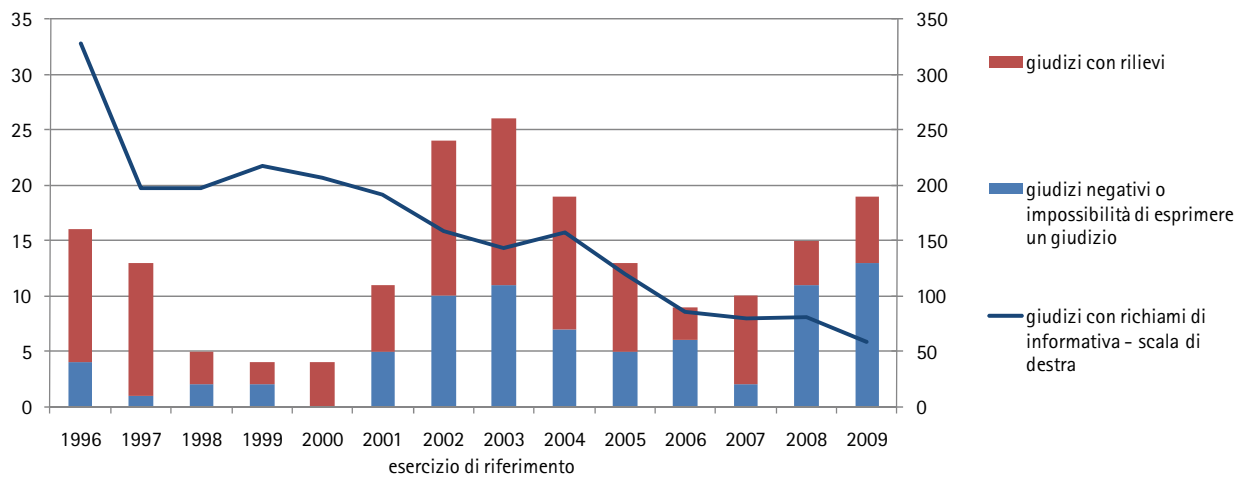
Le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale della Consob hanno complessivamente esaminato 273 bilanci d'esercizio e 259 bilanci consolidati relativi all'esercizio 2009 di emittenti con azioni ammesse alle negoziazioni su mercati regolamentati italiani.

In 3 casi (Bioera, Seteco International, già Omnia Network, e I Viaggi del Ventaglio con riferimento al solo bilancio consolidato) il revisore ha espresso un giudizio negativo, mentre in 10 casi (Arena Agroindustrie Alimentari, Giovanni Crespi, Investimenti & Sviluppo, I Viaggi del Ventaglio per quanto riguarda il bilancio d'esercizio, K.R. Energy, Mondo Home Entertainment, Montefibre, Olidata, Socotherm e Zucchi) il revisore si è invece dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio. In altri 6 casi (DMail Group, Kerself, Sadi, Società Sportiva Lazio, Sopaf e Unipol Gruppo Finanziario) è stato espresso un giudizio con rilievi. Infine, in 59 casi sono state emesse relazioni di revisione con richiami di informativa.

Complessivamente, rispetto a quanto riscontrato per l'esercizio 2008, si è registrato sia un incremento del numero di società per le quali il revisore ha espresso

un giudizio negativo (da 1 a 3) sia del numero di società emittenti per le quali il revisore ha espresso un giudizio con rilievi (da 4 a 6). Costante rispetto al 2008 è rimasto, invece, il numero dei casi in cui il revisore si è dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio (10), mentre il numero di relazioni di revisione con richiami di informativa si è significativamente ridotto (da 81 a 59; Fig. 76).

**Fig. 76 Giudizi delle società di revisione sui bilanci delle società quotate in mercati regolamentati italiani**



Fonte: relazioni delle società di revisione. I dati riguardano diverse tipologie di giudizi o rilievi che possono essere riferiti anche a uno stesso emittente. Confronta Note metodologiche.

Con riferimento alle relazioni che contengono richiami d'informativa, si segnala che in 15 casi gli stessi riguardano la continuità aziendale, con una riduzione di quasi un terzo dei casi rispetto al 2008. Tali richiami, pur in presenza di un giudizio senza rilievi, assumono un'importante valenza segnaletica in quanto indicano l'esistenza di significative incertezze tali da far sorgere dubbi significativi circa la sussistenza del presupposto della continuità aziendale.

I giudizi negativi discendono da limitazioni al procedimento di revisione e da dissensi rispetto ai criteri contabili adottati dagli amministratori.

Nello specifico, nel caso di Bioera in liquidazione la società di revisione ha espresso un giudizio negativo a seguito di limitazioni che discendono dal mancato ottenimento del progetto di bilancio di una società controllata per la quale erano state presentate due istanze di fallimento e dal mancato rilascio della lettera di attestazione da parte del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili della società, in quanto dimissionario. Per quanto riguarda i dissensi sui criteri contabili adottati dagli amministratori, essi attengono alla voce avviamenti, alla valorizzazione di una partecipazione in una società controllata, alle attività fiscali per imposte differite.



Per la Seteco International (già Omnia Network, società dichiarata fallita nel novembre 2010, oggi Fallimento Seteco International) le limitazioni al procedimento di revisione discendono invece dal mancato ottenimento di risposte alle richieste di conferma da parte di banche e di società di *leasing*, oltre che dal mancato rilascio alla società di revisione della lettera di attestazione da parte degli amministratori della società. Quanto ai rilievi sui criteri contabili adottati dalla società, il revisore ha ritenuto non sufficienti gli elementi a supporto dell'iscrizione e del mantenimento in bilancio di numerose voci dell'attivo e del passivo (tra le quali figurano una partecipazione di controllo, i crediti commerciali, le attività per imposte differite e i fondi rischi e oneri).

Infine, per la società I Viaggi del Ventaglio in liquidazione (dichiarata fallita nel luglio 2010, oggi Fallimento I Viaggi del Ventaglio), le limitazioni al procedimento di revisione sono essenzialmente riconducibili al mancato ottenimento di risposte alle richieste di conferma da parte di numerose banche e dei legali della società, nonché alle limitazioni nello svolgimento delle procedure di revisione su un elevato numero di società controllate estere. Per quanto riguarda i dissensi circa i criteri contabili, essi afferiscono principalmente alla difformità tra i criteri valutativi adottati per la redazione del bilancio consolidato e quelli seguiti per la stesura del bilancio d'esercizio della capogruppo, ai crediti per imposte anticipate, ai crediti commerciali verso terzi e al fondo rischi.

Passando ai casi di impossibilità a esprimere un giudizio, le società di revisione si sono dichiarate impossibilitate a esprimere un giudizio in ragione di molteplici significative incertezze, con possibili effetti cumulati rilevanti sul bilancio, afferenti essenzialmente problematiche di continuità aziendale.

Al riguardo si segnala che nei casi di Arena Agroindustrie Alimentari, Giovanni Crespi, Investimenti Et Sviluppo, I Viaggi del Ventaglio, la dichiarazione di impossibilità a esprimere un giudizio si è fondata anche su rilevanti e pervasive limitazioni al procedimento di revisione cui il revisore si è trovato a far fronte nel corso dello svolgimento del proprio lavoro di revisione.

Per quanto concerne, in particolare, le cause delle sopra citate molteplici significative incertezze, esse sono principalmente riconducibili alla fattibilità dei piani industriali e finanziari e al buon esito delle azioni in questi previste, al perfezionamento di accordi di ristrutturazione del debito bancario, all'eventuale mancato rispetto di *covenant* finanziari, al buon esito di aumenti di capitale e al concretizzarsi delle eventuali connesse trattative con nuovi investitori, al mancato incasso di crediti vantati dal gruppo nei confronti di società partecipate dal medesimo, all'aleatorietà dell'aggiudicazione delle gare pubbliche (per quelle società che annoverano tra i propri clienti la pubblica amministrazione), alle difficoltà contingenti di smobilizzare *assets* di proprietà, agli esiti di procedure concorsuali, in particolare quella di concordato preventivo, non di rado attivate anche su istanza delle stesse società.

Per quanto riguarda, invece, le limitazioni al procedimento di revisione queste sono sostanzialmente riconducibili a due principali tipologie: il mancato ottenimento della risposta alla richiesta di conferma di informazioni da parte di un numero significativo di banche, legali e parti correlate e le limitazioni oggettive incontrate dal revisore nello svolgimento delle procedure di revisione su società partecipate estere.

Da ultimo, nei casi di DMail Group, Kerself, Sadi Servizi Industriali, Società Sportiva Lazio, Sopaf e Unipol Gruppo Finanziario, il revisore ha espresso un giudizio con rilievi.

Nel primo caso, il rilievo ha avuto ad oggetto una limitazione al procedimento di revisione relativa, in particolare, al mancato ottenimento del progetto di bilancio di una controllata la cui approvazione era stata posticipata a data successiva rispetto a quella del bilancio della società.

Per le altre società, invece, i rilievi hanno avuto ad oggetto dissensi inerenti ai criteri contabili adottati per la redazione dei bilanci d'esercizio e consolidato. In particolare, tra i principali rilievi di tale natura si segnalano quelli aventi ad oggetto l'applicazione dei principi contabili afferenti alla valutazione dei titoli di capitale quotati inclusi tra le "attività finanziarie disponibili per la vendita" (Unipol Gruppo Finanziario), alla recuperabilità dei valori delle rimanenze finali, dei crediti commerciali (Kerself), alla contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati (Sadi Servizi Industriali), alle modalità di contabilizzazione tra i ricavi dell'esercizio dei corrispettivi derivanti da contratti di consulenza e di cessione di un diritto di opzione avente a sua volta ad oggetto un contratto di vendita dei diritti televisivi e di sponsorizzazione (Sopaf e Società Sportiva Lazio).

Al 31 dicembre 2010 risultavano iscritte nell'Albo Speciale tenuto dalla Consob 21 società di revisione, una in meno rispetto all'anno precedente.

Con delibera n. 14472 del 13 settembre 2010 è stata, infatti, disposta la cancellazione della società di revisione Constantin Rediva Srl, con sede in Milano, a seguito dell'atto di fusione per incorporazione nella Baker Tilly Consulaudit Spa, anch'essa iscritta nell'Albo Speciale, i cui effetti giuridici sono decorsi il 31 agosto 2010. Nel corso del 2010 la Commissione ha poi rigettato un'istanza di iscrizione pervenuta nell'aprile 2009.

Sempre in merito all'Albo Speciale, l'art. 40, comma 21, del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, con il quale è avvenuto il recepimento della Direttiva 2006/43/CE in materia di revisione legale dei conti, ha disposto l'abrogazione a regime dell'art. 161 del Tuf, che attribuisce alla Consob la tenuta dell'Albo Speciale delle società di revisione. Tuttavia, come previsto dall'art. 43, comma 1, lettera i), del d.lgs. 39/2010, l'art. 161 del Tuf continua ad applicarsi fino alla data di entrata di vigore dei regolamenti che verranno emanati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze presso il quale verrà costituito il Registro Unico dei revisori contabili (persone fisiche e giuridiche). Nel periodo

transitorio, pertanto, la Consob conserva immutate le proprie attribuzioni in merito alla tenuta dell'Albo Speciale delle società di revisione.

Con riferimento agli incarichi di revisione svolti per l'*audit* 2009, dall'esame dei dati raccolti dalle società iscritte nell'Albo Speciale si è rilevato un incremento del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione ai sensi delle disposizioni del Tuf, che è passato dai 2.295 dell'*audit* 2008 ai 2.456, mentre è rimasta sostanzialmente immutata la distribuzione degli incarichi tra le società di revisione. Le prime quattro in ordine di fatturato detengono complessivamente il 94 per cento del mercato nazionale della revisione, percentuale immutata rispetto allo scorso anno.

L'entrata in vigore del d.lgs. 39/2010 ha determinato un significativo incremento del perimetro della vigilanza della Consob in materia di revisione, in quanto l'Istituto è ora chiamato a controllare l'operato dei revisori legali e degli enti di revisione legale che svolgono incarichi di revisione sugli enti di interesse pubblico (PIE). L'art. 16, comma 1, del d.lgs. 39/2010 ricomprende, infatti, nella categoria delle PIE anche soggetti – quali banche non quotate, istituti di pagamento e intermediari finanziari di cui all'art. 107 del Tub – per i quali, fino all'esercizio 2009, l'obbligo di sottoporre a revisione il bilancio discendeva unicamente dalle disposizioni del codice civile (artt. 2409-*bis* e segg.).

In proposito, da un primo esame effettuato nel mese di luglio 2010 limitatamente alle società iscritte nell'Albo Speciale, è emerso che per l'*audit* 2010 gli enti di interesse pubblico hanno complessivamente conferito 2.752 incarichi di revisione, distribuiti tra circa 300 *partners*.

Con delibera n. 17379 del 22 giugno 2010, la Commissione ha confermato per l'anno 2010 gli ammontari delle garanzie e delle coperture assicurative delle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale, già fissati per il 2009 con la precedente delibera n. 16291, a copertura dei rischi derivanti dall'esercizio dell'attività di revisione. 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 furono stabiliti gli ammontari delle garanzie per il 2009.

Anche nel corso del 2010 la vigilanza sulle società di revisione è stata realizzata mediante interventi preventivi di controllo di qualità, che hanno assunto natura sistematica, e interventi successivi su casi specifici (*enforcement*).

Per quanto riguarda i controlli di qualità, finalizzati alla verifica dell'esistenza e della corretta applicazione delle procedure di controllo interno previste dall'art. 22, comma 1, del d.lgs. 39/2010, sono state completate verifiche ispettive su 7 società di revisione, a cui la Consob ha già trasmesso i *report* finali contenenti gli interventi da porre in essere al fine di superare le carenze riscontrate nel corso degli accertamenti e la relativa tempistica di attuazione.

Nel corso dell'anno è poi proseguita l'attività di *follow up* connessa agli interventi effettuati nei confronti di 3 società di revisione di grandi dimensioni, sottoposte a verifica nel periodo 2008/2009, avente ad oggetto la valutazione delle risposte organizzative assunte dalle stesse per superare i rilievi emersi nel corso degli accertamenti.

Nel 2010, infine, sono state avviate 5 verifiche ispettive. In particolare, gli accertamenti ispettivi hanno riguardato la valutazione della struttura organizzativa e del sistema delle procedure di controllo della qualità delle società di revisione selezionate, al fine di verificarne l'adeguatezza, l'efficacia e l'effettiva applicazione, nonché i rapporti intrattenuti dalle stesse con i rispettivi *network* internazionali di appartenenza per analizzare il processo di recepimento delle linee guida e degli standard emanati dai *network* a livello globale. Per le società di revisione di limitate dimensioni operative, inoltre, i controlli hanno riguardato anche l'esame di alcuni incarichi espressamente selezionati, al fine di valutare la qualità del lavoro svolto.

Per quanto concerne l'attività di *enforcement*, nel corso dell'anno sono state trasmesse 4 lettere di contestazioni nei confronti di 3 società iscritte nell'Albo Speciale, ai sensi dell'art. 163 del Tuf, a seguito dell'accertamento di gravi irregolarità sui lavori di revisione relativi ai bilanci di 3 emittenti quotati e di un intermediario finanziario. Nel corso del 2010 è anche proseguita l'attività di *enforcement* sulle modalità di svolgimento di alcuni ulteriori lavori di *audit*; in tale ambito, sono state avviate 3 verifiche ispettive nei confronti di altrettante società di revisione.

## 1 Gli abusi di mercato

La vigilanza sul rispetto delle disposizioni in tema di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, come di consueto, ha impegnato intensamente l'Istituto.

L'attività di accertamento è stata significativamente potenziata nel corso del 2010 in termini sia qualitativi sia quantitativi. In particolare, con riguardo all'abuso di informazioni privilegiate è stata adottata una procedura finalizzata ad articolare le indagini in 2 fasi. La fase preliminare, svolta nell'ambito dell'attività di monitoraggio dei mercati, mira a individuare anomalie e segnali di possibili illeciti. La seconda fase, avviata in esito alle verifiche preliminari, è tesa ad accertare la sussistenza di elementi che configurano ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali. L'adozione della procedura sopra descritta ha incrementato l'efficienza dell'azione di vigilanza, indirizzando l'attività di accertamento in funzione della gravità delle anomalie rilevate. In applicazione della procedura appena ricordata, nel corso dell'anno la fase preliminare ha comportato l'esame di 105 casi, relativi a ipotesi di abuso di informazione privilegiata (47 per cento circa) o di manipolazione operativa (43 per cento) ovvero informativa (nel restante 10 per cento dei casi); in taluni casi ricorreva il sospetto di più tipologie di illecito.

L'Istituto ha inoltre adottato un approccio strutturato e coordinato nel monitoraggio delle varie fonti informative disponibili, al fine di migliorare sia l'efficienza sia l'efficacia dell'attività di individuazione e accertamento dei casi di illecito.

In primo luogo, gli intermediari sono stati sollecitati a incrementare il livello qualitativo, ancor più che quantitativo, delle segnalazioni di operazioni sospette di abusi di mercato cui sono tenuti ai sensi dell'art. 187-*nonies* del Tuf. A tal fine è stato realizzato un ciclo di incontri, su base sia individuale sia collettiva, con gli esponenti di 15 intermediari selezionati in base alle rispettive quote di mercato, tipologia di attività esercitata, tipologia di clientela, frequenza e correttezza delle segnalazioni effettuate.

Nell'ambito dell'incontro collettivo, organizzato con l'ausilio di Assosim, l'Istituto ha illustrato le modalità di utilizzo delle segnalazioni di operazioni sospette ai fini dell'individuazione di elementi che possono configurare ipotesi di illecito, evidenziando altresì la differenza tra condotte abusive vere e proprie e comportamenti di *market misuse*. Al riguardo è stato avviato un confronto con l'industria

finalizzato a prevenire un "uso improprio" del mercato, nella consapevolezza che la prevenzione sia uno strumento di tutela dell'integrità del mercato più immediato ed efficace dell'accertamento e della sanzione di illeciti.

Nel corso dell'incontro è stata altresì illustrata la Comunicazione 10039224 del 30 aprile 2010, nella quale sono state fornite indicazioni funzionali a individuare comportamenti manipolativi attuati mediante l'immissione e la successiva cancellazione di ordini (Riquadro 1).

L'attività di vigilanza è stata inoltre indirizzata al controllo delle operazioni di *buy back*, *manager transactions* e stabilizzazione.

Con riferimento a ognuno di questi fenomeni è stata individuata una serie di indicatori e di parametri rilevanti che – in sinergia con la più ampia attività di monitoraggio dei mercati e dell'informativa continua sugli emittenti – dovrebbero consentire di migliorare e rendere più efficiente l'accertamento sia di potenziali casi di abusi di mercato sia di violazioni della normativa collegata (ad esempio, quella relativa alle comunicazioni delle operazioni di *buy back* o di *manager transactions*).

È stato altresì potenziato, in occasione di anomalie di mercato registrate in prossimità di eventi societari di rilievo, il monitoraggio dei principali siti specializzati e *forum on line*, che veicolano *rumours* e commenti su emittenti quotati e con titoli diffusi.

Nell'ambito degli interventi volti a migliorare la prevenzione degli abusi di mercato, particolare attenzione è stata dedicata all'individuazione delle circostanze nelle quali la confidenzialità delle informazioni regolamentate può risultare compromessa.

A tal proposito, le maggiori criticità sono state riscontrate con riferimento alle informazioni di tipo previsionale, ovvero alle informazioni concernenti le caratteristiche di una determinata operazione comunicate in maniera selettiva a un numero limitato di investitori istituzionali per raccogliere manifestazioni di interesse. Per le società interessate da un'indebita circolazione delle informazioni regolamentate, l'Istituto ha esaminato le misure e gli accordi di confidenzialità posti in essere per garantirne la confidenzialità. In particolare, sono stati verificati l'istituzione, nonché il relativo aggiornamento, del cosiddetto registro degli *insider*; le prassi seguite nelle relazioni con la stampa; la divulgazione a soggetti terzi di informazioni regolamentate e l'eventuale previsione di obblighi di riservatezza di natura legale, regolamentare, statutaria o contrattuale; la tipologia di dati e di informazioni divulgate durante gli incontri con gli analisti finanziari.

Particolare attenzione è stata dedicata, infine, alle prassi di mercato ammesse ai sensi dell'art. 187-ter, comma 4 del Tuf.

Come noto la Consob con la Delibera n. 16839 del 19 marzo 2009 ha riconosciuto 2 prassi di mercato ammesse concernenti, rispettivamente, l'attività di sostegno della liquidità del mercato e l'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un "magazzino titoli".

## Riquadro 5

### La Comunicazione Consob in merito ad alcuni casi di manipolazione del mercato di tipo operativo

L'esperienza di vigilanza ha fatto emergere diversi casi di manipolazione del mercato, di tipo operativo, basati sull'immissione di ordini durante le aste e sulla successiva cancellazione degli stessi o riduzione della loro dimensione, allo scopo di fornire indicazioni fuorvianti circa l'esistenza di una domanda o di un'offerta di uno strumento finanziario a determinati prezzi (cosiddetto *placing orders with no intention of executing them*).

Tale condotta era già contemplata tra gli esempi di manipolazione citati nella Comunicazione n. 5078692 del 29 novembre 2005, con la quale l'Istituto aveva fornito agli operatori di mercato indicazioni utili sia per il monitoraggio della propria attività sia per il corretto adempimento degli obblighi in materia di comunicazione di operazioni sospette (art. 187-*nonies* del Tuf). Gli elementi distintivi della citata condotta manipolativa, dunque, sono 2: l'inserimento di ordini senza una reale intenzione di eseguirli e l'idoneità degli ordini a fornire al mercato indicazioni false o fuorvianti circa la domanda o l'offerta sullo strumento finanziario e, di conseguenza, il prezzo.

Con la Comunicazione n. 10039224 del 30 aprile 2010, la Commissione ha poi specificato che la condotta in esame può declinarsi in 2 schemi operativi differenti a seconda dell'effetto che il manipolatore intende produrre sul mercato.

Nel primo schema l'inserimento di ordini senza intenzione di eseguirli potrà risultare volto a correggere decettivamente una situazione di squilibrio tra domanda e offerta sullo strumento finanziario, in modo da far venir meno l'interesse di potenziali partecipanti al mercato a inserire ordini idonei a produrre effettivamente il riequilibrio tra domanda e offerta, nonché creare le condizioni per ripristinare (anche parzialmente) la situazione iniziale di squilibrio con la pianificata cancellazione degli ordini nei momenti finali della fase di *pre-asta*, traendone vantaggio tipicamente mediante l'esecuzione di altri ordini dello stesso segno al prezzo più favorevole così formatosi.

Nel secondo schema l'inserimento di ordini senza intenzione di eseguirli potrà risultare volto a fornire indicazioni fuorvianti sull'esistenza di un consistente aumento di domanda od offerta di uno strumento finanziario a prezzi più alti (se in acquisto) ovvero più bassi (se in vendita) di quelli delle migliori proposte di negoziazione e a provocare un aumento o una diminuzione del prezzo teorico. L'obiettivo è dunque indurre altri operatori (i cosiddetti *followers*) a inserire ordini a prezzi migliori idonei ad amplificare la variazione di prezzo, traendone tipicamente vantaggio mediante l'esecuzione, al prezzo così formatosi, di altri ordini di segno opposto, dopo aver cancellato i primi ordini nei momenti finali della fase di *pre-asta*.

Con l'ammissione della prima prassi di mercato l'Istituto ha riconosciuto il beneficio della non assoggettabilità a sanzione amministrativa, per manipolazione del mercato di tipo operativo, per l'attività di sostegno della liquidità su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati, purché tale attività sia conforme a una serie di condizioni volte a limitare il rischio di manipolazione del

mercato. Con la seconda prassi la Commissione ha riconosciuto, in presenza di determinate condizioni atte a limitare il rischio di manipolazione del mercato, il beneficio della non assoggettabilità a sanzione amministrativa alle operazioni di acquisto sui propri strumenti finanziari ammessi alla negoziazione, dirette a costituire un cosiddetto "magazzino titoli", per finalità d'impresa.

A fine 2010 risultavano aver stipulato contratti di liquidità, ai sensi della prima prassi di mercato, 4 emittenti, 3 dei quali emittenti bancari. Tale numero appare esiguo in rapporto all'operatività che di norma viene posta in essere dagli emittenti quotati italiani sui propri titoli, a riprova del fatto che tale strumento di protezione, nonostante debba ragionevolmente costituire lo standard di riferimento per l'attività da compiere sui propri strumenti finanziari, non risulta ancora adeguatamente utilizzato dagli emittenti medesimi.

Nel 2010 l'Istituto ha concluso 29 indagini in materia di abusi di mercato, formulando ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali in 10 casi relativi, rispettivamente, ad abuso di informazioni privilegiate (3 casi), manipolazione informativa (3 casi) e manipolazione operativa (4 casi; Tav. 28). In 8 casi è stata trasmessa una relazione all'Autorità Giudiziaria e in 9 casi sono stati avviati procedimenti amministrativi.

Nel 2010 la Consob ha avviato procedimenti amministrativi per 7 degli 8 casi che sono anche stati oggetto di segnalazione all'Autorità Giudiziaria (nell'ottavo caso il procedimento amministrativo è stato avviato all'inizio del 2011). In aggiunta, l'Istituto ha avviato altri procedimenti amministrativi al termine di 2 indagini nelle quali sono stati accertati illeciti di abuso di informazioni privilegiate nei confronti esclusivamente di cosiddetti *insider* secondari, cioè di soggetti entrati in possesso dell'informazione per ragioni non riconducibili alla loro professione (art. 187-bis, comma 4, del Tuf) e per i quali non sono previste sanzioni penali.

**Tav. 28 Risultati delle indagini in materia di abusi di mercato<sup>1</sup>**

	Ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali		Casi in cui non sono stati rilevati illeciti	Totale
		di cui per abuso di informazioni privilegiate		
2005	4	2	4	8
2006	7	2	6	13
2007	10	3	3	13
2008	6	2	4	10
2009	8	2	6	14
2010	10	3	19	29

<sup>1</sup> Confronta Note metodologiche.

In 2 delle 3 indagini in cui sono stati formulate ipotesi di illeciti di abuso di informazioni privilegiate, l'informazione consisteva nel progetto di promuovere un'offerta pubblica di acquisto. Nel terzo caso l'informazione riguardava il progetto di una *joint venture* con una società estera (Tav. 29).



**Tav. 29 Tipologia delle informazioni privilegiate nei casi relativi a *insider trading*<sup>1</sup>**

	Mutamento del controllo – Opa	Risultati economici. Situazione patrimoniale e finanziaria	Operazioni sul capitale. Fusioni – Scissioni	Altre	di cui per ipotesi di front running	Totale
2005	--	1	--	1	1	2
2006	--	--	--	2	--	2
2007	1	1	1	--	--	3
2008	1	--	--	1	1	2
2009	--	--	1	1	1	2
2010	2	--	1	--	--	3

<sup>1</sup> Confronta Note metodologiche.

In particolare, il solo caso segnalato all'Autorità Giudiziaria ha riguardato gli acquisti effettuati dalla controllante in prossimità della promozione di un'Opa finalizzata al *delisting* della controllata quotata. Contestazioni sono state indirizzate al presidente e a un amministratore delegato della controllata, a un amministratore della controllante e alla controllante stessa, per la responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della l. n. 689/1981) e ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf).

Negli altri 2 casi l'Istituto ha contestato il comportamento di *insider* secondari che, tramite intermediari esteri, avevano effettuato acquisti caratterizzati da evidenti anomalie. In un caso è stato altresì contestato l'ostacolo all'attività di vigilanza (art. 187-*quindiecies* del Tuf), in quanto la persona cui è stato imputato l'abuso di informazioni privilegiate aveva, tra l'altro, negato di aver effettuato le operazioni tramite una società estera di cui è risultato essere il beneficiario economico. Anche a tale società è stato contestato l'illecito di abuso di informazioni privilegiate per la responsabilità solidale e per la responsabilità amministrativa dell'ente.

I 3 casi attinenti a illeciti di manipolazione del mercato di tipo informativo hanno riguardato rispettivamente la diffusione di un artefatto comunicato dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (Agcm), la diffusione su un sito internet di una notizia falsa su una società di calcio e la diffusione da parte di una società quotata di informazioni false in più bilanci e in altri comunicati concernenti situazioni economiche infrannuali e piani industriali.

Nel primo caso menzionato, a seguito delle indagini svolte dal Servizio Polizia Postale e delle Comunicazioni del Ministero dell'Interno e dalla Polizia Nazionale Francese, il presidente di un'associazione di consumatori ha confessato di aver redatto un falso comunicato dell'Agcm, che informava dell'avvio di un'istruttoria su una società quotata per possibile abuso di posizione dominante, e di averlo diffuso a più agenzie di stampa utilizzando dalla Francia un indirizzo di posta elettronica che indicava il nome del responsabile per l'Agcm dei rapporti con la stampa. La finalità di tale azione manipolativa era collegata a una campagna svolta dall'associazione.

Il secondo caso ha riguardato un "pezzo" (firmato) apparso su un sito internet dedicato a una squadra di calcio quotata nel quale si annunciava l'avvenuta cessione del pacchetto di controllo della società. Tale operazione avrebbe comportato l'obbligo di Opa in capo all'acquirente a un prezzo maggiore di quello corrente. Nonostante l'immediata smentita da parte della società controllante, il sito ha ribadito la notizia.

Il terzo caso ha avuto ad oggetto la diffusione da parte di una banca quotata di informazioni tramite documenti contabili e comunicati che rappresentavano in modo gravemente scorretto la particolare operatività in strumenti finanziari derivati con la clientela *retail*, operatività che per quasi 2 anni aveva incrementato sensibilmente gli utili di periodo e, di conseguenza, le quotazioni del relativo titolo azionario.

**Dei 4 casi attinenti agli illeciti di manipolazione del mercato di tipo operativo, uno ha avuto ad oggetto operazioni incrociate (cosiddetti *improper matched orders*); gli altri 3 hanno riguardato, invece, l'inserimento di proposte di negoziazione in fase di asta senza l'intenzione di eseguirle.**

Nel primo caso un addetto al *proprietary desk* di una banca ha incrociato proposte di negoziazione inserite per il conto proprio della banca con proposte di negoziazione inserite tramite conti di *trading on line* a lui intestati oppure con proposte di negoziazione inserite da altri intermediari su sua disposizione per conto della stessa banca, provocando così un aumento significativo degli scambi e, nel primo caso, anche un incremento dei prezzi. Lo schema manipolativo è stato ripetuto per diverse settimane su vari titoli. Le contestazioni sono state indirizzate anche alla banca per la responsabilità solidale e per la responsabilità amministrativa dell'ente.

Degli altri 3 casi, il primo ha riguardato il comportamento di un *day trader*, che, nella fase di asta di un titolo illiquido, inseriva sistematicamente proposte di negoziazione in acquisto a prezzi molto più elevati del prezzo teorico corrente in modo da farlo aumentare e da ingenerare negli altri partecipanti al mercato l'impressione che il prezzo potesse mantenersi su tali elevati livelli, per poi, invece, provvedere, una volta che il prezzo di equilibrio si fosse consolidato, alla cancellazione delle proposte di negoziazione in acquisto ed, eventualmente, all'inserimento di proposte di negoziazione in vendita così da chiudere con profitto la posizione aperta in sedute precedenti.

Un altro caso ha avuto ad oggetto l'asta di apertura di un *warrant* nella seduta precedente alla scadenza. Al termine dell'asta il prezzo è risultato estremamente più basso del suo valore teorico, come poteva essere calcolato sulla base del prezzo dell'azione sottostante. Le indagini hanno dimostrato che, sfruttando la consuetudine per la quale molti intermediari negli ultimi giorni di "vita" dei *warrant* vendono a prezzo di mercato i *warrant* per i quali non hanno ancora ricevuto istruzioni dalla clientela (sicché nel *book* di negoziazione le proposte di negoziazione in vendita, senza limite di prezzo, risultano superiori a quelle con limite di prezzo), 2 *day trader*, operando di concerto dalla stessa *trading room*, hanno inserito proposte di negoziazione in acquisto per importanti quantitativi in modo da controbilanciare

proposte di negoziazione in vendita e dare l'impressione agli altri partecipanti al mercato che si fosse raggiunto un equilibrio stabile sul mercato. Diversamente, negli ultimi istanti della fase di asta i 2 *day trader* hanno cancellato le proprie proposte di negoziazione in acquisto facendo così crollare il prezzo fino a livelli molto bassi, ma comunque idonei a consentire loro di portare a esecuzione altre proposte di negoziazione in acquisto precedentemente inserite, con bassi limiti di prezzo, da loro stessi. I 2 hanno così chiuso la strategia vendendo i *warrant* nella successiva fase di negoziazione continua quando i prezzi sono rimbalzati intorno ai valori *fair* (cosiddetto *bounce back effect*) oppure esercitandoli in modo da lucrare la differenza con il prezzo delle azioni sottostanti.

La terza indagine ha rilevato un comportamento, pressoché speculare al precedente, posto in essere da altri 2 *day trader* che, operando di concerto, hanno prodotto un aumento del prezzo finale dell'asta di apertura di un titolo abbastanza liquido. In particolare, pochi istanti prima del termine dell'asta essi hanno cancellato importanti proposte di negoziazione in vendita, precedentemente inserite, così da produrre un aumento del prezzo finale dell'asta, al quale sono state eseguite altre proposte di negoziazione in vendita dagli stessi in precedenza inserite durante la stessa asta. Nella successiva fase di negoziazione i 2 hanno così chiuso la posizione acquistando a prezzi tornati in linea (*bounce back effect*) con quelli precedenti all'asta oggetto di manipolazione.

L'Istituto ha rilevato illeciti di abuso di mercato nel comportamento di 14 persone fisiche e ha avviato procedimenti amministrativi nei confronti di 4 società per la responsabilità solidale e per la responsabilità amministrativa dell'ente (Tav. 30).

**Tav. 30 Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato<sup>1</sup>**

	Intermediari autorizzati <sup>2</sup>	Insiders Istituzionali <sup>3</sup>	Altri soggetti <sup>4</sup>	Operatori esteri	Totale
<b>Abuso di informazioni privilegiate</b>					
2005	--	1	2	--	3
2006	--	7	--	--	7
2007	--	11	1	--	12
2008	--	2	20	12	34
2009	--	2	9	--	11
2010	--	4	1	2	7
<b>Manipolazione di mercato</b>					
2005	--	1	7	--	8
2006	--	6	2	--	8
2007	1	4	2	--	7
2008	--	--	5	--	5
2009	2	1	10	1	14
2010	1	2	8	--	11

<sup>1</sup> Confronta Note metodologiche. <sup>2</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. <sup>3</sup> Soci, amministratori e dirigenti di società quotate. <sup>4</sup> *Insiders* secondari e i cosiddetti *tippees* (art. 180, comma 2, del Tuf).

Riguardo ai procedimenti amministrativi avviati per abusi di mercato accertati negli anni precedenti si rinvia al paragrafo 2 del successivo Capitolo IV "I provvedimenti sanzionatori e cautelari".

Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e autorità di vigilanza estere nel 2010 è stato complessivamente pari a 142. Le richieste finalizzate ad assistere autorità di vigilanza estere in indagini su casi di presunti abusi di mercato condotte da queste ultime sono state 6 (Tav. 31).

**Tav. 31 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato**

	Soggetti destinatari delle richieste							Totale	di cui per conto di autorità estere
	intermediari autorizzati <sup>1</sup>	società quotate e loro controllanti o controllate	soggetti privati di cui audizioni		pubbliche amministrazioni	autorità estere			
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	
2009	78	53	93	47	17	27	268	15	
2010	37	35	48	41	5	17	142	13	

<sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio.

Nel corso del 2010, la Consob si è costituita parte civile in 3 nuovi procedimenti penali in materia di abuso di mercato (di cui 2 per manipolazione del mercato e uno per abuso di informazioni privilegiate). In tutti i casi la Consob aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria una segnalazione all'esito degli accertamenti di vigilanza svolti. Nei capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nella richiesta di rinvio a giudizio, i fatti ascritti agli imputati sono stati descritti in termini sostanzialmente analoghi agli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob (Tav. 32).

Nel corso del 2010 è proseguito il dibattito nel procedimento penale nei confronti degli imputati, a vario titolo, di diversi reati tra cui l'aggiotaggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza nell'ambito della vicenda riguardante l'acquisizione del controllo sulla Banca Antoniana Popolare Veneta Spa (sviluppatasi nel primo semestre del 2005 tra il gruppo bancario olandese

ABN Amro Bank e la Banca Popolare di Lodi scarl), in cui la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel 2007.

**Tav. 32 Costituzioni di parte civile dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e aggioaggio su strumenti finanziari (manipolazione del mercato)**

Anno	Costituzioni	Reato <sup>1</sup>	Esito al 31 dicembre 2010
2004	2	Aggioaggio	2 sentenze di patteggiamento 1 sentenza di condanna <sup>2</sup>
2005	6	Insider trading e aggioaggio	4 sentenze di condanna <sup>3</sup> 2 sentenze di patteggiamento 3 sentenze di non luogo a procedere
2006	9	Insider trading, manipolazione del mercato	4 sentenze di condanna <sup>4</sup> 6 sentenze di patteggiamento 2 sentenze di assoluzione <sup>5</sup> 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2007	12 <sup>6</sup>	Insider trading, manipolazione del mercato	3 sentenze di condanna 5 sentenze di patteggiamento 2 sentenze di proscioglimento per prescrizione 1 sentenza di non luogo a procedere <sup>7</sup> 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 2 sentenze di assoluzione
2009	1	Manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna
2010	3	Insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di assoluzione

<sup>1</sup> *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; aggioaggio: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del c.c., ora art. 185 del Tuf. <sup>2</sup> La Corte d'Appello di Milano ha parzialmente riformato la sentenza di primo grado, statuendo, tra l'altro, la condanna di un esponente aziendale già assolto in primo grado per i reati al medesimo ascritti e la condanna dello stesso al risarcimento dei danni all'immagine e da ostacolo a favore della Consob, confermando nel resto la sentenza di prime cure. <sup>3</sup> In un caso la competente Corte d'Appello ha ridotto la somma liquidata alla Consob a titolo di risarcimento del danno, confermando, nel resto, la sentenza di primo grado. In un caso la Corte di Cassazione, ritenuta l'incompetenza per territorio, ha annullato le sentenze di primo e secondo grado e ha disposto la trasmissione degli atti alla Procura della Repubblica presso in Tribunale ritenuto competente. <sup>4</sup> Una sentenza di condanna è stata emessa all'esito di giudizio abbreviato. In un caso la competente Corte d'Appello, in riforma della sentenza di primo grado, ha assolto per prescrizione l'imputato e ha revocato le situazioni civili a favore della Consob. In un altro caso, la competente Corte d'Appello ha assolto per prescrizione gli imputati, ma ha confermato le situazioni civili a favore della Consob. In un ulteriore caso la competente Corte d'Appello ha confermato la condanna e le situazioni civili nei confronti di un imputato e, in riforma dell'impugnata sentenza, ha assolto l'altro imputato per non aver commesso il fatto, revocando le statuizioni civili nei suoi confronti. <sup>5</sup> 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. <sup>6</sup> In un caso, a seguito della regressione alla fase delle indagini preliminari, il procedimento è stato archiviato nel corso del 2008. <sup>7</sup> Con la sentenza in questione il Giudice ha disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale contestazione della violazione amministrativa prevista dall'art. 187-bis del Tuf.

Nel 2010 sono stati anche definiti in primo grado 3 procedimenti in materia di abuso di mercato, nei quali l'Istituto si era costituito parte civile. In un caso vi è stato il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob; gli altri 2, invece, si sono conclusi con una pronuncia di assoluzione.

In senso favorevole alla Commissione si segnala la sentenza n. 579 del 14 gennaio 2010, con cui il Tribunale di Milano ha dichiarato gli imputati colpevoli del reato di aggioaggio, condannandoli a risarcire il danno non patrimoniale patito dalla Consob, liquidato in euro 20 mila (di cui 10 mila per il danno all'integrità del mercato

e 10 mila per il danno all'immagine). Con riferimento agli elementi costitutivi del reato contestato, il Tribunale di Milano ha ritenuto, conformemente a un orientamento giurisprudenziale consolidato, che «Quanto alla nozione di "altri artifici" si è affermata, in giurisprudenza, l'interpretazione più ampia del termine, nel senso che non è necessario che i mezzi utilizzati siano per se stessi fraudolenti, ma ben potrebbe trattarsi di operazioni che, isolatamente considerate, sembrano assolutamente conformi alle prescrizioni normative ma che, nel caso concreto, rivestono invece una attitudine ingannatoria e decettiva per le concrete modalità di realizzazione (avuto riguardo ad esempio, alla tempistica e ai quantitativi di prodotti acquistati). Quanto alla valutazione della sussistenza del requisito della *price sensitivity*, esso ricomprende tutte le circostanze esistenti al momento in cui viene realizzata la condotta, la cui idoneità dovrà essere valutata in concreto, tenendo in considerazione i mezzi utilizzati, la loro adeguatezza qualitativa e quantitativa nonché il contesto spazio temporale in cui si colloca la vicenda».

#### **Nel corso del 2010 la Corte di Appello di Milano si è pronunciata su 4 casi di abuso di mercato.**

In relazione a un caso di aggioaggio, la Corte di Appello di Milano con sentenza n. 2361 del 16 luglio 2010 ha confermato la condanna e le statuizioni civili nei confronti di un imputato e ha, invece, in parziale riforma della sentenza di primo grado, assolto un altro imputato per non aver commesso il fatto e per l'effetto annullato le statuizioni civili nei suoi confronti.

Con riferimento a un caso di aggioaggio, nonché di ostacolo all'esercizio delle funzioni della Consob concernente la vicenda Parmalat, la Corte meneghina con sentenza n. 1728 del 26 maggio 2010, ha parzialmente riformato la sentenza di primo grado, statuendo, tra l'altro, la condanna di un esponente aziendale già assolto in primo grado per i reati al medesimo ascritti e la condanna dello stesso al risarcimento dei danni all'immagine e da ostacolo a favore della Consob, confermando nel resto la sentenza di *prime cure*.

Con riguardo agli altri 2 casi di aggioaggio, la Corte di Appello di Milano, con sentenze n. 3031 del 28 ottobre 2010 e n. 3160 del 9 novembre 2010, ha riformato le sentenze di primo grado dichiarando la prescrizione del reato; nel primo caso ha confermato le statuizioni civili a favore della Consob, mentre nel secondo caso le ha revocate.

Nell'ambito di un processo a carico di esponenti aziendali di una banca avente ad oggetto un'imputazione per *insider trading* relativa alla cessione della maggioranza del capitale di un altro Istituto di credito e al conseguente lancio di un'offerta pubblica di acquisto effettuati precedentemente all'introduzione dell'art. 187-*undecies*, comma 2, del Tuf, la Corte di Cassazione, con sentenza n. 8588 del 20 gennaio 2010, ha annullato la sentenza della Corte di Appello di Milano essendosi il reato estinto per prescrizione e ha, altresì, annullato le statuizioni civili a favore della Consob.

## 2 La gestione di mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici

Nel corso dell'anno sono state approvate, a più riprese, le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana e alle relative Istruzioni, ai sensi dell'art. 63, comma 2 del Tuf.

Le principali modifiche, deliberate dall'assemblea della società di gestione del 24 febbraio 2010 e approvate dalla Consob il mese successivo, hanno riguardato: i) il mercato Mta (con la variazione dei requisiti segmento Star e ammissione di nuove categorie di emittenti); ii) gli aumenti di capitale (con riferimento alla liquidazione dei diritti inoptati tramite Monte Titoli); iii) la procedura di accertamento delle violazioni; iv) alcune precisazioni in tema di sospensione e revoca.

Nel maggio 2010, la Commissione ha approvato ulteriori modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, deliberate dall'assemblea della società di gestione del 13 aprile 2010. Le modifiche hanno riguardato il Mercato Telematico degli *Investment Vehicle* (Miv) e, in particolare: i) la riformulazione della nozione di *investment company*; ii) i requisiti di ammissione delle *investment company* e delle *real estate investment company* (Reic); iii) l'istituzione di un segmento professionale del MIV dedicato a veicoli di investimento con politica di investimento particolarmente complessa e/o non diversificata (*Special Investment Vehicle - Siv*).

Nel settembre 2010, è stato espresso dalla Consob l'assenso alle modifiche al Regolamento dei mercati di Borsa Italiana che riguardano, in primo luogo, nuove modalità di negoziazione per il mercato Idem, in conseguenza della migrazione della piattaforma di negoziazione al nuovo sistema operativo *Sola Trading System*, già adottato dal *London Stock Exchange Group* (Lse) per l'omologo mercato Edx. Tra le principali novità vi sono, per i *futures* sull'indice Ftse Mib, l'introduzione della fase di asta di apertura e di nuove regole relative alla determinazione del prezzo di asta e di apertura, alla conclusione di contratti in asta, al passaggio tra le varie fasi di negoziazione nonché, in generale per tutti gli strumenti, all'asta di volatilità, e ai controlli automatici dei prezzi. Altre modifiche hanno interessato gli specialisti sul mercato SeDeX (mercato telematico dei *securitised derivatives*) con la possibilità di esporre in via continuativa solo proposte in acquisto, previa autorizzazione della società di gestione del mercato.

Con decisioni del marzo 2010, sono state approvate le modifiche alle Istruzioni al Regolamento della Borsa Italiana, riguardanti l'introduzione di un indice rappresentativo dei dividendi distribuiti dai titoli che compongono l'indice Ftse Mib, nonché di un contratto *future* avente come sottostante l'indice stesso. Il nuovo indice è denominato *Ftse Mib Dividend*.

Successivamente, nel luglio 2010, è stato rilasciato l'assenso a ulteriori modifiche alle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, concernenti il Mercato Idem e il prezzo di liquidazione dei contratti derivati

*futures* e *minifutures* sull'Indice Ftse Mib, delle opzioni sull'Indice Ftse Mib, dei *futures* su azioni.

Nel novembre 2010, infine, sono state approvate ulteriori modifiche alle Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana riguardanti l'introduzione di nuovi contratti *futures* su azioni ammesse alla negoziazione sul mercato *Mta International* o su mercati regolamentati europei e appartenenti a primari indici finanziari, la conseguente disciplina concernente, fra l'altro, la determinazione del prezzo di liquidazione e le modalità di liquidazione, i *block trade*, il *market making* e gli obblighi di quotazione dei contratti *futures*.

La Commissione ha, inoltre, esercitato più volte il potere, previsto dall'art. 64, comma 1-*bis*, lett. a), del Tuf, di vietare l'esecuzione delle decisioni di ammissione e di esclusione, ovvero ordinare la revoca delle decisioni di sospensione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni, assunte dalla società di gestione dei mercati, entro 5 giorni dalla comunicazione di quest'ultima se, sulla base degli elementi informativi diversi da quelli valutati dalla predetta società, ritiene la decisione contraria alle finalità di tutela degli investitori.

Al riguardo, si rappresenta che nel corso del 2010 la Consob si è espressa in merito a 4 provvedimenti di Borsa Italiana di sospensione a tempo indeterminato dalle negoziazioni e a 3 provvedimenti di revoca dalle negoziazioni, riscontrando in tutti i casi l'assenza dei presupposti per l'esercizio dei poteri di cui al citato art. 64 del Tuf.

Nel corso del 2010, si sono poi tenuti diversi incontri con la *Financial Services Authority* (Fsa) finalizzati allo scambio di informazioni in merito alla supervisione sui mercati finanziari. Gli incontri rientrano nelle attività ordinarie di cooperazione fra le 2 autorità di vigilanza avviate a seguito dell'integrazione fra Borsa Italiana e il *London Stock Exchange* e della conclusione dei *Memorandum of Understanding* (MoU) in materia di *trading* (dicembre 2007) e *post-trading* (settembre 2010).

Nel dicembre 2007, la Fsa e la Consob hanno, infatti, concluso un *Memorandum* di intesa in materia di *trading* al fine di organizzare la propria cooperazione nell'esercizio dei rispettivi obblighi e poteri per la vigilanza del *London Stock Exchange* e del Gruppo Borsa Italiana, ferme restando le rispettive responsabilità di vigilanza. Il *Memorandum* rappresenta una dichiarazione di intenti per la consultazione, cooperazione e scambio di informazioni in relazione alla vigilanza delle 2 società di gestione dei mercati, in conformità e nei limiti delle leggi e dei requisiti che governano la Fsa, la Consob, i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione. Un processo decisionale coordinato viene previsto con specifico riguardo ai processi di approvazione nelle aree dell'armonizzazione delle regole di negoziazione nell'ambito dei mercati gestiti, delle integrazioni future e delle ristrutturazioni nei mercati gestiti che potranno essere valutate e attuate dal *London Stock Exchange Group* ovvero della creazione/chiusura di un mercato o sistema multilaterale di negoziazione operanti nella giurisdizione della Fsa e/o della Consob. Al citato accordo, si aggiunge il *Memorandum of Understanding* in tema di *post-trading*, concluso fra Consob, Banca d'Italia e Fsa nel settembre 2010. Esso ha ad oggetto il



coordinamento delle rispettive competenze delle autorità sul mercato italiano all'ingrosso dei titoli di Stato e sui servizi di *post-trading* (gestione accentrata, sistemi di garanzia, compensazione e liquidazione).

Con riferimento ai sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) attivi in Italia, che a fine 2010 risultavano pari a 8, si segnala che la Commissione ha per la prima volta ha attivato i poteri di vigilanza di cui all'art. 77-*bis*, comma 2, lett. a) del Tuf, chiedendo a una società di gestione di un Mtf la sospensione della negoziazione delle azioni di una società a seguito degli esiti degli accertamenti condotti sul processo di collocamento delle azioni e sulle informazioni fornite al mercato, sia in precedenza sia successivamente all'ammissione a quotazione.

Nel comparto degli internalizzatori sistematici, l'anno 2010 è stato caratterizzato dalla comunicazione di inizio di attività da parte di 2 nuovi soggetti di natura bancaria, ed è proseguito il consolidamento dell'attività da parte dei soggetti già operativi.

Alla fine del mese di settembre, nei 20 sistemi di internalizzazione attivi risultavano ammessi circa 4.900 strumenti finanziari, la maggior parte dei quali titoli di Stato e obbligazioni proprie o emesse da società del gruppo. Al riguardo, si segnala la concentrazione delle ammissioni in capo a 4 sistemi di internalizzazione, sui quali sono ammessi circa 2.600 dei suddetti strumenti finanziari.

Nel gennaio 2010, la Commissione ha approvato, ai sensi dell'art. 63, comma 2 del Tuf, gli elenchi aggiornati dei mercati regolamentati nazionali ed esteri riconosciuti in virtù di accordi con altre autorità di vigilanza. Per quanto riguarda l'elenco dei mercati regolamentati nazionali, l'aggiornamento attiene ai mercati gestiti dalla Tlx Spa, a seguito della revoca, per espressa rinuncia da parte della stessa società, dell'autorizzazione all'esercizio del mercato regolamentato Tlx e alla contestuale autorizzazione alla medesima società, nella nuova denominazione di EuroTlx Sim Spa, all'esercizio del servizio di investimento relativo alla gestione di Mtf. Per quanto riguarda l'elenco dei mercati regolamentati esteri, si è provveduto, in assenza di fatti di rilievo, a un mero aggiornamento per tener conto della modifica della denominazione dello *Swiss Exchange* in *Six Swiss Exchange*.

### 3 La vigilanza sulla trasparenza delle negoziazioni

Nel corso dell'anno la Commissione ha proseguito l'intensa attività di monitoraggio sull'adempimento degli obblighi di trasparenza *post*-negoziazione, sulle modalità di pubblicazione delle informazioni *post*-negoziazione utilizzate dai soggetti abilitati, in adempimento di quanto previsto dal Regolamento Mercati, nonché sul possesso da parte dei canali di diffusione delle informazioni dei requisiti di chiarezza, accessibilità, affidabilità previsti sia

dalla normativa comunitaria sia dalla regolamentazione e dalle linee guida nazionali.

L'approccio di vigilanza si è principalmente basato sul confronto delle informazioni pubblicate dagli intermediari con quelle a disposizione dell'autorità attraverso il regime di *transaction reporting*, al fine di rilevare le eventuali incongruenze fra l'informativa resa disponibile al pubblico e quella segnalata all'Istituto.

Con riguardo all'attività di vigilanza sulle vendite allo scoperto, l'Istituto ha proseguito l'azione avviata nel 2008, accertando il corretto adempimento degli obblighi di consegna delle azioni in fase di regolamento, al fine di identificare eventuali comportamenti illeciti da parte degli operatori tesi a incrementare la pressione ribassista sui titoli azionari attraverso l'utilizzo di vendite allo scoperto.

Si ricorda, in proposito, che alla fine del 2009 era venuto meno il divieto di vendita allo scoperto disposto nel settembre 2008. La Delibera 17078 del 26 novembre 2009 aveva introdotto, tuttavia, un regime transitorio di divieto di vendita allo scoperto per alcune società che avevano deliberato operazioni di aumento di capitale. Le società in parola erano state censite in un'apposita lista, originariamente composta da 10 titoli, che nel corso del 2010 si è progressivamente ridotta fino a esaurirsi. Per i provvedimenti sanzionatori per illeciti in materia di vendite allo scoperto, si rinvia al paragrafo 3 del successivo Capitolo IV "*I provvedimenti sanzionatori e cautelari*".

## 4 I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nel novembre 2010 i servizi di garanzia a controparte centrale offerti da Cassa di Compensazione e Garanzia Spa sono stati estesi al segmento *Domestic Mot* del mercato obbligazionario telematico. Tale estensione ha comportato la revisione del Regolamento dei sistemi di garanzia gestiti dalla società citata. Le inerenti modifiche sono state formalmente approvate da Banca d'Italia, previo rilascio dell'intesa da parte di Consob, ai sensi dell'art. 52, comma 2, del Provvedimento Banca d'Italia e Consob del 22 febbraio 2008.

Cassa di Compensazione e Garanzia ha introdotto, inoltre, un sistema di garanzia per il Mercato Interbancario Collateralizzato, denominato *New Mic*, in sostituzione del sistema inizialmente gestito, su tale mercato, da Banca d'Italia.

Nel corso del 2010 sono state approvate dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, le modifiche al Regolamento del servizio di gestione accentrata di Monte Titoli Spa. Tali modifiche erano volte a consentire l'implementazione del modello che rende più efficiente le operazioni di aumento di

capitale a pagamento (cosiddetto Ecap), elaborato nel corso del 2009 dal Tavolo Tecnico di cui hanno fatto parte, oltre a Monte Titoli Spa, Consob, Banca d'Italia, Borsa Italiana Spa, rappresentanti degli intermediari e degli emittenti e alcune associazioni di categoria. I lavori in ambito Ecap sono iniziati a seguito dell'approvazione, da parte della Consob e della Banca d'Italia, di un documento contenente alcune linee guida tese a rendere più efficienti le modalità operative di gestione degli aumenti di capitale a pagamento. Il modello Ecap è divenuto operativo a partire dal 13 dicembre 2010.

# III La vigilanza sugli intermediari

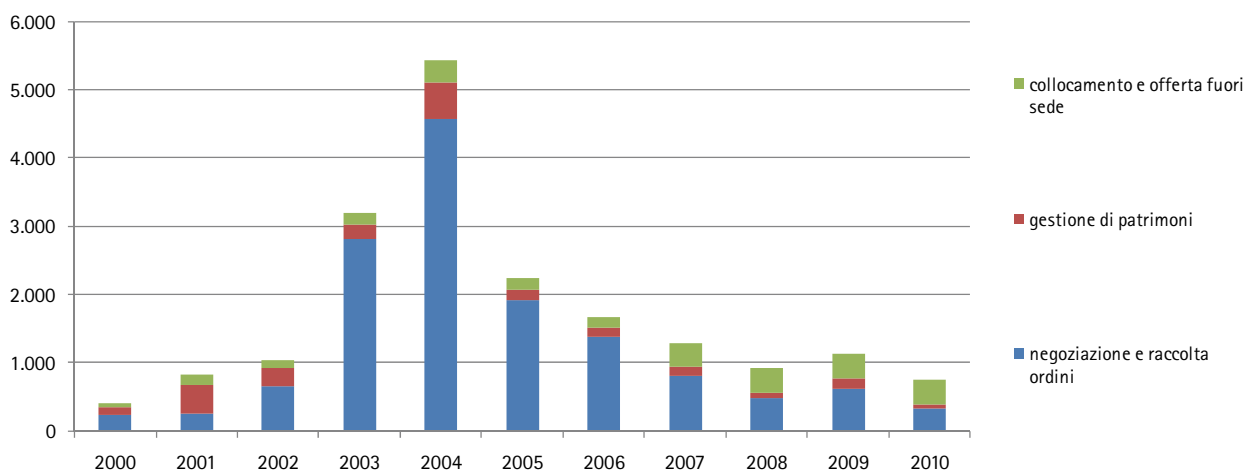
## 1 Banche, Sim, agenti di cambio e imprese di assicurazione

Nel corso del 2010 la vigilanza sugli intermediari si è avvalsa, come di consueto, delle informazioni acquisite in occasione degli incontri con esponenti aziendali, a seguito di richieste formali di dati e notizie, tramite gli esposti pervenuti all'Istituto e tramite accertamenti ispettivi.

In particolare nel corso dell'anno si sono tenuti 33 incontri formali con esponenti aziendali di banche, Sim e imprese di investimento comunitarie; sono state inoltre formulate 10 convocazioni con fissazione dell'ordine del giorno degli organi amministrativi e 173 richieste formali di dati e notizie (ai sensi dell'articolo 8 comma 1 del Tuf). In aggiunta agli interventi sopra indicati, si sono tenuti ulteriori 118 incontri con gli esponenti aziendali di intermediari vigilati senza formale convocazione.

L'attività di vigilanza ha tratto impulso anche dagli esposti, relativi alla prestazione di servizi di investimento e alla gestione collettiva del risparmio, complessivamente pari a 738. La diminuzione rispetto all'anno precedente, quando si erano attestati a 1.135, è dovuta principalmente alla riduzione dei reclami riguardanti il servizio di negoziazione e raccolta ordini (Fig. 77).

Fig. 77 Esposti ricevuti in materia di servizi di investimento



Con riguardo all'attività ispettiva, nel 2010 sono stati avviati 12 accertamenti rispettivamente nei confronti di 6 Sim, 2 banche e 4 Sgr (Tav. 33).

**Tav. 33 Attività ispettiva nei confronti di intermediari**

	Accertamenti ispettivi		Accertamenti iniziati nei confronti di:					Accertamenti conclusi nei confronti di:				
	Iniziati	Conclusi	Sim <sup>1</sup>	Banche	Sgr <sup>1</sup> /Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Sim <sup>1</sup>	Banche	Sgr <sup>1</sup> /Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari
2003	10	14	1	9	--	--	--	5	8	1	--	--
2004	3	6	--	2	1	--	--	--	5	1	--	--
2005	12	9	4	2	6	--	--	1	4	4	--	--
2006	5	9	3	2	--	--	--	5	2	2	--	--
2007	9	9	4	2	3	--	--	2	4	3	--	--
2008	18	14	8	3	6	1	--	8	2	3	1	--
2009	13	15	3	9	1	--	--	3	8	4	--	--
2010	12	7	6	2	4	--	--	4	3	--	--	--

<sup>1</sup> Sono incluse le società fiduciarie e le succursali italiane di imprese di investimento comunitarie.

Per quanto concerne le Sim, in 3 casi gli accertamenti ispettivi, oltre a verificare la trasparenza e la correttezza delle modalità di prestazione dei servizi di investimento, hanno riguardato anche il rispetto della disciplina in materia di antiriciclaggio. Relativamente a 2 delle predette Sim, inoltre, su richiesta della Banca d'Italia sono stati oggetto di attenzione anche i profili connessi alla *governance*, all'adeguatezza patrimoniale e alla funzionalità del sistema dei controlli interno.

Specifiche iniziative di vigilanza sono state attuate, inoltre, nei confronti della succursale italiana di un'impresa di investimento comunitaria di diritto francese.

L'attività di vigilanza, avviata sulla base di talune criticità emerse dalla documentazione e dai dati periodici inviati dalla succursale, è stata finalizzata ad accertare il rispetto delle regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento e, in seguito a una specifica richiesta dell'autorità di vigilanza francese (*Autorité des Marchés Financiers*), il possesso dei requisiti di organizzazione (ex art. 13 della MiFID). In ragione delle gravi irregolarità riscontrate, l'Istituto ha attivato la collaborazione con le competenti autorità di vigilanza francesi le quali hanno disposto opportune misure di intervento. L'intermediario, pertanto, è stato raggiunto dapprima da un provvedimento cautelare configuratosi nella nomina di un "*administrateur provisoire*"; successivamente è stato disposto l'intervento del Fondo di garanzia francese (*Fonds de Garantie des Dépôts*), con la conseguente cancellazione del medesimo intermediario dall'elenco delle imprese di investimento autorizzate ("*radiation*"). Su proposta della Consob, infine, il Ministero dell'Economia e delle

Finanze, sentita la Banca d'Italia, ha disposto nel gennaio 2011 (ai sensi dell'art. 58, comma 1, del Tuf) la liquidazione coatta amministrativa della succursale italiana dell'impresa di investimento.

Per quanto concerne le banche, nel 2010 gli interventi dell'Istituto hanno coinvolto sia gli operatori maggiori, selezionati in base ai volumi e margini commissionali da servizi di investimento e alle dimensioni delle reti distributive, sia i primi 10 istituti di credito di medie dimensioni.

Le verifiche ispettive (avviate nel 2009 in esito a 3 cicli di incontri con gli esponenti aziendali delle banche interessate) si sono concentrate sulle politiche e i criteri di remunerazione dei servizi, i sistemi di incentivazione del personale, le logiche sottese alla redazione dei *budget* economico-reddituali e le modalità di distribuzione alla clientela *retail* di obbligazioni proprie, allo scopo di verificare l'effettiva transizione verso un modello di *business* orientato a servire al meglio gli interessi del cliente. Tali profili, sebbene riconducibili a scelte strategiche e a modelli di *business* degli intermediari che non rientra nelle competenze dell'Istituto sindacare o valutare nel merito, meritano tuttavia una particolare attenzione, concorrendo alla definizione di procedure e soluzioni organizzative delle quali occorre valutare la conformità alla disciplina vigente.

Dalle evidenze raccolte emerge che le strategie, le politiche commerciali e i *budget* economico-reddituali degli intermediari sono definiti dalla capogruppo secondo un approccio incentrato prevalentemente sugli obiettivi di vendita dei prodotti piuttosto che sulla logica del servizio alla clientela. La fase congiunturale ha inoltre incentivato le banche a sopperire alle difficoltà di accesso al mercato interbancario attraverso la distribuzione agli investitori al dettaglio di prodotti propri e/o di società del gruppo. I sistemi di incentivazione frequentemente adottati, infatti, sono riferiti al collocamento di "prodotti della casa" e si prestano, pertanto, ad alimentare conflitti di interessi solo in parte attenuati dalla previsione di un legame tra remunerazione e grado di soddisfazione della clientela.

Criticità significative sono emerse anche con riferimento alla profilatura della clientela e alla valutazione di adeguatezza. Le maggiori carenze sono state rilevate rispetto alle procedure di raccolta e gestione delle informazioni relative agli investitori e alle procedure di verifica dell'adeguatezza dei prodotti raccomandati. In generale, non appare soddisfacente la tracciabilità del processo di formulazione dei consigli d'investimento, non essendo agevole distinguere *ex post* le operazioni effettuate in presenza di un consiglio personalizzato dagli ordini impartiti dal cliente spontaneamente. Poiché questi ultimi possono essere eseguiti nonostante l'eventuale inadeguatezza, emerge il rischio di una sostanziale elusione del divieto normativo di fornire consigli d'investimento non adeguati. Solo pochi intermediari, inoltre, hanno sviluppato sistemi in grado di effettuare una valutazione di adeguatezza basata su un approccio per "portafoglio" complessivo dell'investitore.

L'attenzione agli obiettivi di vendita dei prodotti si riflette altresì nelle modalità di prestazione del servizio di consulenza, per il quale non è mai richiesta una

remunerazione specifica essendo questa legata al prezzo del prodotto oggetto dell'operazione e alle retrocessioni da parte del soggetto che all'interno del gruppo "assembla" il prodotto stesso. La maggior parte delle banche, inoltre, non ha individuato i criteri da seguire in sede di formulazione di consigli d'investimento, lasciando ampia discrezionalità agli operatori a contatto con la clientela, né ha impiegato strumenti e procedure di valutazione della convenienza di ciascuna operazione per il cliente in termini di rischio/rendimento atteso o di confronto fra prodotti succedanei.

Alla luce delle risultanze delle verifiche effettuate, nel febbraio 2010 l'Istituto ha ordinato a 6 tra le maggiori banche di convocare i rispettivi Consigli di amministrazione per esaminare le criticità rilevate e attuare opportune misure correttive (ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. b) del Tuf). Tali convocazioni sono state pubblicate nella *newsletter* della Consob, anche con l'indicazione degli intermediari interessati e delle motivazioni del provvedimento (ai sensi dell'art. 3 del Tuf).

L'effettività delle azioni correttive avviate dagli istituti bancari sarà oggetto di verifica mediante apposite ispezioni e iniziative mirate da effettuare nel 2011. Nel corso dell'anno l'Istituto proseguirà, inoltre, l'attività di vigilanza nei confronti degli istituti di medie dimensioni, anche attraverso verifiche ispettive *in loco* e mediante iniziative di diretta vigilanza.

Nel corso del 2010 la Commissione ha ordinato inoltre la convocazione dei Consigli di amministrazione di due primarie banche, reti di promotori finanziari.

Le criticità rilevate hanno riguardato lo svolgimento di attività di collocamento senza l'attivazione dei controlli di adeguatezza (consulenza), la definizione di criteri di remunerazione dei promotori mirati a incentivare la vendita di "prodotti della casa" in conflitto di interesse con la clientela, il mancato svolgimento di verifiche *ex post* sulle condotte dei promotori finanziari da parte della funzione di *compliance*.

La Commissione è intervenuta anche con riguardo all'offerta di derivati Otc (*over the counter*) a Enti locali con finalità di copertura eseguendo, nell'ambito di un'indagine avviata a fine 2008, ispezioni mirate nei confronti di 2 istituti bancari nazionali ai quali risultava riconducibile la maggior parte dell'operatività (oltre a quella riferibile a banche e imprese di investimento comunitarie attive in Italia in regime di libera prestazione e come tali non assoggettate all'azione di vigilanza diretta della Consob).

In linea con quanto specificato dalla Comunicazione n. 9019104 in materia di prodotti illiquidi, nell'occasione, è stata richiamata la necessità che gli intermediari si dotino di procedure per il monitoraggio delle posizioni aperte con tale tipologia di clientela, al fine di verificarne la perdurante funzione di copertura. In particolare, è stato evidenziato come l'operazione a suo tempo proposta attraverso il derivato Otc si sia configurata, per volontà delle parti e per disciplina degli Enti Locali, come di copertura delle posizioni di rischio finanziario detenute dall'Ente, sottendendo (pur se

conclusa in epoca ante MiFID) una connaturata attività di consulenza da parte dell'intermediario proponente. Tale consulenza, insita nel derivato Otc come strutturato dall'intermediario, deve accompagnare il "contratto di durata" in essere, richiedendo agli intermediari un continuativo scrutinio delle posizioni aperte (e dei rischi a cui copertura i contratti sono stati stipulati) al fine di proporre, nell'interesse dei clienti, anche eventuali interventi di ristrutturazione delle operazioni, su basi di più certa corrispondenza con le funzioni di copertura assegnate dalla normativa e dalla volontà delle parti ai derivati conclusi dagli Enti locali.

Sulla base delle criticità emerse, l'Istituto ha ordinato la convocazione del Consiglio di amministrazione delle due banche (ai sensi dell'articolo 7, comma 1, lettera b) del Tuf). Tali banche hanno quindi messo a punto un apposito piano di interventi finalizzato al superamento dei profili di attenzione evidenziati.

Nell'ambito della collaborazione con altre autorità, nel corso del 2010 l'Istituto ha rilasciato 7 pareri a Banca d'Italia, concernenti autorizzazioni di imprese di investimento extracomunitarie e modifiche regolamentari, e 4 pareri al Ministero dell'Economia e delle Finanze. La Commissione ha inoltre richiesto a Banca d'Italia estensioni su verifiche ispettive in corso relativamente a una banca e 6 Sim.

Tra i pareri resi al Ministero dell'Economia e delle Finanze si segnala il parere di competenza circa l'aggiornamento su base annua dei piani triennali e del piano di riparto dei contributi a carico degli aderenti alla "gestione speciale" del Fondo Nazionale di Garanzia. La "gestione speciale", istituita dall'art. 62 del d.lgs. 415/1996 (norma ancora in vigore), è disciplinata dal d.m. 238 del 18 giugno 1998 e ha lo scopo di assicurare la copertura finanziaria degli indennizzi dovuti dal Fondo Nazionale di Garanzia e relativi alle insolvenze pregresse, intendendo per tali le insolvenze degli intermediari il cui stato passivo è stato depositato e reso esecutivo prima del 1° luglio 1998. Inoltre, alla luce della mancata chiusura delle procedure relative alle insolvenze pregresse, nel corso del 2010 la Commissione ha reso al Ministero dell'Economia e delle Finanze parere positivo circa una proroga del termine del 30 giugno 2011 attualmente fissato per la chiusura della "gestione speciale".

Il Fondo Nazionale di Garanzia ha proseguito la nuova gestione avviata con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998 (Tav. 34). In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per 29 casi di insolvenza (18 Sim, 9 agenti di cambio e 2 Sgr). Tale gestione si affianca alla già ricordata gestione speciale.

Per quanto riguarda la vigilanza sull'Albo delle Sim, al 31 dicembre 2010 risultavano iscritti 110 soggetti, di cui 4 società fiduciarie (116 a fine 2009).

Di questi, 15 sono autorizzati alla negoziazione per conto proprio; 23 all'esecuzione di ordini per conto dei clienti; 6 alla sottoscrizione e/o al collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; 53 al collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei



confronti dell'emittente; 43 alla gestione di portafogli; 52 alla ricezione e trasmissione di ordini; 99 alla consulenza in materia di investimenti; 3 alla gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

**Tav. 34 Interventi del Fondo nazionale di garanzia**  
(situazione al 31 dicembre 2008; valori monetari in migliaia di euro)

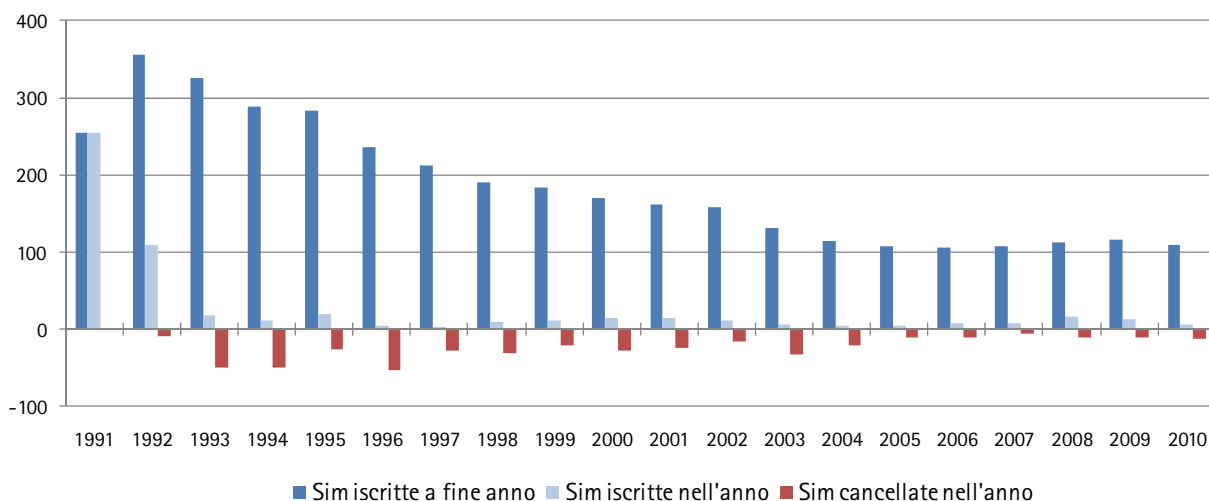
	Insolvenze <sup>1</sup>			Totale
	Sim	Agenti di cambio	Sgr	
1997	4	1	--	5
1998	2	3	--	5
1999	1	1	--	2
2000	1	--	--	1
2001	1	--	--	1
2002	--	2	--	2
2003	2	1	--	3
2004	--	--	--	--
2005	--	--	--	--
2006	4	--	--	4
2007	1	--	--	1
2008	--	1	--	1
2009	--	--	1	1
2010	2	--	1	3
<i>Totale insolvenze</i>	18	9	2	29
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	17	9	1	27
Numero creditori ammessi	2.594	1.015	1	3.610
Importo crediti ammessi <sup>2</sup>	28.252	43.715	3751	75.718
Interventi del fondo <sup>3</sup>	8.584	11.146	--	19.730

Fonte: elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. <sup>1</sup> Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. <sup>2</sup> Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali.

Nel corso dell'anno sono intervenute 7 iscrizioni (di cui 4 relative a intermediari monofunzionali, operativi nel nuovo servizio di consulenza in materia di investimenti) e 13 cancellazioni, dovute in prevalenza a transizioni verso altri modelli operativi, quali quelli di banche o di Sgr (Fig. 78).

Relativamente alla sezione dell'Albo dedicata alle imprese di investimento estere, a fine 2010, risultavano iscritte 2.046 imprese di investimento comunitarie in libera prestazione di servizi (a fronte di 300 nuove registrazioni) e 48 imprese di investimento comunitarie con succursale (a fronte di 10 nuove iscrizioni). Attesa la possibilità di prestare in Italia servizi e attività di investimento con e senza succursale, 43 intermediari comunitari risultano iscritti in entrambe le sezioni. Non risultano iscritte imprese di investimento *extra* comunitarie.

Fig. 78 Albo delle Sim e delle società fiduciarie



Nel corso del 2010 è proseguita l'attività di vigilanza in materia di trasparenza dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione (per ulteriori dettagli si rimanda al paragrafo 2 del Capitolo I "La vigilanza sugli emittenti e sulle società di revisione").

Dei 641 prospetti depositati l'Istituto ne ha selezionato e sottoposto a controllo 318 a seguito dell'individuazione, mediante l'utilizzo di un articolato sistema di indicatori, di potenziali criticità informative.

In termini generali le criticità sono sostanzialmente riconducibili, alla corretta rappresentazione dell'informativa di trasparenza con particolare riferimento all'*unbundling* dell'investimento, alla struttura finanziaria e al profilo di rischio della proposta d'investimento, al meccanismo di rivalutazione per i prodotti di capitalizzazione e alla tabella degli scenari probabilistici dei rendimenti potenziali (Tav. 35).

Tav. 35 Interventi di *enforcement* sui prodotti assicurativi svolti nel 2010

Tipologia di contratto	Prospetti depositati	Prospetti oggetto di vigilanza	Interventi di vigilanza distinti per area					Totale
			Unbundling dell'investimento	Struttura finanziaria e rischio	Mechanismi di rivalutazione	Scenari di rendimento	Altro	
unit linked	513	259	83	216	--	97	91	487
index linked	35	16	10	6	--	11	--	27
capitalizzazione	93	43	37	9	2	--	8	56
<b>Totale</b>	<b>641</b>	<b>318</b>	<b>130</b>	<b>231</b>	<b>2</b>	<b>108</b>	<b>99</b>	<b>570</b>

In 184 casi le verifiche svolte hanno condotto all'aggiornamento tempestivo, nel corso del collocamento, della documentazione d'offerta al fine di ripristinare la completezza e la coerenza dell'informativa agli investitori; in 20 casi è stato concesso agli investitori il diritto di recesso senza oneri.

Si rammenta, infine, che nel corso del 2010 sono state attuate ulteriori iniziative di tutela da parte di alcune imprese di assicurazione, finalizzate alla restituzione del premio originariamente versato in prodotti di tipo *index linked* coinvolti nei casi d'insolvenza di alcune banche islandesi e della Lehman Brothers. Tali iniziative, svolte attraverso offerte pubbliche di scambio sottoposte alla preventiva approvazione della Consob, hanno riguardato un controvalore complessivo pari a circa 2,5 miliardi di euro. Le imprese di assicurazione i cui prodotti sono stati interessati dalle tensioni sul merito di credito di alcuni intermediari irlandesi e dalla ristrutturazione del debito della banca Anglo Irish hanno provveduto alla tempestiva pubblicazione di appositi avvisi sui siti internet.

## 2 Le società di gestione del risparmio

La Commissione nel corso del 2010 ha rilasciato a Banca d'Italia 10 pareri per l'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio (di cui uno contrario alla concessione dell'autorizzazione), 5 pareri su istanze di rinuncia all'autorizzazione e contestuale richiesta di cancellazione dall'Albo, 12 pareri per estensioni operative e, infine, 12 pareri su fattispecie di fusioni per incorporazione. Le autorizzazioni a prestare il servizio di gestione collettiva sono state richieste prevalentemente da società che intendono istituire e gestire fondi immobiliari, *hedge* e di *private equity* (9 casi su 10). A fine 2010 il numero di Sgr e Sicav iscritte all'Albo risultava pari rispettivamente a 195 e 3 (201 e 3 a fine 2009).

Nell'ambito della vigilanza svolta in fase autorizzatoria vanno segnalate, in particolare, le iniziative del Ministero dell'Economia e delle Finanze che hanno condotto all'ingresso nel settore dei fondi di *private equity* e in quello dei fondi immobiliari di 2 gestori di rilievo.

Il primo è il Fondo Italiano d'Investimento Sgr, costituito su iniziativa del Ministero e della Cassa Depositi e Prestiti, in *partnership* con le associazioni industriali di riferimento (Abi e Confindustria) e primarie banche (Intesa Sanpaolo, Mps e UniCredit). L'iniziativa si iscrive nel quadro di un progetto di politica economica volto a favorire le prospettive di crescita a medio termine dell'economia italiana. In particolare, l'obiettivo perseguito è quello di aiutare le medio-piccole imprese italiane ad avviare processi di sviluppo volti a consolidare la propria posizione e ad accrescere la propria capacità competitiva, attraverso una maggiore patrimonializzazione e l'aggregazione tra imprese sottocapitalizzate.

Il secondo gestore nato da un'esperienza di *partnership* tra operatori pubblici e privati è la Cdp Investimenti Sgr, controllata dalla Cassa Depositi e Prestiti, con quote minoritarie di pertinenza dell'Acri e dell'Abi. La Sgr si propone di operare nel comparto del cosiddetto *social housing*: essa, infatti, persegue, attraverso il Fondo Investimenti per l'Abitare, una strategia finalizzata all'investimento in fondi e iniziative locali nel settore dell'edilizia residenziale locativa a canone calmierato, con l'obiettivo di valorizzare e incrementare l'offerta abitativa sostenibile sul territorio nazionale, a vantaggio, soprattutto, delle fasce sociali economicamente più deboli.

Nel corso del 2010, la vigilanza sulle Sgr si è avvalsa degli ordinari strumenti di intervento, quali incontri con esponenti aziendali (pari a 14) e richieste di dati (22 casi). Si è tenuto, altresì, conto degli esposti pervenuti dagli investitori concernenti, in prevalenza, il rispetto da parte dei gestori dei doveri relativi all'informativa preventiva e delle previsioni del regolamento di gestione.

Nell'ambito delle attività ispettive, sono stati condotti accertamenti nei confronti di 2 Sgr di fondi immobiliari volti a verificare la corretta formalizzazione del processo decisionale di investimento, con riferimento in particolare ai ruoli e alle responsabilità delle diverse funzioni aziendali coinvolte. Sono state altresì verificate la coerenza degli investimenti e disinvestimenti effettuati con le indicazioni riportate nel *business plan* nonché le procedure e le cautele adottate in materia di regolamentazione dei rapporti tra la Sgr e gli esperti indipendenti, ai fini della valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio dei fondi gestiti.

Con specifico riferimento al segmento dei fondi comuni aperti e delle gestioni patrimoniali, oggetto di monitoraggio sono stati principalmente i meccanismi procedurali e operativi adottati dalle Sgr al fine di verificare l'idoneità degli stessi a consentire un efficiente espletamento dell'attività gestoria, in un'ottica di correttezza comportamentale e di tutela degli investitori.

È stata avviata, in particolare, un'indagine che ha interessato le prime 10 Sgr in termini di patrimonio gestito. Tale indagine si è basata sulla documentazione cartolare periodica nonché sulle ulteriori informazioni acquisite negli incontri con gli esponenti aziendali.

L'analisi ha evidenziato profili di attenzione concernenti le macro-aree comportamentali relative alla strategia di *business* seguita dalle società, i processi organizzativi mediante i quali le società selezionate hanno predefinito il *modus agendi* da seguire nella prestazione dei servizi di gestione di portafogli collettivi e individuali nonché l'operatività gestoria posta in essere, con particolare riferimento alla gestione dei fondi a *benchmark* e flessibili.

In particolare è emerso che il modello di *business* risulta decisamente condizionato dalla struttura proprietaria delle Sgr, sostanzialmente riferibile a un gruppo bancario. Ciò è risultato ben percepibile nel modello distributivo prevalente (ossia un modello di integrazione verticale, in base al quale i prodotti delle società di gestione

sono distribuiti essenzialmente da pochi intermediari, riconducibili al medesimo gruppo delle Sgr stesse) nonché nel profilo di *pricing* dei prodotti (le retrocessioni commissionali operate dalle Sgr verso i distributori "di gruppo" risultano superiori alla media di mercato). Con riguardo ai meccanismi organizzativi e procedurali è emersa la tendenza, all'interno dei gruppi societari, a creare, nelle differenti società di gestione appartenenti al medesimo gruppo, *desk* operativi specializzati nella gestione di determinate *asset class*, ricorrendo allo strumento della delega alle altre società del gruppo per la gestione di classi di attività alle quali non sono dedicati *desk* specializzati al proprio interno. Si è evidenziato, inoltre, che gli sforzi di innovazione finanziaria da parte delle maggiori Sgr sono concentrati sulla gamma di prodotti di diritto estero, che si giova di un regime fiscale più vantaggioso. Con riguardo alla concreta attività operativa, si è riscontrato che l'attività di gestione, in generale, risulta limitatamente proiettata all'assunzione e alla gestione del rischio, traducendosi in una debole capacità dell'attività di *asset management* di creare valore per l'investitore. Le analisi hanno anche evidenziato un'elevata onerosità dei fondi italiani, tale da determinare *performance* inferiori a quelle degli indici dei mercati di riferimento, ai quali le scelte di investimento risultano allineate.

Si segnala inoltre una ispezione avviata, nel corso dell'anno, nei confronti di una Sgr di piccole dimensioni, selezionata nell'ambito dell'attività di controllo relativa al 2009 e rispetto alla quale erano stati rilevati profili di criticità tali da motivare la successiva iniziativa ispettiva. In particolare, sono stati oggetto di verifica la trasparenza e correttezza delle modalità di prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio e del servizio di investimento di gestione di portafogli. Nel corso di tale ispezione, oltre ai controlli connessi al processo decisionale di investimento, sono stati svolti accertamenti volti a riscontrare la corretta implementazione dei meccanismi procedurali alla luce della disciplina MiDIF, alle modalità di profilatura dei clienti e degli OICR gestiti, avuto riguardo all'attività di collocamento presso la clientela al dettaglio posta in essere per il tramite dei soggetti collocatori nonché alle eventuali connesse valutazioni di adeguatezza e/o appropriatezza.

Nel corso dell'anno è stato svolto un accertamento nei confronti di una Sgr congiuntamente a Banca d'Italia, sulla base della ripartizione funzionale delle rispettive competenze. Tale accertamento, per i profili Consob, è stato volto a verificare sia l'idoneità delle procedure inerenti al processo decisionale a garantire l'efficiente svolgimento dei servizi di gestione, sia la coerenza degli investimenti e disinvestimenti effettuati per conto dei portafogli gestiti con gli indirizzi di *asset allocation* strategica e tattica.

Nell'ambito della collaborazione con il Ministero dell'Economia e delle Finanze nel campo della regolamentazione della gestione collettiva del risparmio, la Consob ha reso, nel corso dell'anno, un parere concernente alcune modifiche al regolamento attuativo dell'art. 37 del Tuf sui criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento (si veda il paragrafo 3 del Capitolo V "*L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali*").

Nel segmento dei fondi immobiliari, in linea di continuità con le attività svolte nell'anno precedente, la Consob, in cooperazione con la Banca d'Italia, è stata impegnata nella vigilanza sull'adeguamento da parte delle Sgr alle "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento", contenute nella Comunicazione congiunta Banca d'Italia - Consob del 29 luglio 2010 (si veda il Capitolo V "*L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali*").

L'attività di vigilanza ha avuto ad oggetto in particolare due offerte pubbliche su fondi immobiliari quotati che hanno evidenziato il legame tra la correttezza e la trasparenza del processo di valutazione degli *assets* immobiliari e la gestione dei conflitti di interessi.

La prima operazione si è sostanziata in un'offerta pubblica di acquisto totalitaria sulle quote di un fondo immobiliare vicino alla scadenza. Tale Opa è stata promossa da un fondo gestito dalla stessa Sgr che gestisce il fondo target. L'Opa, pertanto, ha messo in evidenza la necessità di predisporre meccanismi idonei a tutelare i sottoscrittori del fondo *target* dai potenziali effetti pregiudizievoli imputabili al conflitto di interessi in capo alla Sgr.

La seconda operazione consisteva in un'offerta pubblica totalitaria preordinata allo scambio delle quote del fondo con le azioni di una *investment company* quotata; tale operazione non si è perfezionata a causa del mancato verificarsi della condizione sospensiva relativa al numero minimo di adesioni.

Tali operazioni hanno confermato l'importanza della vigilanza sulla correttezza e trasparenza del processo decisionale delle società di gestione, sotto il profilo dell'adeguatezza del processo di investimento/disinvestimento anche in rapporto alle specifiche condizioni di mercato in cui esse si trovano a operare. Al fine di tutelare gli investitori dalla decurtazione del valore degli *asset* immobiliari che potrebbero subire per effetto della liquidazione dei fondi e in considerazione del fatto che, nei prossimi anni, verranno a scadenza molti dei fondi immobiliari italiani, sarà pertanto cruciale che le Sgr si adoperino per perfezionare tempestivamente le procedure di liquidazione dei fondi gestiti.

Nel corso del 2010 è proseguita la vigilanza sulle Sgr di fondi *hedge*, costituiti per la quasi totalità da fondi di fondi. Le verifiche si sono concentrate soprattutto sulle modalità di svolgimento dell'attività di *due diligence* avente ad oggetto i fondi *target*.

In particolare si è fatto riferimento alla verifica dell'adozione delle linee di indirizzo raccomandate dalla Commissione nel 2009, in merito ai canoni di correttezza comportamentale da seguire nell'attività di acquisizione e valutazione delle informazioni necessarie per comprendere appieno i rischi connessi all'investimento nei fondi target (cosiddetta *due diligence*).

La disamina delle informazioni, acquisite soprattutto tramite richieste alle società incaricate della revisione contabile dei fondi di fondi *hedge*, ha restituito un

quadro complessivamente positivo, giacché la maggioranza delle Sgr scrutinate è risultata aver predisposto procedure e presidi organizzativi sostanzialmente in linea con le indicazioni dettate dall'Istituto.

Talune situazioni di disallineamento rispetto alle linee guida definite dalla Commissione permanevano con riferimento a 6 Sgr nei cui confronti si è proceduto alla convocazione degli esponenti aziendali, ai sensi dell'art. 7, lett. a), del Tuf, e alla richiesta di informazioni in sede di audizione. Gli interventi posti in essere dalle Sgr nel corso del 2010 sono parsi idonei a ridurre i rischi di vigilanza connessi alle criticità emerse.

L'esame della struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e della presenza dei requisiti di indipendenza degli amministratori è proseguito anche nel 2010.

Si è analizzata, in particolare, la composizione dei consigli di amministrazione delle maggiori 17 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito (corrispondente a circa l'82 per cento del totale del patrimonio dei fondi armonizzati di diritto italiano) ponendola a confronto con gli omologhi dati del 2009.

Con riferimento al campione esaminato, nel 2010 il numero complessivo dei consiglieri è diminuito di 8 unità passando dai 151 nel 2009 a 143.

In particolare, si rileva un minor peso dei consiglieri esecutivi (15 su 143 in luogo dei precedenti 21 su 151); una riduzione del numero di consiglieri che non sono qualificabili né come esecutivi, né come indipendenti (da 95 a 90); una maggiore interconnessione tra i consiglieri della Sgr e i consiglieri della capogruppo e/o delle altre società del gruppo. Gli amministratori che ricoprono incarichi anche in altre società del gruppo di appartenenza delle Sgr, nel 2010, sono stati, infatti, 86 su 143 (55 per cento), mentre nel 2009 erano 83 su 151 (60 per cento).

Per quanto concerne gli amministratori indipendenti, si osserva che il numero degli stessi risulta aumentato rispetto all'anno precedente (passando da 35 a 38), con una media di 2,7 consiglieri indipendenti ogni 10 (2,3 indipendenti ogni 10 consiglieri nel 2009). Tale dato risulta inferiore a quello relativo alle società quotate (pari, secondo le rilevazioni di Assonime, a 3,5 consiglieri ogni 10).

Altro profilo meritevole di attenzione riguarda gli amministratori, che, pur qualificati come indipendenti, ricoprono cariche in altre società del gruppo (si tratta di 6 amministratori, di cui uno siede anche nel consiglio di amministrazione della capogruppo e i restanti 5 nei consigli di altre società del gruppo). (Tav. 36).

**Tav. 36 Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo**  
(numero di consiglieri)

Cariche ricoperte nelle Sgr

	Amministratore Delegato	Consigliere	Consigliere esecutivo	Consigliere indipendente	Presidente	Presidente consigliere esecutivo	Presidente consigliere indipendente	Totale
<b>2009</b>								
<b>Cariche ricoperte nella capogruppo</b>	<b>1</b>	<b>14</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>1</b>		<b>24</b>
Presidente		1						1
Vice Presidente								
Amministratore Delegato								
Consigliere	1	3		1	3	1		9
Consigliere esecutivo		2	1		1			4
Consigliere indipendente								
Direttore Generale		3						3
Vice Direttore Generale			1					1
Dirigente		5			1			6
<b>Cariche in altre società del gruppo</b>	<b>6</b>	<b>40</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>3</b>		<b>5</b>	<b>59</b>
<b>Senza cariche nelle società del gruppo</b>	<b>5</b>	<b>32</b>	<b>2</b>	<b>23</b>	<b>1</b>			<b>68</b>
<b>Totale complessivo</b>	<b>12</b>	<b>86</b>	<b>8</b>	<b>30</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>151</b>
<b>2010</b>								
<b>Cariche ricoperte nella capogruppo</b>	<b>2</b>	<b>10</b>		<b>1</b>	<b>5</b>	<b>1</b>		<b>19</b>
Presidente	1	1						2
Vice Presidente								
Amministratore Delegato								
Consigliere	1	4		1	3	1		10
Consigliere esecutivo		2			1			3
Consigliere indipendente								
Direttore Generale		1						1
Vice Direttore Generale								
Dirigente		2			1			3
<b>Cariche in altre società del gruppo</b>	<b>5</b>	<b>48</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>6</b>		<b>1</b>	<b>67</b>
<b>Senza cariche nelle società del gruppo</b>	<b>3</b>	<b>20</b>	<b>1</b>	<b>29</b>	<b>1</b>		<b>3</b>	<b>57</b>
<b>Totale complessivo</b>	<b>10</b>	<b>78</b>	<b>4</b>	<b>34</b>	<b>12</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>143</b>

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi alle prime 20 Sgr per patrimonio promosso nel 2010 le quali sono riconducibili a gruppi matrice bancaria o assicurativa. Dati di fine periodo. Nel caso di consiglieri con incarichi sia nella società capogruppo che in altre società del gruppo si considera prevalente la rappresentazione dell'incarico nella società capogruppo. Per identificare il concetto di consigliere esecutivo si è fatto riferimento all'art 2381 c.c. mentre, per identificare il concetto di consigliere indipendente si è fatto riferimento alla definizione del protocollo di autonomia di Assogestioni.

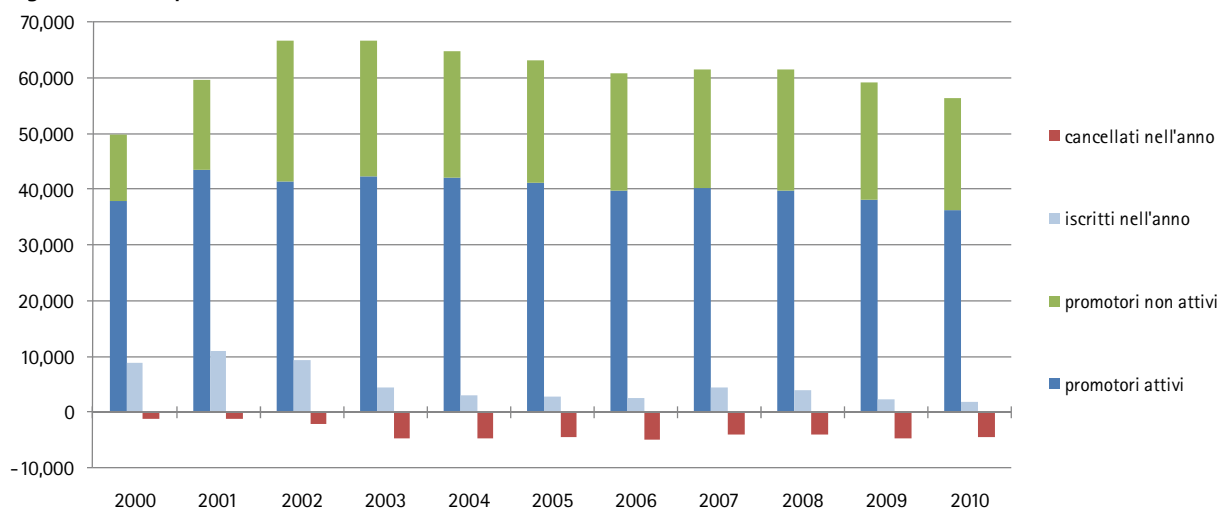


### 3 I promotori finanziari

A fine 2010 risultavano iscritti all'Albo dei promotori finanziari 56.416 soggetti (-4,5 per cento rispetto all'anno precedente) di cui 36.324 attivi (Fig. 79).

Come noto, dal primo gennaio 2009 l'Albo è gestito da un apposito Organismo vigilato dalla Consob. Nel 2010 l'Istituto ha ricevuto 9 reclami avverso i provvedimenti dell'Organismo.

Fig. 79 Albo dei promotori finanziari



L'attività di vigilanza sui promotori finanziari realizzata nel corso dell'anno è risultata più tempestiva grazie alla standardizzazione e alla schematizzazione delle informazioni richieste agli intermediari (numero di clienti coinvolti, entità del danno cagionato, natura delle sanzioni eventualmente previste per le singole fattispecie di illecito, eventuale recidiva), che ha agevolato la classificazione delle segnalazioni di condotte illecite sulla base della relativa gravità.

A fronte delle circa 510 segnalazioni ricevute, sono state effettuate 450 richieste di dati e notizie riguardanti prevalentemente le fattispecie più gravi, che hanno successivamente dato corso a provvedimenti cautelari.

Al fine di realizzare un modello di vigilanza "preventiva" sui promotori è stato inoltre introdotto, a partire da marzo 2011, un nuovo adempimento in termini di segnalazioni di vigilanza a carico degli intermediari avente ad oggetto l'attività dei promotori stessi (allegato II.10 delibera 17297/2010). I dati saranno particolarmente utili ai fini del monitoraggio di intere reti di promotori (piuttosto che di singoli promotori).

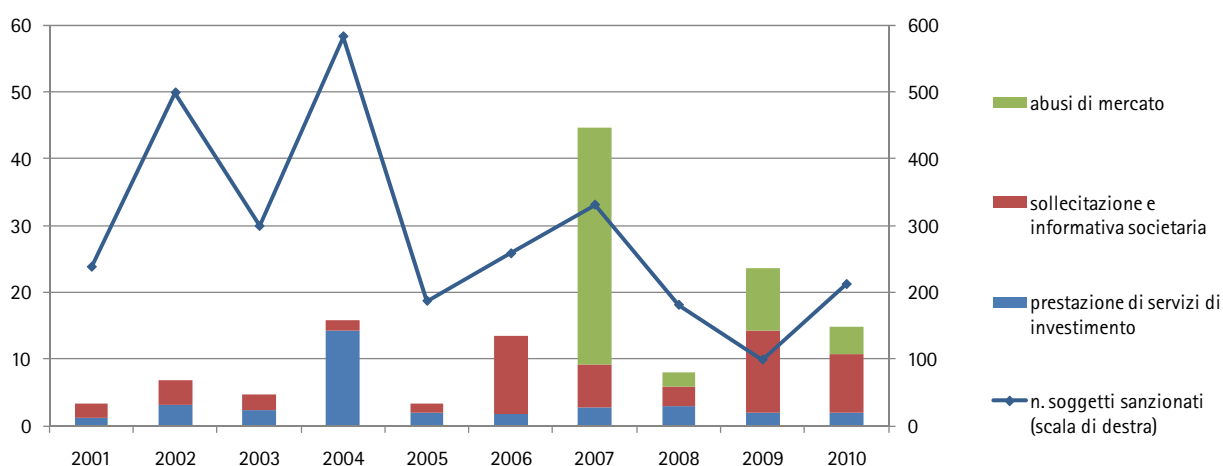
## IV I provvedimenti sanzionatori e cautelari

### 1 L'attività sanzionatoria

Nel corso del 2010 l'attività sanzionatoria ha segnato un deciso incremento rispetto all'anno precedente. Il numero dei procedimenti sanzionatori conclusi, infatti, è sostanzialmente raddoppiato, portandosi a 296 dai 155 del 2009; è altresì cresciuto a 241 il numero di provvedimenti sanzionatori assunti (138 del 2009).

L'importo complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate ha registrato, per contro, una riduzione rispetto all'anno precedente passando da 21,1 milioni di euro a 14,6 milioni. Tale contrazione è ascrivibile al fatto che talune condotte illecite sanzionate nel corso del 2009, soprattutto in materia di abusi di mercato, si erano contraddistinte per l'applicazione di sanzioni unitarie di entità particolarmente elevata in ragione della gravità dei fatti rilevati (Fig. 80).

**Fig. 80 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob<sup>1</sup>**  
(milioni di euro)



<sup>1</sup> I dati includono i pagamenti in misura ridotta. La voce "prestazioni di servizi di investimento" include le sanzioni pecuniarie nei confronti dei promotori finanziari. Per gli anni antecedenti al 2006, i dati si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze e a quelle irrogate direttamente nei confronti dei promotori finanziari.

È risultato inferiore rispetto al 2009 anche il controvalore dei beni oggetto di confisca e l'entità delle sanzioni interdittive accessorie applicate a persone fisiche

in relazione ad accertate fattispecie di abusi di mercato (si veda il paragrafo successivo per maggiori dettagli).

È cresciuto, inoltre, il numero degli intermediari e dei relativi esponenti aziendali destinatari di sanzioni e, in misura ancora più significativa, quello dei soggetti che hanno posto in essere violazioni della normativa in materia di emittenti; i provvedimenti sanzionatori assunti a carico di promotori finanziari, infine, sono raddoppiati.

## 2 I provvedimenti in materia di abusi di mercato

Nel 2010 i provvedimenti sanzionatori assunti dalla Commissione per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato sono stati in totale 15 (17 nel 2009), di cui 11 concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e 4 di manipolazione del mercato.

Le sanzioni pecuniarie applicate, di importo pari a complessivi 4,2 milioni di euro (9,2 milioni di euro circa nel 2009), hanno riguardato 20 soggetti, di cui 19 persone fisiche e 1 persona giuridica, quest'ultima sanzionata ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (cosiddetta "responsabilità dell'ente"; Tav. 37).

**Tav. 37 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato**  
(valori monetari in migliaia di euro)

		numero casi	numero soggetti interessati	importo sanzioni	importo confische	numero soggetti interessati da pene accessorie	pene accessorie (mesi)
2008	Insider trading <sup>1</sup>	5	6	2.052	5.478	6	18
	Manipolazione <sup>2</sup>	--	--	--	--	--	--
	<i>Totale</i>	5	6	2.052	5.478	6	18
2009	Insider trading <sup>1</sup>	11	16	7.490	20.893	14	130
	Manipolazione <sup>2</sup>	6	7	1.729	14,6	6	22
	<i>Totale</i>	17	23	9.219	20.908	20	152
2010	Insider trading <sup>1</sup>	11	13	2.404	2.025	12	55
	Manipolazione <sup>2</sup>	4	7	1.810	--	7	28
	<i>Totale</i>	15	20	4.214	2.025	19	83

<sup>1</sup> Illecito sanzionato ai sensi degli art. 187-*bis*, *quater*, *quinquies* e *sexies* Tuf. <sup>2</sup> Illecito sanzionato ai sensi degli art. 187-*ter*, *quater*, *quinquies* e *sexies* Tuf.

Nei confronti delle stesse persone fisiche 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 83 mesi, per un periodo minimo di 2 mesi e fino a un massimo di 12 mesi pro-capite. Nei confronti dei medesimi soggetti

inoltre è stata disposta la confisca, ai sensi dell'art. 187-*sexies* del Tuf, di beni appartenenti agli autori delle violazioni per un valore complessivo pari a circa 2 milioni di euro (20,9 milioni di euro nel 2009 di cui, tuttavia, circa 20 milioni di euro riferiti a un solo caso).

Nei primi mesi del 2010 si sono conclusi i procedimenti sanzionatori avviati nei confronti di gestori di patrimoni operanti per intermediari di diritto estero (Schroder Investment Management Ltd, Gartmore Investment Ltd, Dexia Asset Management Belgium Sa, ODDO Asset Management Sa) in relazione a operazioni di acquisto di azioni Banca Italease dai medesimi poste in essere nel mese di gennaio 2006.

Gli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob hanno evidenziato che tali soggetti avevano posto al servizio della loro operatività un'informazione privilegiata concernente i predetti strumenti finanziari, sostanziatasi nell'allora imminente pubblicazione da parte di Citigroup Global Markets Limited di una ricerca su Banca Italease, predisposta da una persona fisica (allora *Head of European Small-Mid Cap Research Team* di Citigroup), contenente una raccomandazione *buy* e un *target price* sensibilmente superiore al prezzo di mercato delle azioni Banca Italease dell'epoca. Tale ricerca fu resa pubblica nella serata del 24 gennaio 2006, vale a dire successivamente all'operatività illecita (per un controvalore complessivamente pari a 16,5 milioni) posta in essere sugli stessi titoli per conto dei predetti intermediari di diritto estero, presso i quali l'informazione privilegiata era stata veicolata tramite 2 *salesperson* di Citigroup.

Quanto sopra ha sostanziato violazione dell'art. 187-*bis* del Tuf (Abuso di informazioni privilegiate), con conseguente applicazione di sanzioni pecuniarie nei confronti delle persone fisiche responsabili delle violazioni per complessivi 930 mila euro.

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 un totale di 25 mesi.

Con l'adozione di tali provvedimenti sanzionatori a carico di soggetti esteri si è conclusa l'attività di accertamento e sanzionatoria relativa a tale vicenda, nell'ambito della quale analoghi provvedimenti erano stati assunti, a metà 2009, nei confronti di gestori operanti per conto di intermediari nazionali.

Altri casi di violazione della disciplina in materia di abusi di mercato sono stati accertati in relazione a ingenti acquisti di azioni Cdb Web Tech, effettuati in prossimità della diffusione da parte dello stesso emittente di un comunicato stampa (diffuso il 28 luglio 2005), con il quale era stato reso noto che il consiglio di amministrazione aveva conferito al Presidente della società "l'incarico di valutare le modalità per avviare un'attività d'investimento in realtà industriali in difficoltà, prevalentemente concentrata in progetti di rilancio e di recupero di redditività in aziende italiane di media dimensione".

Il progetto dell'avvio da parte di Cdb Web Tech di tale iniziativa di investimento in aziende in difficoltà aveva assunto natura di informazione privilegiata a seguito di una riunione nel corso della quale era stato prospettato a Borsa Italiana Spa uno schema tecnico per l'attuazione del progetto (la cosiddetta "scissione inversa" di Cdb) che la società di gestione del mercato aveva ritenuto praticabile. Dalle indagini effettuate è emerso che taluni committenti (in tutto 6) nel luglio 2005 avevano acquistato, tramite lo stesso intermediario, significative quantità di azioni Cdb avvalendosi di tale informazione, avente natura privilegiata, prima della sua divulgazione al mercato; informazione acquisita nell'ambito di rapporti intrattenuti con l'allora *Relationship Manager* ovvero riconducibili al Presidente di Cdb Web Tech Spa. Conseguentemente, nei confronti di tali committenti, nonché del predetto *Relationship Manager* (legati tra loro da rapporti parentali o di amicizia), sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 1,4 milioni di euro circa, oltre alla sanzione interdittiva accessoria per complessivi 30 mesi e alla confisca dei titoli azionari già oggetto di sequestro cautelare, per un controvalore complessivo pari a circa 2 milioni di euro.

Un altro caso di abuso di mercato ha riguardato l'attività manipolativa sul titolo Alitalia accertata a carico di una persona fisica, nel periodo compreso tra agosto e dicembre 2007, posta in essere mediante la diffusione di informazioni circa la volontà e la capacità economico-finanziaria di alcuni soggetti (asseritamente riuniti in una cosiddetta cordata, intenzionata a costituire una "Newco" con una consistente dotazione di capitale) di concorrere all'acquisizione della quota di partecipazione pari al 49,9 per cento del capitale Alitalia, posta in vendita dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Le indagini svolte dall'Istituto hanno consentito di accertare che nel periodo sopra indicato la persona fisica aveva diffuso tramite organi di stampa informazioni rivelatesi, nella quasi totalità, false e che fornivano, comunque, indicazioni fuorvianti. In relazione all'illecito posto in essere, è stata comminata nei confronti dell'autore della violazione una sanzione pecuniaria pari a 400 mila euro, nonché la sanzione interdittiva accessoria di cui all'art. 187-*quater*, comma 1, del Tuf, per complessivi 4 mesi.

Un'ampia e approfondita attività d'indagine, sempre in materia di abusi di mercato, è stata condotta anche con riguardo all'emittente Uni Land Spa, dai cui esiti sono emersi gravi violazioni della normativa di riferimento a carico dell'azionista di controllo, nonché amministratore delegato fino al 15 aprile 2008 e poi direttore generale di Uni Land Spa.

Più in particolare, è emerso che la citata persona fisica, acquisito il controllo di Uni Land Spa (all'epoca dei fatti Perlier Spa) nel mese di ottobre 2005, aveva posto in essere, assieme ad altri 2 soggetti entrambi a ella riconducibili, a partire da gennaio 2006 e fino al 2008, una serie di condotte manipolative di tipo sia informativo che operativo, nell'ambito di una continuata strategia volta a richiamare l'attenzione del mercato sul titolo Uni Land e, per tale via, a sostenerne le quotazioni. In relazione agli illeciti sopra descritti, sono state comminate nei confronti dei 3 au-

tori degli stessi sanzioni per circa 1 milione di euro in totale, nonché sanzioni interdittive accessorie, ai sensi dell'art. 187-*quater*, comma 1, del Tuf per complessivi 18 mesi.

Nel 2010 si è concluso il primo procedimento sanzionatorio per violazione dell'art. 187-*nonies*, del Tuf, in relazione a carenze organizzativo-procedurali accertate nei confronti di una banca nella gestione e segnalazione alla Consob delle operazioni poste in essere dalla propria clientela, sospette in base alla disciplina in materia di abusi di mercato.

All'esito del predetto procedimento sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 391 mila euro circa, a carico di 16 esponenti aziendali della banca, delle quali lo stesso istituto di credito è stato chiamato a rispondere quale responsabile in solido con gli autori delle violazioni, ai sensi dell'art. 195, comma 9, del Tuf.

Un ulteriore provvedimento sanzionatorio è stato, infine, adottato con riguardo a un caso di violazione dell'art. 187-*quinquiesdecies*, del Tuf (procurato ritardo all'azione di vigilanza della Consob).

L'allora presidente della Fio Sports Group AG ha ripetutamente e dolosamente mancato di ottemperare alle numerose richieste di informazioni formulate dalla Consob, ai sensi dell'art. 115, e dell'art. 187-*octies*, comma 3, del Tuf, e di invio di documentazione atta a fornire evidenza della disponibilità da parte della predetta Fio Sports Group AG dei fondi necessari per l'acquisto della partecipazione riconducibile alla famiglia Sensi nella A.S. Roma Spa, come dichiarato dallo stesso autore dell'illecito in data 22 maggio 2009 e successivamente ribadito in dichiarazioni ampiamente riprodotte dagli organi d'informazione. L'accertamento dell'esistenza di tali fondi era da ritenersi necessario anche per valutare la veridicità delle dichiarazioni rilasciate da altri soggetti riconducibili alla stessa Fio Sports Group AG, anch'esse riportate dagli organi di informazione. L'accertamento della condotta illecita sopra descritta ha comportato l'applicazione, nei confronti della citata persona fisica, di una sanzione pecuniaria pari a 200 mila euro.

### **3 I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari**

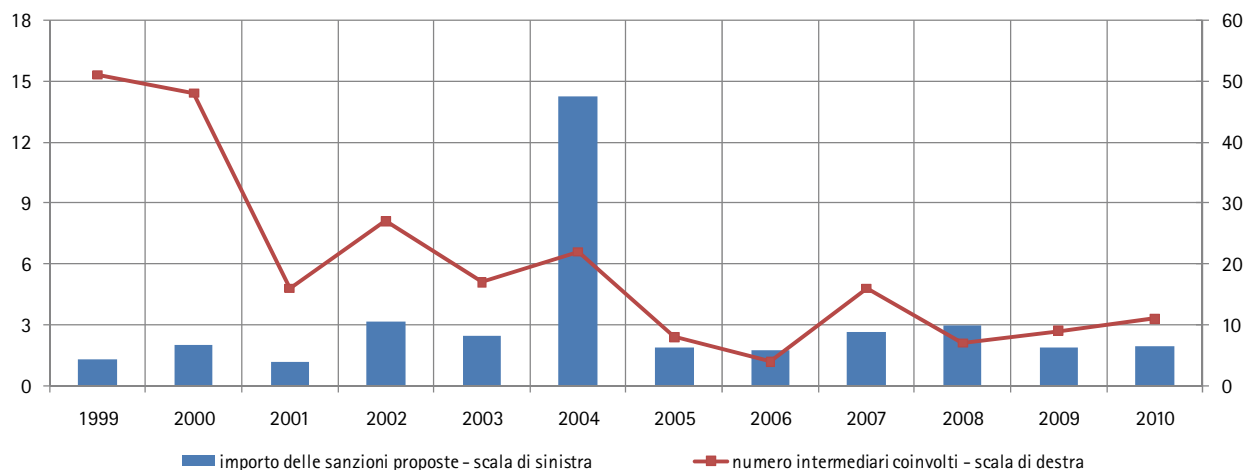
I procedimenti concernenti violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare, conclusi nel 2010 con l'adozione di provvedimenti sanzionatori, sono stati in totale 11 (9 nel 2009) e hanno riguardato 2 banche, 7 Sim e 2 Sgr. Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 2 milioni di euro (1,9 milioni di euro nel 2009), sono state comminate nei confronti di 82 esponenti aziendali (44 nel 2009) (Tav. 38; Fig. 81).

**Tav. 38 Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari<sup>1</sup>**  
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero intermediari coinvolti				Totale	Numero esponenti sanzionati				Totale	Importo delle sanzioni <sup>2</sup>				Totale
	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr		Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr		Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	
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
2007	6	7	--	3	16	79	62	--	55	196	1.035	814	--	809	2.659
2008	5	1	--	1	7	85	13	--	5	103	2.807	29	--	109	2.945
2009	1	4	2	2	9	16	6	2	20	44	156	380	415	945	1.896
2010	2	7	--	2	11	15	50	--	17	82	194	1.262	--	511	1.967

<sup>1</sup> A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze. <sup>2</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

**Fig. 81 Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari<sup>1</sup>**  
(milioni di euro)



<sup>1</sup> A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggiore rilevanza assunti nel 2010 nei confronti di intermediari, si segnalano quelli relativi a una banca e a 2 Sim, in esito ad accertamenti svolti sull'operatività dai medesimi in occasione di un aumento di capitale varato dalla società Seat Pagine Gialle nel marzo 2009, avente effetti fortemente diluitivi.

Dagli accertamenti condotti è risultato che tali intermediari hanno effettuato, per conto di clienti professionali, operazioni di vendita di azioni Seat Pagine Gialle senza rispettare le misure restrittive in materia di "vendite allo scoperto" previste dalla delibera n. 16813 del 26 febbraio 2009, ai sensi della quale "(...) la vendita (...) di azioni di società oggetto di aumenti di capitale deve essere assistita sia dalla disponibilità che dalla proprietà dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione". La stessa delibera stabiliva che il divieto si applicava "a partire dal giorno successivo a quello in cui l'operazione (di aumento del capitale) è stata approvata dal consiglio di amministrazione o dal consiglio di gestione e fino al giorno di consegna delle azioni rivenienti"; essa imponeva, inoltre, agli aderenti ai mercati regolamentati italiani di adottare "tutte le misure e le cautele necessarie al più rigoroso rispetto delle prescrizioni che precedono anche quando trattano ordini provenienti da altri intermediari". Si ricorda, in proposito, che alla fine del 2009 era venuto meno il divieto di vendita allo scoperto disposto nel settembre 2008. La Delibera 17078 del 26 novembre 2009 aveva introdotto, tuttavia, un regime transitorio di divieto di vendita allo scoperto per alcune società che avevano deliberato operazioni di aumento di capitale. Le società in parola erano state censite in un'apposita lista, originariamente composta da dieci titoli, che nel corso del 2010 si è progressivamente ridotta fino a esaurirsi.

Dal complesso degli accertamenti svolti è emerso che i predetti intermediari, non avendo condotto specifiche verifiche presso i medesimi clienti, né ottenuto adeguate conferme da parte di questi circa l'osservanza delle richiamate prescrizioni Consob, hanno disposto operazioni di vendita dei titoli Seat Pagine Gialle, ciascuno per volumi particolarmente consistenti, in assenza della disponibilità/proprietà dei titoli in capo ai clienti ordinanti. Ne è derivata la violazione degli obblighi di diligenza e correttezza di cui agli artt. 25, comma 3, e 190, comma 2, lett. d-ter, del Tuf, dei quali la delibera 16813 del 26 febbraio 2009 sostanzialmente era strumento di attuazione, stante la *ratio* sottesa all'introduzione del divieto di vendite allo scoperto di evitare, nell'eccezionale congiuntura di mercato del momento, speculazioni al ribasso, nonché di garantire il corretto funzionamento del sistema di regolamento delle operazioni. In relazione alle citate irregolarità sono state applicate nei confronti dei predetti intermediari sanzioni per complessivi 475 mila euro.

Ulteriori provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina degli intermediari sono stati quelli adottati nei confronti di esponenti aziendali di 2 Sgr (Helm Finance Sgr Spa e Independent Global Managers Sgr Spa) in relazione a gravi irregolarità nell'attività gestoria.



Nel caso della Helm, il relativo procedimento sanzionatorio avviato a carico dei relativi esponenti aziendali è scaturito dagli esiti degli accertamenti ispettivi eseguiti presso IGM e avviati, a fine 2008, a seguito delle vicende che avevano interessato la Bernard L. Madoff Investment Securities LLC.

Nel corso della verifica ispettiva condotta nei confronti di IGM è emerso che quest'ultima aveva effettuato investimenti nell'ottobre 2008, per conto dei patrimoni gestiti, nel fondo speculativo Helm Growth Premium (istituito e gestito da Helm), di cui è risultato essere l'unico sottoscrittore. Tale fondo si caratterizzava per l'investimento della maggior parte del suo patrimonio in un sistema di fondi *master-feeder off-shore*, domiciliati alle isole Cayman e gestiti da Dynamic Decisions Capital Management Ltd, società di diritto inglese.

In seguito alla richiesta di disinvestimento di IGM Sgr, in data 19 dicembre 2008, si è manifestata la crisi di liquidità del fondo HGP, che non ha potuto procedere a effettuare i relativi rimborsi a IGM Sgr alle date prestabilite.

Tenuto conto che la maggior parte del patrimonio del fondo speculativo HGP era stato investito nei predetti fondi *off-shore* e che l'unico investitore di tale fondo speculativo era risultata essere IGM Sgr, l'ispezione condotta presso la Helm Sgr è stata volta, tra l'altro, ad accertare che l'operatività posta in essere dalla Sgr per conto dei patrimoni gestiti fosse conforme alla normativa vigente.

Le verifiche condotte hanno posto in luce la sussistenza di gravi violazioni e irregolarità, che avevano pregiudicato irrimediabilmente l'intera attività gestoria delle Sgr, tanto da comportare l'immediato avvio della procedura di liquidazione coatta amministrativa, formalizzata con i provvedimenti ministeriali assunti, rispettivamente, il 21 giugno 2009 (IGM) e il 31 luglio 2009 (Helm).

Sulla base delle risultanze ispettive conclusive sono stati avviati paralleli procedimenti sanzionatori a carico degli esponenti aziendali di entrambi gli intermediari, in esito ai quali è stata definitivamente acclarata e confermata, tra l'altro, la violazione delle regole di correttezza e diligenza con riferimento al processo decisionale d'investimento e alla mancata acquisizione di una conoscenza adeguata degli strumenti finanziari oggetto d'investimento, nonché l'incoerenza e contraddittorietà delle scelte d'investimento disposte per conto dei portafogli gestiti (IGM); analoghe violazioni comportamentali sono state accertate con riguardo alla politica di gestione delle situazioni di conflitto di interesse (Helm).

In relazione agli illeciti sopra descritti, sono state comminate nei confronti degli esponenti aziendali delle predette Sgr sanzioni per complessivi 512 mila euro circa.

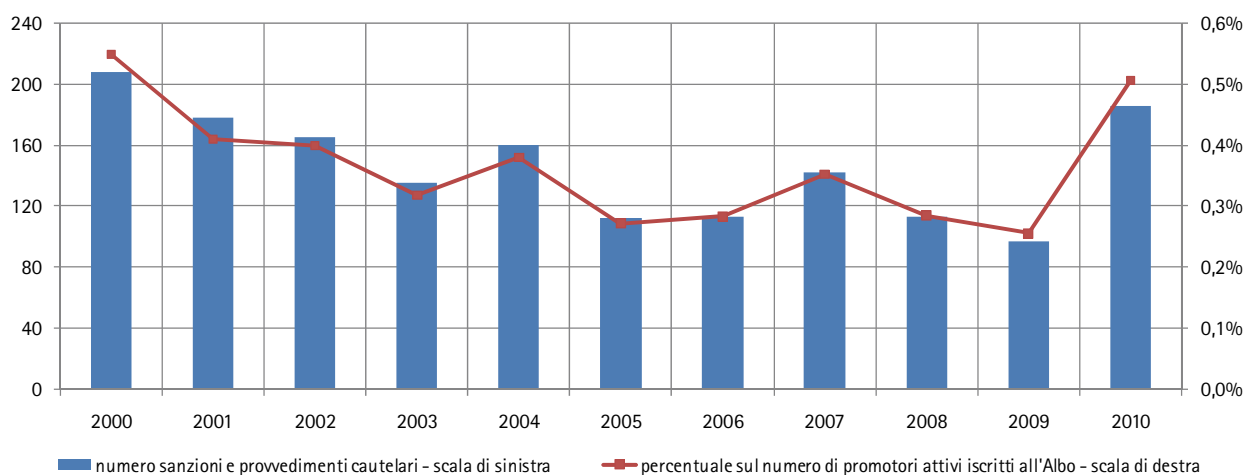
Con riferimento ai promotori finanziari, nell'anno 2010 sono stati adottati complessivamente 146 provvedimenti sanzionatori (74 nel 2009), di cui 78 radiazioni dall'albo, 61 sospensioni a tempo determinato, una sanzione pecuniaria e 6 richiami scritti. Sono state effettuate, inoltre, 57 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte (Tav. 39; Fig. 82).

**Tav. 39 Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari**

	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 <sup>1</sup>	
1997	8	39	5	--	52	64	58
1998	11	86	73	--	170	76	137
1999	2	70	51	4	127	74	106
2000	21	49	73	26	169	39	134
2001	29	36	48	15	128	50	72
2002	33	58	37	6	134	31	72
2003	1	56	47	5	109	26	77
2004	3	68	46	7	125	35	78
2005	1	42	41	4	88	24	59
2006	6	49	22	5	82	31	60
2007	5	64	44	3	116	26	51
2008	4	44	43	2	93	20	42
2009	5	43	25	1	74	23	43
2010	6	78	61	1	146	40	57

<sup>1</sup> Per gli anni 1997 e 1998 il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 45, comma 4, del d.lgs. 415/1996 e, a far tempo dal 1° luglio 1998, ai sensi dell'art. 55 del Tuf.

**Fig. 82 Sanzioni e provvedimenti cautelari adottati nei confronti di promotori finanziari**



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 abbinate alla contraffazione delle firme degli investitori; iv) l'abusivo utilizzo delle *password* della clientela per l'accesso all'operatività *on line*.

## 4 I provvedimenti relativi agli emittenti

I provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina in materia di emittenti assunti dalla Commissione nel 2010 sono stati in tutto 47 (più del doppio rispetto al 2009, quando erano stati 21) e hanno riguardato violazioni della normativa in materia di offerta al pubblico di strumenti finanziari (4 casi), offerte pubbliche d'acquisto (8), comunicazione di partecipazioni rilevanti in società quotate (34) e patti parasociali (un caso).

A fronte dei rilevati comportamenti illeciti, sono state applicate sanzioni pecuniarie per un importo complessivo pari a circa 6,6 milioni di euro (9,7 milioni di euro nel 2009).

Nel corso del 2010 si sono conclusi anche numerosi procedimenti sanzionatori concernenti condotte illecite in materia di informativa societaria che hanno portato all'applicazione di sanzioni per complessivi 1,2 milioni di euro (a fronte di 0,3 milioni di euro del 2009). Tali procedimenti, complessivamente pari a 19 (17 nel 2009), hanno riguardato in 18 casi violazioni delle disposizioni in materia di informativa continua al mercato e nel restante caso la mancata comunicazione nei termini di operazioni di *internal dealing* (Tav. 40).

Tra questi si segnala il provvedimento sanzionatorio assunto nei confronti della società Omnia Network per accertate violazioni dell'art. 114, comma 5, del Tuf, essendo risultato che la società, a fronte di specifica richiesta formulata dalla Consob, aveva reso informazioni incomplete e/o non rispondenti alle circostanze riscontrate nell'ambito dell'attività ispettiva poi espletata.

In relazione a ciò, sono state applicate sanzioni per complessivi 280 mila euro, tenuto conto che il set delle informazioni non veritiere e/o incomplete divulgate dalla società è risultato cospicuo, oltre che riprodotto in una pluralità di documenti (resoconto di gestione al 30 settembre 2008 e comunicati del 24 dicembre 2008, del 12 gennaio 2009 e del 24 febbraio 2009).

Ulteriori provvedimenti sanzionatori hanno riguardato, per la prima volta, l'accertata violazione degli obblighi gravanti sugli emittenti quotati in materia di informativa pre e post assembleare.

**Tav. 40 Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'Economia e delle Finanze o irrogate direttamente dalla Consob in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto<sup>1</sup>**  
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti sanzionati					Importo delle sanzioni					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	27	--	6	3	--	36	35	--	5	4	--	545	--	160	238	--	943
2002	14	--	12	11	--	37	24	--	18	43	--	1.404	--	400	300	--	2.104
2003	3	1	5	22	--	31	7	5	7	13	--	702	464	216	359	--	1.741
2004	4	--	2	1	--	7	7	--	2	1	--	1.023	--	57	10	--	1.090
2005	5	--	3	2	--	10	13	--	9	1	--	1.120	--	52	20	--	1.192
2006	2	3	4	4	--	13	20	22	14	5	--	2.071	2.995	817	445	--	6.328
2007	3	1	11	39	--	54	20	2	18	43	--	2.417	40	976	1.641	--	5.074
2008	--	2	18	10	--	30	--	3	18	10	--	--	179	923	408	--	1.510
2009	3	1	17	17	--	38	11	8	17	18	--	1.283	2.655	297	5.840	--	10.075
2010	4	8	19	35	--	66	16	16	20	55	--	4.420	872	1.208	1.311	--	7.811

<sup>1</sup> A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Si è trattato della violazione del combinato disposto degli artt. 114, comma 5, del Tuf e 144-*novies*, comma 1, del Regolamento Emittenti, posta in essere da 9 emittenti quotati i quali avevano omesso, all'indomani delle assemblee societarie che avevano deliberato il rinnovo dell'organo amministrativo e/o del collegio sindacale, di pubblicare le informazioni relative alla lista di provenienza degli amministratori e/o dei sindaci nominati e all'eventuale presenza di amministratori dichiaratisi in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dal Tuf o da codici di comportamento applicabili.

In relazione alle suddette violazioni sono state applicate sanzioni per complessivi 60 mila euro circa.

Sono stati, inoltre, 22 i procedimenti sanzionatori per violazioni della disciplina in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti che si sono estinti anticipatamente, essendosi i soggetti interessati avvalsi della facoltà del pagamento in misura ridotta (ex art. 16 della legge 689/81), per un controvalore complessivo corrisposto pari a 930 mila euro (Tav. 41; Fig. 83).

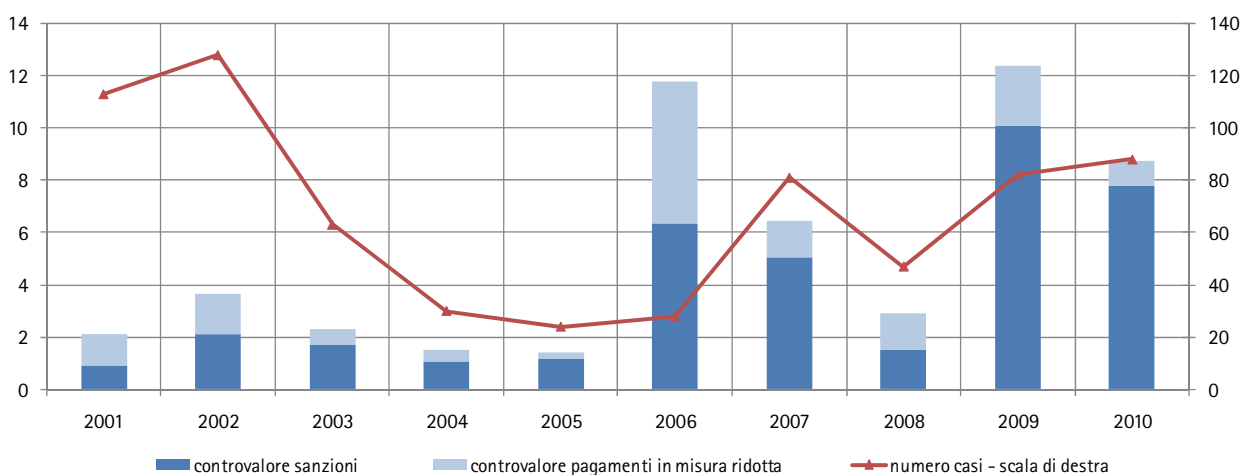
Tra i casi di violazione, si segnala quello concernente le plurime carenze informative accertate con riguardo al prospetto informativo pubblicato da Omnia Network Spa (ora Seteco International Spa) in occasione dell'ammissione a quotazione delle relative azioni ordinarie sul Mta, segmento Star, nel febbraio 2007.

**Tav. 41 Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni di norme in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto**  
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti						Importo dei pagamenti effettuati in misura ridotta					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	13	2	11	51	--	77	19	3	20	53	--	95	344	31	258	537	--	1.170
2002	6	1	6	78	--	91	6	1	6	77	--	90	207	103	392	845	--	1.547
2003	1	3	6	22	--	32	8	4	6	29	--	47	83	41	155	300	--	579
2004	4	6	7	6	--	23	31	6	7	6	--	50	203	62	72	83	--	420
2005	5	1	1	7	--	14	9	2	5	7	--	23	80	20	52	70	--	222
2006	4	4	2	5	--	15	6	72	2	16	--	96	124	4.714	144	449	--	5.431
2007	4	1	1 <sup>1</sup>	21	--	27	21	4	1	23	--	49	217	42	10	1.105	--	1.374
2008	3	--	--	14	--	17	27	--	--	18	--	45	327	--	--	1.081	--	1.408
2009	--	--	--	44	--	44	--	--	--	53	--	--	--	--	--	2.320	--	2.320
2010	--	--	--	22	--	22	--	--	--	22	--	22	--	--	--	930	--	930

<sup>1</sup> Il dato si riferisce a un pagamento effettuato nel 2007 ma relativo a una violazione accertata nel 2006; per i procedimenti sanzionatori originatisi nel 2007 non è più prevista la formula di pagamento in misura ridotta.

**Fig. 83 Sanzioni amministrative in materia di appello al pubblico risparmio e informativa societaria<sup>1</sup>**  
(milioni di euro)



<sup>1</sup> A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Nel novembre 2008, la Consob ha condotto attività ispettive presso l'emittente (concluse nel maggio 2009), dalle quali è emersa la non corrispondenza al vero delle informazioni contenute nel prospetto in precedenza pubblicato con riguardo, tra l'altro, all'utilizzo dei proventi derivanti dall'offerta (impiegati, diversamente da quanto ivi dichiarato dall'emittente, per ridurre l'indebitamento finanziario e quello verso i fornitori e non per intraprendere iniziative di sviluppo societario); al sistema di controllo di gestione (risultato affetto da significative carenze non segnalate nel prospetto come specifico fattore di rischio); ai "debiti tributari, previdenziali, commerciali nonché ai ricavi al 30 giugno 2006 ed al 30 settembre 2006" (risultati discrepanti rispetto a quanto dichiarato nel prospetto); alle informazioni relative alle operazioni con parti correlate (risultate carenti nella parte in cui non venivano riportate nel prospetto le informazioni relative alle operazioni poste in essere con alcuni soggetti che rivestivano lo status di parte correlata).

In relazione ai fatti di cui sopra, all'esito del procedimento sanzionatorio è risultata dunque accertata la violazione, da parte di Omnia Network, dell'art. 95, comma 1, lett. a) del Tuf e dei relativi provvedimenti d'attuazione.

La complessiva istruttoria svolta ha altresì consentito di rilevare la violazione, da parte della stessa società, degli obblighi di informativa alla Consob, gravanti sull'emittente ai sensi dell'art. 115 del Tuf, essendo risultata accertata la non corrispondenza al vero di quanto comunicato dalla società alla Consob in una nota dell'11 gennaio 2007 circa l'intervenuta risoluzione di tutte le criticità afferenti al sistema di controllo di gestione rivelatesi *ex post*, come detto, ancora non superate alla data di quotazione.

Le irregolarità inerenti alle citate carenze informative del prospetto di quotazione sono state contestate (e accertate all'esito dell'istruttoria espletata) anche a carico degli esponenti aziendali di Banca IMI (sponsor e responsabile del collocamento delle azioni Omnia) firmatari, per i profili di competenza, della dichiarazione di responsabilità delle informazioni contenute nel prospetto informativo, ai sensi dell'art. 5, comma 4, del Regolamento Emittenti, nel testo vigente all'epoca dei fatti.

A fronte delle suindicate violazioni sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 920 mila euro.

Nel 2010 è stato, inoltre, adottato un provvedimento sanzionatorio nei confronti di una società di revisione, in relazione all'attività svolta sui bilanci consolidati del Gruppo Aicon al 31 agosto 2006 e al 31 agosto 2007.

All'esito del procedimento è stata applicata nei confronti della società la sanzione dell'intimazione a non avvalersi del *partner* responsabile dei lavori di revisione, per un periodo di 2 anni.

Nell'ambito degli accertamenti svolti in merito alle ipotesi di violazione della normativa sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari, è proseguita l'attività d'indagine sulla diffusione di iniziative aventi ad oggetto offerte di prodotti finanziari innovativi, in molti casi effettuate tramite la rete

internet ovvero mediante un'attività di *mailing* volta a contattare potenziali investitori.

Le indagini effettuate hanno consentito di accertare le concrete condotte poste in essere nei confronti del pubblico per il tramite dei siti ispezionati e hanno portato all'adozione di 5 provvedimenti cautelari (sospensioni) e di 5 provvedimenti interdittivi (divieti) di sollecitazione all'investimento, nonché a 4 interventi di oscuramento dei siti *web* coinvolti (Tav. 42).

**Tav. 42 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 <sup>1</sup>	2	3	1	6
2007	--	1	--	1
2008	2	1	--	3
2009	6	4	--	10
2010	5	5	--	10

<sup>1</sup> 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.

In particolare, l'Istituto è intervenuto con riferimento a offerte promosse da soggetti di nazionalità extra-UE (risultati per lo più irreperibili), aventi ad oggetto programmi predefiniti di investimento sul mercato Forex o in altri settori, che escludevano la possibilità per il sottoscrittore di intervenire in alcun modo nelle scelte sottostanti ovvero nell'ulteriore gestione del denaro versato con l'adesione.

Con riguardo agli investimenti nel Forex, la Consob è, inoltre, intervenuta per la prima volta anche nei confronti di un intermediario italiano in relazione a un'offerta di "contratti di mandato di intermediazione in cambi". Più specificamente, nel caso in questione è stato riscontrato che l'operatività posta in essere, formalmente consistente in un servizio di gestione di patrimoni in valute, si svolgeva nel concreto con modalità diverse da quelle previste nel contratto proposto alla clientela, integrando piuttosto la fattispecie di offerta al pubblico di prodotti finanziari. Tale offerta si svolgeva tramite una rete di agenti con competenza su tutto il territorio italiano e anche nel corso di apposite riunioni, talvolta pubblicizzate su internet, nel corso delle quali veniva altresì prospettata ai potenziali clienti l'opportunità di diventare, a loro volta, procuratori per conto della società.

# V L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali

## 1 La disciplina degli emittenti

Nel corso del 2010 la Commissione ha svolto un'intensa attività regolamentare, in gran parte originata dalla necessità di recepire a livello di normazione secondaria alcune importanti direttive comunitarie, quali la Direttiva 2007/36/CE, in materia di esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, e la Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto.

In attuazione del decreto legislativo del 27 gennaio 2010 n. 27, che ha recepito la Direttiva 2007/36/CE, e in esito alle consultazioni avviate nel corso del mese di agosto sono state approvate modifiche al Regolamento Emittenti e, sulla base di reciproche intese fra le autorità di vigilanza, modifiche al Provvedimento Banca d'Italia e Consob del 22 febbraio 2008, che disciplina i servizi di gestione accentrata e di liquidazione, i sistemi di garanzia e le relative società di gestione (Provvedimento *post-trading*).

Per quanto riguarda il Regolamento Emittenti, le modifiche adeguano la disciplina regolamentare alle norme primarie emendate, in particolare in materia di informativa *pre*-assembleare, voto di lista e sollecitazione delle deleghe di voto. In attuazione di specifiche deleghe regolamentari, l'Istituto inoltre, al fine di incentivare la partecipazione anche transfrontaliera alle assemblee delle società quotate, ha proceduto all'indicazione dei criteri di ripartizione delle spese relative alle richieste di identificazione degli azionisti, alla definizione delle modalità di esercizio del voto per corrispondenza o in via elettronica e alla definizione del contenuto del modulo di delega al rappresentante designato dalla società, nonché alla disciplina dei casi di voto difforme dalle istruzioni.

Riguardo ai criteri di ripartizione dei costi per l'identificazione degli azionisti, è stato inserito un criterio volto a favorire il coordinamento delle minoranze in vista delle assemblee annuali (costi a carico dell'emittente per la prima richiesta fatta dalle minoranze qualificate nel primo semestre dell'esercizio e prima dell'assemblea ordinaria annuale), demandando agli statuti delle quotate, in un'ottica di flessibilità della disciplina, la determinazione di ulteriori criteri di ripartizione dei costi per le successive richieste di identificazione.



Con riferimento alla partecipazione alle assemblee con mezzi di comunicazione a distanza, è stato previsto che le società che demandano allo statuto la possibilità di utilizzare mezzi elettronici possono condizionare tale uso esclusivamente alla sussistenza di requisiti per l'identificazione dei soggetti a cui spetta il diritto di voto e per la sicurezza delle comunicazioni; si è tuttavia preferito non individuare in via regolamentare le specifiche modalità tecniche da adottare al fine di assicurare il rispetto di tali principi. Si è, infatti, lasciata agli emittenti la libertà di disciplinare l'uso dei mezzi elettronici nel modo più adeguato ed efficiente possibile, in considerazione delle proprie particolari esigenze, della struttura interna, anche dimensionale, delle società, nonché del livello di sviluppo tecnologico raggiunto dalla prassi applicativa. In linea con quanto previsto dalla Direttiva sono state inoltre indicate le diverse modalità con le quali si può realizzare la partecipazione all'assemblea a distanza. In particolare, allo statuto è stato affidato il compito di prevedere l'utilizzo di mezzi elettronici al fine di consentire una o più delle seguenti forme di partecipazione all'assemblea: i) la trasmissione in tempo reale dell'assemblea; ii) l'intervento in assemblea da altra località mediante sistemi di comunicazione in tempo reale a due vie per poter interagire a distanza nel corso dell'assemblea; iii) l'esercizio del diritto di voto prima dell'assemblea o durante il suo svolgimento, senza che sia necessario designare un rappresentante fisicamente presente alla stessa.

Quanto alla sollecitazione delle deleghe di voto sono state introdotte alcune norme che, unitamente alle semplificazioni già previste dalla disciplina primaria (non è più richiesto l'intervento di un intermediario o di una società specializzata accanto al promotore ed è stato eliminato il requisito del possesso dell'uno per cento per poter promuovere la sollecitazione), sono volte a incentivare l'utilizzo di tale strumento fino ad oggi mai usato in Italia. In particolare, non è più previsto l'invio preventivo alla Consob del prospetto di sollecitazione ma un invio contestuale alla pubblicazione ed è stata ammessa, a scelta del promotore, anche la "two-way proxy" (la possibilità di accettare anche deleghe di voto non conformi alle proposte di voto del promotore) in modo tale da aumentare la capacità attrattiva, per gli azionisti, della sollecitazione.

Con riguardo al Provvedimento congiunto Banca d'Italia e Consob sul *post-trading*, le modifiche sono prevalentemente finalizzate ad adeguare le specifiche previsioni inerenti alle comunicazioni e alle certificazioni che consentono l'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari accentrati alle modifiche introdotte dal d.lgs. 27/2010; con l'occasione si è provveduto, tra l'altro, a riorganizzare il contenuto della disciplina in materia di gestione accentrata di strumenti finanziari.

In particolare è stato rivisto nel suo complesso il sistema di richiesta e rilascio delle comunicazioni e delle certificazioni necessarie per l'esercizio dei diritti, al fine di rendere più efficiente il servizio – introducendo, ove possibile, il ricorso ai mezzi elettronici – e di diminuire gli oneri pratici sia a carico degli azionisti, onde agevolarne la partecipazione alla vita societaria, sia a carico degli emittenti, semplificando l'attività amministrativa in occasione dell'esercizio dei diritti sociali. Tali obiettivi sono stati perseguiti prevedendo, in particolare, la sostituzione delle certifi-

cazioni cartacee con comunicazioni elettroniche per l'esercizio di ulteriori diritti, anche diversi dalla partecipazione all'assemblea, da esercitarsi presso l'emittente e la possibilità per gli azionisti di richiedere le comunicazioni e le certificazioni tramite almeno un mezzo di comunicazione a distanza, secondo modalità prestabilite dagli intermediari che consentano l'identificazione del richiedente. A quest'ultimo, su domanda, dovrà essere rilasciata, con lo stesso mezzo, conferma di ricezione della richiesta e/o copia della comunicazione. In tal modo sarà possibile per gli azionisti richiedere comunicazioni e certificazioni necessarie per l'esercizio di diritti senza doversi recare materialmente presso l'intermediario depositario.

Con riferimento alla disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio, nel mese di ottobre la Commissione ha messo in consultazione una bozza di modifiche al Regolamento Emittenti a seguito delle novità recate dal d.lgs. 229 del 19 novembre 2007, che ha recepito nell'ordinamento nazionale la Direttiva 2004/25/CE, nonché dai successivi interventi legislativi. Sui principali temi oggetto della revisione regolamentare si è anche svolto un *open hearing* con il mercato. La pubblica consultazione si è conclusa il 15 novembre, ma le osservazioni sono state inviate fino al mese di dicembre. Le nuove norme in materia di offerte pubbliche di acquisto sono state approvate dalla Commissione nel mese di febbraio.

L'attività di revisione normativa non si è limitata al recepimento delle disposizioni comunitarie contenute nella direttiva e all'esercizio delle deleghe regolamentari attribuite alla Consob dalla nuova disciplina del Tuf, ma ha tenuto conto, altresì, delle questioni emerse nell'esperienza applicativa della vigente disciplina, nonché dell'analisi comparata degli ordinamenti dei principali Paesi in materia. In particolare, con l'intervento di regolazione si è inteso perseguire i seguenti obiettivi: rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza nelle operazioni di acquisizione o consolidamento del controllo, favorire una maggiore dinamicità del mercato del controllo societario ed eliminare i profili di incertezza nell'interpretazione delle norme che possono frenare l'attivismo di offerenti e investitori, assicurare la parità di trattamento per gli investitori italiani ed esteri e, infine, ridurre i costi di *compliance* per gli offerenti.

Con riguardo alla tutela degli azionisti di minoranza sono state introdotte specifiche misure per le offerte promosse dagli azionisti di controllo o dagli amministratori della società *target*: da un lato, si è previsto l'obbligo della riapertura del periodo d'offerta in caso di successo della stessa, al fine di limitare il rischio che gli azionisti aderiscano all'offerta pur non reputando congruo il prezzo, nel timore di rimanere in possesso di titoli destinati a deprezzarsi (cosiddetto fenomeno della *pressure to tender*); dall'altro si è richiesto che insieme al comunicato dell'emittente che si esprime sulla convenienza dell'offerta sia approvato anche un parere separato dei soli amministratori indipendenti al fine di rafforzare il valore informativo e l'obiettività del comunicato stesso.

Sono state anche ampliate le regole di trasparenza informativa e correttezza in corso d'offerta pubblica di acquisto, includendovi le operazioni di compravendita aventi ad oggetto strumenti derivati *cash-settled* ed estendendo l'operatività della *best price rule* ai 6 mesi successivi alla chiusura dell'offerta.

In attuazione della specifica delega legislativa prevista dall'articolo 105 del Tuf, è stata estesa la nozione di partecipazione rilevante per l'obbligo di offerta pubblica di acquisto includendovi, analogamente all'ordinamento inglese, gli strumenti finanziari derivati che consentono di detenere "posizioni lunghe" sui titoli, in considerazione dei possibili rischi di elusioni poste in essere mediante tali strumenti, evidenziate anche da recenti casi internazionali.

Infine, è stato rafforzato il coinvolgimento degli azionisti di minoranza nella disciplina delle esenzioni dall'obbligo di offerta pubblica, prevedendo l'applicazione dell'esenzione nelle operazioni di salvataggio (diverse da alcune specifiche fattispecie di crisi conclamata), di fusione e scissione a condizione che le stesse siano approvate dalla maggioranza degli *independent shareholders* (attraverso il meccanismo del cosiddetto *whitewash*).

Tra gli interventi volti a favorire una maggiore dinamicità del mercato del controllo societario e a eliminare i profili di incertezza interpretativa che possono costituire un freno all'attivismo di offerenti e investitori, si ricorda, in particolare, la riduzione da 25 a 15 giorni della durata minima delle offerte preventive intese al raggiungimento del controllo, in considerazione del fatto che la lunghezza del periodo d'offerta può sbilanciare la competizione tra potenziali offerenti a sfavore del promotore iniziale, che sostiene interamente i costi di "scoperta" dell'opportunità di scalata. Inoltre, in tema di offerte concorrenti, le modifiche normative sono state preordinate a ridurre le asimmetrie informative tra gli offerenti (prevedendo che l'emittente, comunicata prima possibile le informazioni, eventualmente fornite a uno degli offerenti, a tutti gli altri offerenti che ne abbiano fatto specifica richiesta) e i vincoli presenti nella determinazione degli elementi fondamentali dell'offerta (eliminando l'obbligo di offrire un corrispettivo superiore a quello dell'offerta originaria). Nel dare attuazione alle deleghe legislative in materia di "correzione" del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria e nella determinazione del prezzo in caso di *sell-out* e *squeeze-out*, si è scelto di limitare il grado di discrezionalità della Consob attribuendo maggiore rilevanza ai prezzi di mercato. Al fine di ridurre il grado di incertezza sulle condotte che possano configurare un'azione di concerto rilevante per l'obbligo di offerta pubblica di acquisto, sono stati identificati: i) i casi in cui, salvo prova contraria, si presume che alcuni soggetti agiscano di concerto (rapporti di parentela, rapporti con consulenti finanziari); ii) i casi di cooperazione tra azionisti per l'esercizio dei diritti delle minoranze e la partecipazione attiva alla *governance* delle imprese che non configurano azione di concerto.

Infine, allo scopo di realizzare un'effettiva parità di trattamento degli investitori italiani rispetto a quelli esteri, la normativa nazionale in materia di offerte transfrontaliere è stata allineata alle prassi prevalenti in sede internazionale, consentendo l'applicabilità della disciplina delle offerte al pubblico di vendita o sottoscrizione alle offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito.

Nel corso del 2010 si è concluso l'*iter* di approvazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate. Nel mese di marzo è stato adottato il relativo Regolamento (delibera Consob 17221, successivamente modificata a giugno con delibera 17389), mentre nel mese di settembre, dopo

una pubblica consultazione, è stata emanata una comunicazione contenente indicazioni sugli orientamenti che l'Istituto intende seguire nell'attività di vigilanza sull'attuazione del Regolamento.

Con la modifica regolamentare di giugno, in accoglimento della richiesta avanzata dal mercato di disporre di termini più ampi, sono state spostate le 2 scadenze intermedie relative alla disciplina di trasparenza per le operazioni di maggiore rilevanza e alla definizione delle procedure. Entrambe le scadenze, dal primo ottobre, sono state posticipate al primo dicembre 2010. È stato, invece, confermato il termine del 1° gennaio 2011 per l'applicazione della nuova normativa.

Con l'occasione, al Regolamento sono state apportate alcune modifiche di dettaglio e correzioni redazionali finalizzate al miglior coordinamento della disciplina con le altre disposizioni regolamentari ed è stato modificato l'art. 37 del Regolamento Mercati, che individua le condizioni che inibiscono l'ammissione a quotazione di società controllate soggette ad attività di direzione e coordinamento, al fine di meglio chiarirne la portata applicativa.

La Comunicazione sull'attività di vigilanza del mese di settembre affronta, invece, i principali aspetti della nuova disciplina, precisando il punto di vista della Commissione sulle modalità applicative del Regolamento ritenute più idonee a realizzare gli obiettivi di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale individuati dal legislatore, ferma la necessità di valutare caso per caso i comportamenti concreti delle società sia con riguardo alla definizione delle procedure sia nella loro effettiva applicazione.

In particolare, con la Comunicazione, la Commissione ha avuto modo di chiarire meglio alcuni aspetti relativi all'identificazione delle parti correlate in presenza di patti di sindacato, all'applicazione della disciplina alle operazioni realizzate da società controllate dall'emittente quotato e ai criteri per individuare le operazioni ordinarie a cui le società possono decidere di non applicare la disciplina.

Per quanto concerne il primo aspetto, è stato precisato che un soggetto che partecipa a un patto di sindacato è una parte correlata solo nel caso in cui eserciti un controllo (individuale o congiunto) o un'influenza notevole sull'emittente, in virtù delle caratteristiche specifiche del patto, quali l'entità delle partecipazioni (individuali e complessive) e le clausole che regolano i rapporti tra soci. Con riferimento alle operazioni realizzate da società controllate dall'emittente quotato, la Comunicazione chiarisce che la condizione per la quale tali operazioni siano sottoposte alla disciplina, cioè che esse siano oggetto di approvazione o esame da parte della controllante, si realizza anche quando, pur in assenza di specifici regolamenti interni o di deliberazione espressa, un esponente aziendale della controllante esamini preventivamente o approvi le operazioni in forza delle deleghe conferitegli. La Comunicazione, infine, contiene indicazioni sui criteri che devono essere utilizzati per individuare le operazioni ordinarie a cui le società possono decidere di non applicare

la disciplina, che devono rientrare nell'ordinario esercizio "dell'attività operativa" ovvero della "attività finanziaria" a essa connessa.

Sempre nel corso del 2010, il Regolamento Emittenti è stato interessato da altre significative modifiche (delibera Consob 17326), apportate a esito di un'ampia pubblica consultazione, che, tenuto conto dell'esperienza applicativa e delle richieste del mercato, hanno avuto lo scopo di chiarire la portata di quelle disposizioni che ingeneravano negli operatori dubbi interpretativi, di aggiornare alcune disposizioni regolamentari anche alla luce dell'evoluzione della normativa primaria e del mutato contesto dei mercati finanziari e di semplificare alcuni obblighi in capo agli operatori.

Le modifiche hanno riguardato le seguenti materie: i) procedura per la scelta dello Stato membro di origine; ii) informazione su operazioni straordinarie; iii) esenzioni in materia di informazione periodica; iv) disciplina della pubblicità dei patti parasociali; v) organi di amministrazione e controllo.

In materia di informazione su operazioni straordinarie, si è, infatti, ritenuto opportuno trasporre nel Regolamento i contenuti di una precedente comunicazione con la quale la Commissione aveva fornito indicazioni sui criteri generali da seguire per stabilire se un'operazione di fusione/scissione o di acquisizione/dismissione dovesse considerarsi significativa. Rispetto al testo della comunicazione e tenuto conto della prassi applicativa e dei quesiti sottoposti alla Commissione, si è proceduto ad allineare i criteri quantitativi, per l'individuazione delle predette operazioni straordinarie significative, ai criteri indicati nel Regolamento in materia di operazioni con le parti correlate per l'individuazione delle operazioni di maggiore rilevanza. Per quanto riguarda le esenzioni in materia di informazione periodica, si è ritenuto opportuno introdurre alcune modifiche e integrazioni finalizzate a chiarire che le esenzioni non riguardano solo la pubblicazione ma anche la redazione dei documenti contabili. Inoltre, sono state apportate modifiche in materia di pubblicità dei patti parasociali in conseguenza delle novità introdotte dal decreto legislativo del 25 settembre 2009 n. 146 (cosiddetto "decreto correttivo Opa") relativa alla tempistica di pubblicazione.

Particolarmente significative risultano, infine, le modifiche che riguardano le norme in materia di nomina degli organi di amministrazione e controllo, in forza delle quali la Commissione ha stabilito, tra l'altro, i criteri di individuazione della quota di partecipazione minima per la presentazione delle liste per l'elezione del consiglio di amministrazione e, per rinvio, dell'organo di controllo: in merito, come noto, il Regolamento prevede 6 quote di partecipazione (da 0,5 a 4,5 per cento) ciascuna delle quali corrispondente a una determinata classe di capitalizzazione di mercato delle società quotate. L'intervento è stato volto a una rideterminazione di tali classi dimensionali di capitalizzazione utilizzando un meccanismo ritenuto idoneo a ridurre la variabilità della quota di partecipazione in conseguenza dall'andamento del ciclo di borsa e di sue oscillazioni anche repentine. Inoltre, rilevata l'esigenza di assicurare un più elevato grado di trasparenza sull'informativa che gli emittenti forniscono in merito alle valutazioni sulla sussistenza dei requisiti di indipendenza in capo agli amministratori definiti indipendenti, nonché ai componenti degli organi di controllo,

è stato, in sintesi, previsto che: i) la società quotata renda noto al mercato l'esito delle valutazioni sul possesso dei requisiti di indipendenza previsti dalla legge o dallo statuto; ii) gli amministratori, che si definiscono indipendenti, e i componenti gli organi di controllo comunichino le informazioni necessarie per tale valutazione sia all'organo amministrativo sia a quello di controllo.

Infine, sono stati semplificati gli obblighi di informativa alla Consob in materia di cumulo degli incarichi dei componenti degli organi di controllo di emittenti quotati e di società con strumenti finanziari diffusi, anche a seguito dell'implementazione del sistema di rilevazione del cumulo degli incarichi (Saivic); a questo proposito sono stati modificati gli articoli da 144-*duodecies* a 144-*quinquiesdecies* del Regolamento. In particolare, le modifiche regolamentari hanno uniformato i termini degli adempimenti informativi dei componenti degli organi di controllo nei confronti della Consob e hanno previsto il passaggio a un regime di comunicazione in "continua", abolendo l'obbligo della dichiarazione annuale da parte dei singoli emittenti.

In attuazione della Direttiva *Transparency* (2004/109/CE), nel 2009 sono state introdotte nel Regolamento Emittenti le disposizioni che disciplinano le fasi della diffusione (*dissemination*), dello stoccaggio (*storage*) e del deposito presso la Consob (*filing*) delle informazioni regolamentate. A riguardo, nel corso del 2010, tenuto conto del prolungamento della fase di individuazione di soggetti interessati a gestire il servizio di diffusione e il meccanismo di stoccaggio, che dovrebbero essere autorizzati dalla Consob, hanno trovato applicazione le disposizioni transitorie.

Dall'entrata in vigore della nuova disciplina non sono, allo stato attuale, pervenute domande di autorizzazione né per la gestione dei servizi di diffusione delle informazioni regolamentate né per i meccanismi di stoccaggio. In assenza di soggetti autorizzati, la Consob valuterà l'eventuale organizzazione e gestione in proprio di un servizio di diffusione e stoccaggio delle informazioni regolamentate, come previsto dall'art. 113-*ter*, comma 4, lett. c), del Tuf.

In attuazione della Direttiva *Transparency*, inoltre, l'art. 1, comma 1, lett. w)-*quater*, del Tuf, riconosce ad alcuni emittenti la possibilità di scegliere lo Stato membro di origine. L'art. 65-*decies* del Regolamento Emittenti, introdotto con delibera n. 16850 del 1° aprile 2009, disciplina la procedura per la scelta dello Stato membro di origine da parte dei suddetti emittenti.

Al 31 dicembre 2010 gli emittenti che hanno scelto l'Italia come Stato membro di origine risultavano pari a 60. Si tratta prevalentemente di società con sede legale in Italia e obbligazioni negoziate soprattutto a Lussemburgo e in Irlanda.

## 2 La disciplina della revisione contabile

Nell'ambito dell'attività di regolamentazione in materia di revisione contabile, ai sensi dell'articolo 43, comma 9, del decreto legislativo 27

gennaio 2010 n. 39, la Commissione ha dettato disposizioni, con delibera 17439/2010, che definiscono le modalità e i termini per l'iscrizione dei revisori, nell'Albo Speciale delle società di revisione, e degli enti di revisione contabile dei Paesi terzi, non appartenenti all'Area Economica Europea che a questi fini include i paesi dell'Unione europea, la Norvegia, l'Islanda e il Lichtenstein. Al riguardo, considerato che il suddetto decreto sancisce l'inefficacia giuridica delle relazioni di revisione redatte da revisori esteri non iscritti nel Registro dei revisori legali che a regime sarà tenuto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, il d.lgs. 39/2010 ha istituito un regime transitorio che attribuisce alla Consob il compito di provvedere all'iscrizione dei revisori esteri non UE in un'apposita sezione dell'Albo Speciale "secondo i termini e le modalità dalla stessa stabiliti".

Nel dettare le disposizioni per regolare l'iscrizione dei revisori esteri, la Commissione ha tenuto in considerazione anche l'attuale vigenza del "regime transitorio europeo", applicabile con riferimento ad alcuni Paesi terzi in forza della decisione del 29 luglio 2008, assunta dalla Commissione Europea in accordo con gli Stati membri. Secondo tale regime, i revisori esteri di tali Paesi possono continuare a operare sugli emittenti extraeuropei quotati nei mercati regolamentati dell'Unione Europea anche senza la registrazione prevista dalla Direttiva 2006/43/CE ("registrazione piena"), purché registrati a fini informativi. La delibera in questione tiene, altresì conto, delle linee-guida fornite dall'Egaob (*European Group of Auditors' Oversight Bodies*), già attuate da altri paesi europei.

Nel mese di ottobre, infine, la Commissione ha posto in consultazione un documento recante disposizioni attuative dell'articolo 7, comma 2, del decreto legislativo 21 novembre 2007 n. 231 in materia di organizzazione, procedure e controlli interni volti a prevenire l'utilizzo a fini di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo delle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale previsto dall'art. 161 del Tuf e contemporaneamente iscritte nel Registro dei revisori contabili.

Nella stesura di tale provvedimento, che dovrà essere emanato d'intesa con Banca d'Italia e Isvap, le ricadute operative della disciplina antiriciclaggio sulle società di revisione sono state individuate facendo riferimento ai principi generali contenuti nell'articolo 3 del d.lgs. 231/2007, che prevedono una proporzionalità tra le misure della normativa, il rischio di riciclaggio del cliente e della prestazione professionale fornita e le peculiarità e le dimensioni dei destinatari delle norme. Alla luce di ciò si è reso quindi necessario considerare i caratteri tipici delle società di revisione, quali la natura degli incarichi, le metodologie di lavoro, i processi organizzativi e gli strumenti procedurali, avuto riguardo all'ambito regolamentare di riferimento e, in particolare, ai Principi di revisione raccomandati dalla Consob. Al fine di garantire l'osservanza delle norme di legge e regolamentari previste in materia di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, il Provvedimento, dopo aver previsto un ampio coinvolgimento di tutte le funzioni aziendali, rende obbligatoria l'istituzione di un'apposita funzione di antiriciclaggio, alla quale

competete la verifica della funzionalità di procedure, strutture e sistemi e di supporto e consulenza sulle scelte gestionali in materia.

### 3 La disciplina degli intermediari

Nella seconda metà del 2010 l'Istituto ha avviato i lavori per il recepimento nell'ordinamento nazionale delle Direttive di primo livello 2009/65/CE e di secondo livello 2010/42/UE e 2010/43/UE, che sostituiranno, abrogandola, la Direttiva 85/611/CEE (cosiddetta Ucits) in tema di Oicr armonizzati.

Tali direttive, identificate complessivamente con la locuzione "Ucits IV", disegnano un quadro normativo che innova in modo significativo la disciplina comunitaria previgente in tema di: i) obblighi di condotta, requisiti organizzativi e conflitti di interessi degli intermediari gestori (in relazione ai quali il legislatore sovranazionale ha inteso mutuare le disposizioni di derivazione MiFID in un'ottica di *level playing field*); ii) procedure di notifica per la commercializzazione transfrontaliera degli Oicr; iii) struttura e contenuti della documentazione d'offerta da consegnare o da porre a disposizione degli investitori. Ulteriori elementi di novità rispetto al previgente scenario normativo sono rappresentati dall'introduzione delle cosiddette strutture *master-feeder*, delle fusioni transfrontaliere tra fondi e della possibilità di istituire un Oicr in un paese membro diverso dallo Stato di origine della Società di gestione.

Il quadro normativo delineato dal legislatore comunitario si completa con i 2 regolamenti approvati dalla Commissione Europea (583/2010/UE e 584/2010/UE), recanti modalità di esecuzione della Direttiva 2009/65/CE in tema, rispettivamente, di informazioni-chiave per gli investitori e di procedure di notificazione per l'offerta transfrontaliera di Oicr.

I lavori di recepimento di tale *corpus* normativo implicano, oltreché l'adeguamento della disciplina dettata dal Tuf, taluni interventi sull'attuale assetto regolamentare, concernenti, per quanto di spettanza dell'Istituto, la correttezza e trasparenza di comportamento delle Sgr e delle Sicav, le procedure, il sistema dei controlli interni e la gestione dei conflitti di interessi nella prestazione del servizio di gestione collettiva nonché l'offerta al pubblico di quote o azioni di Oicr. Tali interventi, relativi rispettivamente al Regolamento Intermediari, al Regolamento Emittenti oltreché al Regolamento congiunto Consob - Banca d'Italia del 29/10/2007, sono destinati a concludersi entro la prima parte del 2011, al fine di consentire il pieno recepimento delle direttive entro il previsto termine di entrata in vigore (1° luglio 2011).

Le modifiche da apportare al Regolamento Intermediari e al Regolamento congiunto sono contenute, posto che la Ucits IV ha esteso alla gestione collettiva degli Oicr armonizzati le regole organizzative, procedurali e di condotta che le auto-



rità di vigilanza italiane avevano già esteso alla gestione del risparmio in sede di recepimento della MiFID, proprio in un'ottica di livellamento del campo di gioco.

Maggiori profili di attenzione implicherà, invece, l'adattamento del Regolamento Emittenti al mutato quadro comunitario, in ragione delle significative innovazioni introdotte dalla disciplina sovranazionale relativamente alla documentazione d'offerta e alla notifica per la commercializzazione transfrontaliera di Oicr.

Quanto al primo aspetto, la disciplina Ucits IV prevede una nuova articolazione della documentazione d'offerta basata su un documento di sintesi (*Key Investor Information Document* – KIID), da consegnare obbligatoriamente all'investitore, e sul prospetto, da consegnare solo su richiesta. Inoltre, al fine di assicurare un'armonizzazione massima, la forma e il contenuto del KIID sono stati dettagliatamente ed esaustivamente disciplinati dal Regolamento Europeo 583/2010 e dalle linee guida applicative elaborate dal Cesr.

In ordine al secondo profilo, risultano necessari interventi di abrogazione/modifica dell'attuale assetto normativo al fine di recepire le norme riguardanti la procedura semplificata di notifica preordinata a consentire la commercializzazione di Oicr esteri in uno stato diverso da quello d'origine (in particolare, la normativa Ucits IV consente l'avvio della commercializzazione a seguito di una procedura basata su una notifica dall'autorità dello Stato di origine all'autorità del paese ospitante).

Nell'aprile 2010, in esito a un processo di consultazione avviato nel 2009, la Commissione ha definito i nuovi obblighi informativi degli intermediari (delibera 17297 del 28 aprile 2010). L'ambito di applicazione delle nuove disposizioni riguarda la prestazione dei servizi e attività di investimento e della gestione collettiva, nonché la distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione. Gli obblighi informativi, inoltre, sono stati raggruppati in 3 macrocategorie: documentazione periodica, documentazione "ad evento" e dati strutturati.

Oltre a estendere l'ambito di applicazione della disciplina alle imprese di assicurazione, il nuovo regime introduce ulteriori o più estesi adempimenti informativi con riguardo all'attività di gestione collettiva di portafogli e di fondi immobiliari, *private equity* e *hedge fund*. Novità si rinvencono anche con riferimento agli obblighi informativi concernenti i promotori finanziari, essendo stato ampliato e standardizzato l'insieme dei dati che devono essere trasmessi dagli intermediari con riferimento ai provvedimenti adottati nei confronti dei promotori e all'operatività delle relative reti. La standardizzazione delle informazioni agevola l'attività di vigilanza sui promotori finanziari e valorizza, al contempo, i controlli svolti dagli intermediari, permettendo all'Istituto di focalizzare l'azione di vigilanza sulle ipotesi più rilevanti e, soprattutto, sul monitoraggio della rete globalmente intesa.

Al regime precedente sono stati apportati, inoltre, snellimenti e semplificazioni; sono stati altresì valorizzati i flussi di dati e di informazioni oggetto di scambio con la Banca d'Italia sulla base del Protocollo d'intesa sottoscritto nel settembre 2009. Al fine di rendere più agevole l'applicazione delle nuove disposizioni, l'Istituto ha fornito agli intermediari vari chiarimenti di carattere interpretativo e applicativo.

Nel corso dell'anno la Consob ha, altresì, fornito il proprio contributo all'elaborazione delle nuove disposizioni legislative in materia di fondi immobiliari introdotte dall'art. 32 del d.l. 78/2010 e convertito con modificazioni dalla legge 122/2010. Tali disposizioni avranno un impatto significativo anche sull'attività di vigilanza dell'Istituto.

Il citato art. 32, oltre a introdurre rilevanti disposizioni di carattere fiscale, persegue l'intento di porre rimedio ad alcune distorsioni rilevate nell'impiego dello strumento del fondo immobiliare (così detti fondi-veicolo, a ristretta base partecipativa e "familiari"). A tal fine, esso ha, tra l'altro, integrato la definizione generale di fondo comune di cui all'art. 1, comma 1, lett. j), del Tuf. La nuova definizione pone l'accento sul dovere delle Sgr di deliberare e attuare le politiche e strategie gestorie nell'interesse dei partecipanti e in autonomia rispetto ai partecipanti medesimi. È in corso l'elaborazione del regolamento ministeriale attuativo del citato art. 32, che dovrà precisare importanti aspetti della disciplina in discorso (*in primis*, il requisito della "pluralità dei partecipanti"), con un rilevante impatto sugli operatori del mercato (in particolare, in termini della necessaria liquidazione dei fondi con un numero di sottoscrittori inferiore a quello minimo).

La Consob ha fornito il proprio parere, inoltre, in occasione dell'intervento del Ministero dell'Economia e delle Finanze che, con il decreto 197 del 5 ottobre 2010, ha apportato alcune importanti modifiche al regolamento attuativo dell'art. 37 del Tuf sui criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento (Regolamento 228 del 1999). Con il nuovo decreto, in particolare: i) si sono precisate alcune definizioni (ad esempio, quella di "fondi riservati"); ii) si è chiarita la facoltà di investire – oltre che in beni immobili, in diritti reali immobiliari e in partecipazioni in società immobiliari – anche in parti di altri fondi immobiliari; iii) si è prevista la facoltà di prorogare di 30 giorni il termine per le rendicontazioni, ove lo richiedano particolari esigenze relative alla struttura e all'oggetto del fondo; iv) si è esclusa, per i fondi chiusi destinati alla quotazione, la facoltà di assumere prestiti per effettuare rimborsi anticipati delle quote; v) si è eliminato l'obbligo di chiedere la preventiva autorizzazione della Banca d'Italia per la proroga, fino a 3 anni, del termine di durata del fondo, al fine del completamento dello smobilizzo degli investimenti.

Sulla base degli esiti dell'indagine sulle Sgr che gestiscono fondi immobiliari *retail* svolta nel 2009 (cui aveva fatto seguito un confronto con le Sgr e le associazioni di categoria sui primi orientamenti esposti nel Quaderno di Finanza 65/2009), nel mese di luglio Consob e Banca d'Italia hanno emanato una comunicazione congiunta sulle "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento". Con tale comunicazione, sono stati precisati alcuni doveri, di carattere sia organizzativo sia procedurale, che pongono il momento della valorizzazione dei beni immobili in una posizione di assoluta centralità nell'ambito dei processi aziendali delle Sgr che gestiscono fondi immobiliari. In tal senso, la comunicazione indirizza le Sgr verso la definizione di procedure complete, trasparenti e verificabili a posteriori e, soprattutto, adeguate al ruolo dei propri organi aziendali, che sono responsabili della cor-

rettezza della valutazione del patrimonio dei fondi gestiti nei confronti dei partecipanti ai fondi stessi.

In particolare, nella comunicazione si precisa che il processo di valutazione deve essere formalizzato in un apposito documento che contiene, tra l'altro, i criteri per la selezione degli esperti indipendenti e per la commisurazione del loro compenso e una chiara definizione degli organi e delle funzioni coinvolti nell'esame delle relazioni di stima. Le Sgr sono, inoltre, tenute a considerare, nell'ambito della propria *conflict policy*, il pregiudizio all'interesse dei partecipanti ai fondi potenzialmente derivante da situazioni di conflitto di interessi in cui possono versare gli esperti indipendenti. Infine, a corollario degli indirizzi formulati, la comunicazione congiunta sottolinea la necessità che le Sgr definiscano compiutamente, nel contratto di affidamento dell'incarico, i diritti e gli obblighi degli esperti indipendenti.

All'inizio del 2010, con la delibera 17130 e a seguito di un'ampia consultazione, la Commissione ha emanato il Regolamento di attuazione degli artt. 18-*bis* e 18-*ter* del Tuf in materia di consulenti finanziari persone fisiche e di società di consulenza finanziaria.

Il regolamento tiene conto delle novazioni normative introdotte nel corso del 2009 nella materia della consulenza finanziaria. Nel merito si rammenta che l'articolo 2 della legge 18 giugno 2009, n. 69 ha introdotto l'articolo 18-*ter* nel Tuf, disponendo, a decorrere dal 1° ottobre 2009, l'istituzione delle cosiddette società di consulenza finanziaria, cui deve applicarsi, con gli opportuni adattamenti, il Regolamento Consob in materia di consulenti finanziari persone fisiche. Inoltre, il d.lgs. 17 luglio 2009, 101 ha apportato all'art. 18-*bis* rilevanti modifiche concernenti l'Organismo di tenuta dell'albo.

La disciplina entrerà in vigore solo dopo che il Ministero dell'Economia e delle Finanze avrà costituito e dichiarato l'avvio di operatività dell'Organismo e dell'Albo dei consulenti finanziari. Con l'intento di accelerare la costituzione e l'operatività dell'Organismo, nell'ultimo quadrimestre del 2010 l'Istituto ha promosso, previo accordo col Ministero dell'Economia e delle Finanze, l'istituzione di un Gruppo di lavoro con le associazioni rappresentative del settore. Nel mese di gennaio 2011, il Gruppo di lavoro ha elaborato e sottoposto al Ministero dell'Economia e delle Finanze un documento nel quale si valutano i presupposti di sostenibilità, in termini economico-finanziari, del progetto di costituzione dell'Organismo e del relativo Albo e si fornisce una stima del fabbisogno finanziario a regime, affinché il Ministero possa assumere le proprie determinazioni in ordine al disegno più appropriato della vigilanza sul settore.

Nel mese di dicembre, la Commissione è intervenuta in materia di albo e attività dei promotori finanziari, approvando modifiche al Regolamento Intermediari (delibera 17581). Tali modifiche, precedute da una consultazione pubblica, rientrano nell'ambito della revisione triennale degli atti di regolazione, prevista dall'articolo 23, comma 3, della legge 28 dicembre 2005, 262 e sono state elaborate al fine di tener conto dell'esperienza applicativa maturata durante i primi mesi di operatività dell'Organismo per la tenuta dell'Albo

promotori finanziari e dell'esigenza di integrare e chiarire la portata di alcune disposizioni.

Le principali innovazioni introdotte riguardano la disciplina relativa all'articolazione territoriale dell'Albo unico dei promotori finanziari con la riduzione da 3 a 2 del numero minimo di sezioni territoriali in cui lo stesso può essere articolato, l'eliminazione dell'obbligo di osservare le disposizioni contenute nei codici di autodisciplina dei promotori finanziari e degli intermediari e nei codici interni di comportamento degli intermediari e la previsione di una serie di condizioni in presenza delle quali l'utilizzo da parte del promotore dei codici di accesso telematico ai rapporti di pertinenza dei clienti non costituisce illecito amministrativo.

Con riferimento alle linee guida promosse dalle Associazioni degli intermediari, nel corso del 2010 e in applicazione della procedura pubblicata il 2 maggio 2008 ("*Policy per la validazione delle Linee-guida elaborate dalle Associazioni degli intermediari*"), la Commissione ha valutato, come conformi al quadro normativo di riferimento, taluni aggiornamenti che Assoreti ha ritenuto di apportare alle proprie linee guida, già validate nel 2009, in tema di relazione di servizio con il cliente.

La Commissione ha inoltre preso visione delle linee guida interassociative in tema di rapporti tra la funzione di *compliance* e le funzioni coinvolte nella definizione delle politiche commerciali degli intermediari elaborate da Abi, Assosim e Federcasse. Tali linee, attenendo a profili non direttamente disciplinati attraverso il Regolamento Intermediari, non hanno formato oggetto di una "validazione formale"; la Commissione ha peraltro ritenuto che le soluzioni tratteggiate dalle suddette linee guida vadano nella direzione auspicata di un maggiore e migliore coinvolgimento della funzione di *compliance* nei processi decisionali degli intermediari che governano la definizione e l'attuazione delle relative politiche commerciali e di *business*.

## 4 La disciplina dei mercati e altri interventi regolamentari

Nel corso del 2010 il Regolamento Mercati è stato oggetto di modifiche di *fine tuning* in occasione della citata revisione del Regolamento in materia di operazioni con parti correlate, attuata con la delibera 17389/2010. In particolare, le modifiche hanno riguardato l'articolo 37 del Regolamento e sono state finalizzate a rendere pienamente coerente la disciplina dei mercati con le nuove disposizioni regolamentari in materia di operazioni con parti correlate.

Nel settembre 2010 la Commissione ha altresì adottato una comunicazione in merito all'interpretazione delle disposizioni della Direttiva 2004/39/CE (MiFID) e delle relative misure di livello 2 in tema di trasparenza *post-negoziazione* e *transaction reporting* delle operazioni a valere sul "conto errori" derivanti dall'errata esecuzione di ordini di clienti.

Nel mese di gennaio è stato sottoposto a pubblica consultazione uno schema di regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale, in attuazione dell'art. 23 della legge 262/2005. La consultazione è terminata nel mese di marzo, ma il testo finale del regolamento non è stato ancora approvato; il relativo *iter* dovrebbe concludersi nei primi mesi del 2011.

L'articolo 23 della legge detta una serie di principi a cui Consob, Banca d'Italia, Isvap e Covip devono ispirarsi nel procedimento di adozione dei provvedimenti di natura regolamentare o di contenuto generale. Nello specifico, tali principi possono così riassumersi: motivazione degli atti; consultazione dei soggetti interessati; analisi di impatto della regolamentazione; revisione periodica degli atti di regolazione. A fondamento dell'intera disciplina il legislatore ha poi posto un ulteriore principio, quello di proporzionalità, "inteso come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari".

La bozza di regolamento, che consta di 9 articoli, è imperniata dunque in *primis* sul principio di proporzionalità a cui si affiancano quello di trasparenza e di partecipazione, entrambi ritenuti indispensabili per la formulazione di una regolamentazione adeguata ed efficiente.

La Commissione, oltre a recepire i principi enucleati nella norma di legge, ha poi operato una scelta, non richiesta dalla disciplina primaria, prevedendo la possibilità di applicare il principio di proporzionalità anche alle attività poste in essere nella definizione di scelte regolamentari nelle sedi di collaborazione e cooperazione, in ambito nazionale e internazionale, purché tale applicazione sia compatibile con i tempi e con le modalità delle attività stesse.

Sono stati, infine, previsti strumenti ulteriori rispetto a quelli indicati dalla norma di legge; tra questi si citano, in particolare, la programmazione annuale dell'attività regolamentare, effettuata previa consultazione pubblica, e la possibilità di avvalersi di comitati composti da esperti esterni, scelti anche in rappresentanza delle categorie dei soggetti interessati. Anche in questi casi, trattandosi di scelte non obbligate in base all'art. 23 della legge 262/2005, l'utilizzo di tali strumenti è rimesso alla discrezionalità della Commissione che ne farà uso al fine di rendere più efficiente il procedimento regolatorio.

Nel mese di aprile, la Commissione ha approvato, con delibera 17283, alcune modifiche al proprio Regolamento recante l'individuazione dei tipi di dati sensibili e giudiziari e di operazioni eseguibili ai sensi del "codice della *privacy*". Le modifiche al Regolamento, già adottato dalla Commissione con delibera 15318/2006, si sono rese necessarie per disciplinare anche i trattamenti di dati sensibili e giudiziari conseguenti all'istituzione della Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob.

# VI Le relazioni internazionali

## 1 La cooperazione internazionale

Nel 2010 la Consob ha proseguito l'attività di cooperazione internazionale con le autorità di vigilanza di Stati membri dell'Unione Europea e di paesi terzi.

In particolare, l'Istituto ha inoltrato complessivamente 91 richieste di cooperazione ad altre autorità (61 nel 2009) relative, per circa la metà, a ipotesi di *insider trading* e manipolazione del mercato (Tav. 43).

Le richieste di informazioni da autorità estere sono state 77 (a fronte delle 59 nel 2009) e hanno riguardato soprattutto casi di verifica dei requisiti di onorabilità e professionalità.

Nel corso del 2010, la Consob ha sottoscritto un *Memorandum* di intesa con la Banca d'Italia e l'Autorità di vigilanza britannica (Uk Fsa - *Financial Service Authority*) al fine di facilitare, data l'integrazione tra il *London Stock Exchange Group* e Borsa Italiana, la cooperazione in materia di vigilanza sui gestori di infrastrutture di mercato (sistemi multilaterali di negoziazione, mercati regolamentati e fornitori di servizi di *post-negoziazione*).

La Consob ha inoltre sottoscritto, nel mese di ottobre, un accordo di cooperazione con l'Autorità di vigilanza francese Amf (*Autorite des Marchés Financiers*) per il controllo coordinato della succursale italiana dell'impresa di investimento *Européenne de Gestion Privée* (EGP).

La Direttiva 2004/39/CE (MiFID) prevede, infatti, che la vigilanza sulle succursali di imprese di investimento comunitarie sia ripartita tra l'autorità del paese di origine e quella del paese ospitante. Il *Memorandum* di intesa tra Consob e Amf delinea, sulla base del modello previsto dal Protocollo Cesr sulla vigilanza delle sedi distaccate, un programma di vigilanza comune (*Common Oversight Request*), che si sostanzia in iniziative coordinate di vigilanza relative all'attività della EGP.

A seguito dell'attività ispettiva e di vigilanza condotta dalla Consob e dalle competenti autorità francesi, sono state accertate irregolarità e violazioni normative di eccezionale gravità relative all'amministrazione della succursale italiana di EGP. Alla luce delle indagini espletate, la succursale è stata posta in liquidazione coatta amministrativa con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 10 gennaio 2011.

**Tav. 43 Scambio di informazioni fra Consob e autorità di vigilanza estere**

Oggetto	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Richieste di informazioni ad autorità estere</b>							
Insider trading	8	12	16	18	25	23	20
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	8	6	12	9	27	14	23
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	2	4	5	1	2	3	10
Trasparenza e informativa societaria	9	10	5	1	2	1	8
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	1	2	4	3	2	2	9
Requisiti di onorabilità e professionalità	7	4	--	9	--	--	--
Violazione regole di condotta	2	--	1	--	--	3	3
Transaction reporting ex art. 25 MiFID	--	--	--	--	1	1	--
Vendite allo scoperto	--	--	--	--	42	6	4
Richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	--	--	--	--	11	2	5
Segnalazioni operazioni sospette	--	--	--	--	1	6	9
<i>Totale</i>	<i>37</i>	<i>38</i>	<i>43</i>	<i>41</i>	<i>113</i>	<i>61</i>	<i>91</i>
<b>Richieste di informazioni da autorità estere</b>							
Insider trading	18	18	17	18	18	5	9
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	3	4	14	2	3	2	4
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	9	9	3	2	8	6
Trasparenza e informativa societaria	--	4	3	--	1	1	2
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	4	--	1	1	--	1
Requisiti di onorabilità e professionalità	44	31	46	37	18	36	41
Violazione regole di condotta	--	--	--	3	2	2	5
Transaction reporting ex art. 25 MiFID	--	--	--	--	1	--	--
Vendite allo scoperto	--	--	--	--	--	--	--
Richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	--	--	--	--	--	--	1
Segnalazioni operazioni sospette	--	--	--	--	2	5	8
<i>Totale</i>	<i>68</i>	<i>70</i>	<i>89</i>	<i>64</i>	<i>48</i>	<i>59</i>	<i>77</i>

## 2 L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Nel 2010 è proseguita la partecipazione della Consob alle attività in sede di Unione Europea per la predisposizione e approvazione di proposte di direttive e regolamenti, nonché ai negoziati relativi all'istituzione della nuova architettura della vigilanza europea del settore finanziario.

Definita la procedura legislativa ordinaria di codecisione, in data 24 novembre 2010, il Parlamento Europeo e il Consiglio hanno approvato in via definitiva il cosiddetto "pacchetto *supervision*" volto a ridisegnare l'intera struttura della vigilanza europea del settore finanziario.

La nuova architettura di vigilanza, operativa dal 1° gennaio 2011, si fonda su 2 pilastri: i) l'istituzione di 3 nuove autorità di vigilanza europee (ESAs - *European Supervisory Authorities*) che costituiscono, insieme alle autorità nazionali, il Sistema europeo delle Autorità di vigilanza finanziaria (Esf - *European System of Financial Supervision*), dedicato alla salvaguardia della solidità delle singole imprese finanziarie e alla protezione degli investitori; ii) l'istituzione di un Consiglio Europeo per il rischio sistemico (Esr - *European Systemic Risk Board*), deputato alla vigilanza macro-prudenziale.

L'Esr, organismo indipendente sprovvisto di personalità giuridica, con il supporto amministrativo della Banca Centrale Europea è chiamato a svolgere i seguenti compiti: i) raccogliere e analizzare tutte le informazioni relative alla vigilanza macro-prudenziale; ii) identificare e stabilire l'ordine di priorità dei rischi sistemici; iii) emettere segnalazioni in merito ai rischi ritenuti significativi; iv) ove necessario, emettere raccomandazioni specifiche sulle iniziative da intraprendere in risposta ai rischi individuati; v) controllare il seguito dato alle predette segnalazioni e raccomandazioni; vi) cooperare con l'Esf e fornire alle ESAs le informazioni sui rischi sistemici necessarie per lo svolgimento dei loro compiti; vii) coordinarsi con istituzioni internazionali, quali il Fondo Monetario Internazionale e il *Financial Stability Board*, e con gli organismi di paesi terzi che si occupano di vigilanza macro-prudenziale.

Le ESAs comprendono la *European Banking Authority* (Eba) per il settore bancario, la *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (Eiopa) per il settore assicurativo e delle pensioni aziendali o professionali e la *European Securities and Markets Authority* (Esma) per il settore mobiliare e la vigilanza sulle agenzie di rating, e sostituiscono, a partire dal 1° gennaio 2011, i preesistenti Comitati di terzo livello (Ceb - *Committee of European Banking Supervisors*, Ceiop - *Committee of the European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* e Cesr - *Committee of European Securities Regulators*).

Le ESAs, dotate di personalità giuridica, saranno chiamate a svolgere i compiti precedentemente attribuiti ai Comitati di terzo livello e significative competenze, quali: i) l'elaborazione e l'adozione di standard tecnici vincolanti da sottoporre alla Commissione Europea; ii) la risoluzione di eventuali divergenze tra le autorità di vigilanza nazionali; iii) poteri di intervento per assicurare l'applicazione coerente delle regole comunitarie; iv) poteri di intervento per assicurare che vengano assunti i necessari provvedimenti in situazioni di emergenza. Le nuove autorità hanno inoltre il potere di vietare o limitare temporaneamente determinate attività finanziarie che possano minacciare l'ordinato funzionamento del mercato o la stabilità del sistema finanziario.

Nel "pacchetto *supervision*" è compresa la cosiddetta Direttiva Omnibus (Direttiva 2010/78/UE), al cui negoziato ha partecipato anche la Consob.

Tale direttiva ha introdotto una prima serie di modifiche agli atti normativi comunitari che regolamentano il settore mobiliare, bancario e assicurativo allo scopo



di definire l'ambito di applicazione dei poteri delle nuove autorità europee e assicurare il regolare funzionamento delle stesse nell'ambito del Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria. In particolare, per alcune direttive, sono state individuate le aree in cui l'Esma potrà elaborare e adottare standard tecnici vincolanti da sottoporre alla Commissione Europea, nonché le ipotesi in cui l'Esma potrà esercitare poteri di mediazione con efficacia vincolante in caso di divergenze tra autorità nazionali. La Direttiva Omnibus ha inoltre introdotto previsioni volte a garantire un'effettiva cooperazione e scambio di informazioni tra le autorità nazionali e l'Autorità europea di vigilanza, come richiesto dal regolamento istitutivo dell'Esma. La scadenza per il recepimento della direttiva da parte degli Stati membri è fissata al 31 dicembre 2011.

Per il settore mobiliare, le modifiche introdotte dalla Direttiva Omnibus hanno interessato la Direttiva sugli Abusi di Mercato (2003/6/CE), la Direttiva Prospetto (2003/71/CE), la Direttiva MiFID (2004/39/CE), la Direttiva *Transparency* (2004/109/CE) e la Direttiva Ucits IV (2009/65/CE).

La Consob ha partecipato, inoltre, ai negoziati relativi alla proposta di modifica della Direttiva Prospetto (2003/71) definitivamente approvata il 24 novembre 2010. Le modifiche introdotte dalla Direttiva 2010/73/UE hanno il fine di semplificarne il contenuto, ridurre gli oneri amministrativi per le società che intendono fare ricorso al mercato dei capitali e rafforzare la tutela degli investitori. La direttiva deve essere recepita dagli Stati membri entro il 1° luglio 2012 (commento Riquadro 6).

Tra le modifiche di maggior rilievo alla previgente disciplina si segnala il maggior ruolo attribuito all'informativa veicolata attraverso la nota di sintesi e la concentrazione dei suoi contenuti nella cosiddetta *key information*.

La consapevolezza che, a prescindere dalle asserite finalità di comprensibilità, il prospetto è redatto in un linguaggio altamente tecnico ed è spesso costituito da un elevato numero di pagine, ha indotto il legislatore comunitario a prestare maggiore attenzione ai contenuti della nota di sintesi che, tra l'altro, è l'unica parte del prospetto tradotta nella lingua nazionale quando il prospetto è approvato da un'altra autorità competente UE. La definizione di schemi di nota di sintesi stabiliti a livello 2 e non lasciati alla libera iniziativa dell'emittente, dovrebbero altresì consentire, in linea con gli obiettivi perseguiti dai lavori in ambito PRIPs (*Packaged Retail Investment Products*), la comparabilità tra prodotti simili e quindi porsi quale utile strumento per l'investitore nella scelta dell'investimento più adatto alle proprie esigenze sotto il profilo sia dei rischi sia dell'orizzonte temporale e dei rendimenti.

L'efficienza dei mercati si misura anche in base alla chiarezza delle disposizioni normative, che riduce i costi di *compliance*: in tal senso si pongono una serie di chiarimenti interpretativi attuati mediante l'eliminazione di norme ridondanti e modifiche di altre regole non correttamente formulate o non più in linea con la legislazione comunitaria intervenuta nel frattempo. Fra i vari interventi si segnalano

## Riquadro 6

### Le principali modifiche alla Direttiva Prospetto

Le principali novità introdotte dalla Direttiva 2010/73/UE, che modifica la Direttiva Prospetto (2003/71), riguardano: i) l'ampliamento delle fattispecie di offerta escluse dall'ambito di applicazione della direttiva; ii) l'esenzione di talune offerte dall'obbligo di pubblicazione del prospetto; iii) il formato e il contenuto del documento di sintesi del prospetto; iv) l'estensione del regime di responsabilità connesso al documento di sintesi; v) il miglioramento della disciplina del prospetto di base, mediante la previsione dell'obbligo di consegna dei *final terms* agli investitori prima dell'inizio dell'offerta e dell'obbligo di trasmissione degli stessi alle autorità competenti dei paesi ospitanti (tema affrontato in maggior dettaglio nel testo); vi) l'annullamento dell'obbligo per gli emittenti, i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, di presentare comunque ogni anno un documento contenente tutte le informazioni pubblicate o rese disponibili nei dodici mesi precedenti la pubblicazione del prospetto.

Dall'analisi effettuata dalla Commissione Europea sull'ambito di applicazione della Direttiva Prospetto è emerso che gli obblighi relativi al prospetto risultano particolarmente onerosi e ciò impedisce alle imprese di piccole dimensioni di affacciarsi al mercato dei capitali. Al fine di alleggerire gli oneri informativi, sono state in primo luogo incrementate le soglie relative ai controvalori totali delle offerte al di sotto delle quali i Paesi membri possono scegliere di esentare l'emittente dalla pubblicazione del prospetto. La soglia relativa al controvalore annuale di emissioni di titoli *plain vanilla*, da parte di istituti di credito, è stata così alzata da 50 a 75 milioni di euro, mentre il controvalore totale delle offerte per tutti gli emittenti e tipologie di strumenti finanziari è stato raddoppiato, passando da 2,5 a 5 milioni di euro. Per favorire le imprese medio piccole e a ridotta capitalizzazione di mercato, la direttiva prevede atti delegati alla Commissione Europea per la definizione di schemi semplificati di prospetto. È già stato conferito un apposito mandato, dalla Commissione Europea, per un parere tecnico dell'Esma da rendere entro il 30 settembre 2011.

La previsione di schemi semplificati è estesa anche a tutte le società aventi azioni negoziate in un mercato regolamentato europeo in occasione degli aumenti di capitale offerti in opzione ai soci e prescindendo quindi dalle dimensioni. Il regime semplificato per gli aumenti di capitale prevede l'esigenza di ridurre i tempi e i costi delle operazioni senza incidere sulla tutela degli investitori che, per tali emittenti, risultano già destinatari di ampie informazioni provenienti dall'adempimento degli obblighi di informativa continua e periodica prevista dalla Direttiva *Transparency*.

l'eliminazione dell'obbligo di redigere un documento annuale sulle informazioni diffuse dall'emittente quotato al mercato, in quanto superato dagli adempimenti imposti dalla Direttiva *Transparency*, o l'applicazione, in materia dei prospetti, della stessa definizione di investitore qualificato prevista dalla Direttiva MiFID.

Talune previsioni che modificano la Direttiva Prospetto dovrebbero agevolare l'esercizio della vigilanza sui prodotti *non-equity*. Operano in questo senso da un lato l'attribuzione, alla legislazione di livello 2, del

Uguale adattamento non sembra invece discendere dall'ampliamento dell'esenzione prevista per le offerte ai dipendenti. Il precedente regime esentava, infatti, dal prospetto le offerte ai dipendenti solo nel caso in cui l'emittente fosse quotato e quindi diffondesse con regolarità informazioni al mercato. Con le recenti modifiche, invece, sono esentate tutte le offerte ai dipendenti effettuate da emittenti, anche non quotati, purché aventi la propria sede in uno stato dell'Unione. Al riguardo il legislatore comunitario, riconoscendo nelle premesse alla direttiva che nel caso l'emittente non sia quotato non è assoggettato agli obblighi di informativa continua, si limita a prevedere un'integrazione del documento redatto in sostituzione del prospetto. Le aziende quotate extraeuropee potranno godere del medesimo regime – che prevede solo la diffusione di un documento contenente informazioni sulle ragioni dell'offerta e i quantitativi e la natura degli strumenti offerti – nel caso la Commissione Europea si sia pronunciata sull'equivalenza del sistema regolamentare e di vigilanza del paese ove l'emittente ha la sede legale. Tale equiparazione potrebbe, tra l'altro, tradursi in un disincentivo alla quotazione.

Altre modifiche apportate alla Direttiva Prospetto sono volte a incrementare e a rendere più efficiente la tutela degli investitori. Tra queste si annovera l'innalzamento dell'importo del valore nominale dei titoli, superato il quale non è richiesta la redazione del prospetto, nel presupposto che titoli di tale importo siano presumibilmente destinati a investitori qualificati. Si è, in particolare, constatato che anche investitori *retail* hanno impiegato 50 mila euro in un singolo investimento, e che tale soglia non può quindi ritenersi significativa della distinzione tra investimenti destinati al pubblico *retail* e investimenti riservati a investitori qualificati. Conseguentemente tale importo è stato raddoppiato.

Il significativo progresso nell'armonizzazione dei regimi nazionali in materia di prospetti non esaurisce tuttavia gli ambiti nei quali è ancora forte l'esigenza di armonizzazione. Di ciò è consapevole anche il legislatore comunitario che, in alcuni ambiti specifici, ha attribuito compiti, di pura indagine e ricognizione, all'Esma. Un primo ambito è quello di stabilire le responsabilità di natura civilistica, penale, amministrativa, attribuita in alcuni paesi anche all'autorità competente all'approvazione del prospetto; in questo caso è necessario intervenire con urgenza, per arginare gli arbitrari regolamentari giungendo all'individuazione di linee guida per le procedure e i contenuti delle verifiche volte all'approvazione dei prospetti.

compito di definire schemi di condizioni finali al prospetto di base e dall'altro l'obbligo, per l'emittente che abbia chiesto la notifica del prospetto di base in altri Paesi (passaporto europeo), di trasmettere alle autorità dei paesi ospitanti anche le condizioni finali. La mancanza nella direttiva previgente di tale ultima disposizione impediva, di fatto, a ciascun paese di conoscere i prodotti *non-equity*, emessi sulla base di un programma, distribuiti nel proprio paese. La definizione di schemi di condizioni finali dovrebbe quindi consentire di prevenire abusi nell'utilizzo di prospetti "passaportati" senza

complicare il ricorso allo strumento del prospetto di base e di ridurre fenomeni di arbitraggio regolamentare.

L'Istituto ha partecipato ai negoziati relativi all'adozione delle misure di attuazione della nuova Direttiva sui fondi comuni di investimento armonizzati.

La Direttiva 2009/65/CE, cosiddetta Ucits IV, approvata il 13 luglio 2009, prevedeva l'adozione da parte della Commissione Europea di una serie di misure di livello 2. Per la definizione di dette misure la Commissione ha chiesto l'assistenza tecnica del Cesr che, tramite il Comitato Permanente sul Risparmio Gestito (*Investment Management Standing Committee – Imsc*) presieduto dalla Consob, ha elaborato pareri tecnici su argomenti di rilievo. La Commissione Europea, a luglio 2010, ha quindi adottato 2 direttive e 2 regolamenti contenenti misure di attuazione in materia di: i) procedura di notifica per l'offerta transfrontaliera di fondi armonizzati, fusioni di Ucits e strutture *master-feeder* (Direttiva 2010/42/UE); ii) requisiti organizzativi, conflitti di interesse, regole di condotta, *risk management* e contenuti degli accordi tra depositario e società di gestione (Direttiva 2010/43/UE); iii) informazioni chiave per l'investitore e condizioni per la presentazione di tali informazioni o del prospetto su supporto durevole non cartaceo o tramite *web* (Regolamento UE 583/2010; per maggiori dettagli si rimanda al paragrafo successivo); iv) forma e contenuto del modello di lettera di notifica e di attestazione, modalità di scambio elettronico delle informazioni tra le autorità per la notifica, procedure per le ispezioni e lo scambio di informazioni tra autorità di vigilanza (Regolamento UE n. 584/2010). Le direttive dovranno essere recepite entro il 30 giugno 2011, mentre i regolamenti sono direttamente applicabili agli Stati membri.

L'Istituto ha partecipato, inoltre, ai negoziati sulla proposta di Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi.

La direttiva mira a sottoporre a regolamentazione le società di gestione dei cosiddetti fondi alternativi, ossia i gestori di organismi di investimento collettivo diversi dai fondi armonizzati. Rientrano nella categoria dei fondi alternativi i fondi speculativi (*hedge fund*), i fondi immobiliari (*real estate fund*) e i fondi dei cosiddetti *private equity*. La nuova normativa si applicherà ai gestori, con sede nell'Unione Europea, di fondi alternativi istituiti in Europa o in paesi terzi, nonché ai gestori, con sede in paesi terzi, che gestiscono fondi alternativi istituiti in Europa o che commercializzano, all'interno dell'Unione Europea, fondi istituiti in Europa o in paesi terzi. La direttiva ha l'obiettivo di armonizzare i requisiti in capo ai gestori in materia di autorizzazione, organizzazione, regole di condotta e informazione nei confronti degli investitori e delle autorità di vigilanza. Si prevede, inoltre, l'istituzione di un passaporto europeo per i gestori autorizzati a operare e commercializzare detti fondi in tutta l'Unione Europea sulla base dell'approvazione rilasciata dal paese d'origine, previa comunicazione all'autorità del paese ospitante. Il regime del passaporto verrà esteso, dopo un periodo transitorio, anche ai gestori con sede in paesi terzi che gestiscono e/o commercializzano fondi alternativi all'interno dell'Unione Europea e ai gestori con sede nell'Unione Europea che gestiscono fondi istituiti in paesi terzi. Viene comunque fatta salva la possibilità per il paese ospitante di mantenere limitazioni e

obblighi più stringenti in relazione alla commercializzazione dei fondi alternativi presso gli investitori al dettaglio. La direttiva introduce inoltre obblighi di trasparenza e di comunicazione alle autorità di vigilanza in relazione all'utilizzo della leva finanziaria e l'obbligo per i gestori di fissare un limite alla leva che deve essere rispettato su base continua. Anche le autorità di vigilanza avranno il potere di imporre limiti alla leva finanziaria per assicurare la stabilità e l'integrità del sistema finanziario.

Il Parlamento Europeo ha approvato il testo definitivo della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi nel novembre 2010, mentre l'adozione formale e la relativa pubblicazione dovrebbe avvenire entro i primi mesi del 2011.

**La Consob ha partecipato anche ai lavori relativi alla modifica del Regolamento 1060/2009/CE sulle agenzie di rating.**

Il 2 giugno 2010 la Commissione Europea ha presentato una proposta di modifica del Regolamento 1060/2009/CE, con l'obiettivo di trasferire all'Esma le competenze e i poteri di vigilanza sulle agenzie di rating già attribuiti alle autorità nazionali. In data 15 dicembre 2010, il Parlamento Europeo ha approvato il testo di compromesso concordato con la Commissione Europea e il Consiglio. In particolare, le principali modifiche al Regolamento riguardano: i) il trasferimento delle competenze in materia di registrazione e vigilanza, e relativi poteri, dalle autorità nazionali all'Esma; ii) l'attribuzione all'Esma del potere di adottare misure di vigilanza e sanzioni pecuniarie nei confronti delle agenzie di rating; iii) la facoltà di delega da parte dell'Esma alle autorità nazionali competenti di specifici compiti di vigilanza; iv) l'attribuzione all'Esma del potere di concludere accordi di cooperazione con paesi terzi; v) il mantenimento in capo alle autorità nazionali di poteri di vigilanza sull'utilizzo dei rating per fini regolamentari.

**Sempre in materia di rating, la Commissione Europea ha pubblicato il 5 novembre scorso un documento di consultazione per affrontare questioni non disciplinate dalla normativa comunitaria vigente.**

Tali questioni riguardano: i) il rischio di eccessivo affidamento sui rating da parte degli operatori di mercato, specie nei casi in cui i rating vengono utilizzati per fini regolamentari; ii) l'elevato grado di concentrazione del settore del rating; iii) la responsabilità civile delle agenzie di rating; iv) i modelli di remunerazione utilizzati dalle agenzie di rating.

**Nell'intento di rendere più sicuro e trasparente il mercato finanziario, la Commissione Europea ha adottato due proposte di regolamento, al cui negoziato la Consob ha preso parte, relative rispettivamente alle vendite allo scoperto e *credit default swaps* (Cds) e ai derivati Otc.**

La proposta di regolamento in materia di vendite allo scoperto e Cds intende migliorare la trasparenza e creare un quadro normativo armonizzato in grado di favorire interventi coordinati a livello europeo. Gli aspetti rilevanti della proposta di regolamento riguardano: i) gli obblighi di *disclosure* delle posizioni corte nette significative in titoli azionari e titoli obbligazionari sovrani, nonché delle posizioni scoperte in Cds; ii) le disposizioni in materia di gestione degli ordini relativi alle

vendite allo scoperto; iii) l'introduzione di misure restrittive permanenti per le vendite allo scoperto cosiddette *naked*; iv) le misure relative alle procedure di regolamento; v) il regime delle esenzioni; vi) i poteri di intervento in situazioni eccezionali e coordinamento attribuiti all'Esma; vii) i poteri delle autorità competenti e la cooperazione internazionale.

Con riguardo alla proposta di regolamento in materia di derivati Otc, controparti centrali e *trade repositories*, gli elementi salienti riguardano: i) la previsione dell'obbligo di compensare i contratti standard su derivati Otc tramite controparti centrali autorizzate dalle autorità nazionali sulla base dei requisiti stabiliti dal regolamento; ii) l'introduzione dell'obbligo di comunicare le informazioni relative ai derivati Otc a soggetti deputati alla raccolta dei dati di negoziazione (*trade repositories*), autorizzati e vigilati dall'Esma. La proposta, presentata dalla Commissione Europea il 15 settembre 2010, è attualmente oggetto di discussione presso il Consiglio. Il regolamento, una volta adottato, sarà direttamente applicabile negli Stati membri e dovrebbe entrare in vigore il 1° luglio 2012.

**La Consob ha partecipato attivamente anche ai negoziati relativi alla proposta di modifica della Direttiva sui sistemi di indennizzo degli investitori.**

In data 12 luglio 2010, la Commissione Europea ha presentato una proposta di modifica della Direttiva 97/9/CE del Parlamento e del Consiglio Europeo relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori, al fine di rafforzare la tutela e la fiducia dei consumatori nei servizi finanziari. La proposta è attualmente oggetto di discussione presso il Consiglio.

In particolare, la Commissione propone di intervenire sull'attuale disciplina dei sistemi di indennizzo al fine di prevedere: i) l'applicazione della direttiva sui sistemi di indennizzo a tutti i servizi e attività di investimento previsti dalla MiFID; ii) l'allineamento della definizione di clienti da considerare professionali a quella riportata nella MiFID; iii) l'estensione dell'indennizzo alle ipotesi in cui la mancata restituzione degli strumenti finanziari sia dovuta al fallimento del terzo depositario; iv) l'estensione della copertura dei sistemi di indennizzo anche all'attività di gestione collettiva e all'ipotesi di insolvenza del terzo depositario di organismi di investimento collettivo; v) l'aumento del livello di indennizzo a un importo fisso di 50 mila euro; vi) l'eliminazione della disposizione che consente di limitare la copertura dell'indennizzo al 90 per cento del credito dell'investitore; vii) l'esclusione dall'indennizzo degli investitori implicati in attività integranti abusi di mercato; viii) l'obbligo per i sistemi di indennizzo di dotarsi *ex ante* di un importo pari allo 0,5 per cento delle passività potenziali; ix) la possibilità per i sistemi di indennizzo di accedere a prestiti da parte di altri sistemi; x) l'obbligo per i sistemi di indennizzo di versare agli investitori a titolo provvisorio una somma pari a un terzo del presumibile credito, se i termini del rimborso superano un certo periodo; xi) l'obbligo di informare gli investitori circa le perdite escluse dal sistema.

**La Commissione Europea, il 16 agosto 2010, ha presentato una proposta di modifica delle direttive 98/78/CE, 2002/87/CE e 2006/48/CE per**

**quanto concerne la vigilanza supplementare sulle imprese finanziarie appartenenti a un conglomerato finanziario.**

Lo scopo principale della proposta di direttiva è quello di garantire una portata appropriata alla vigilanza dei conglomerati finanziari; la proposta indica che venga applicata alla società di partecipazione mista, posta al vertice del conglomerato finanziario, sia la vigilanza supplementare, prevista dalla Direttiva sui conglomerati finanziari, che la vigilanza settoriale consolidata/di gruppo, prevista dalle Direttive sui requisiti di capitale e la Direttiva sulle assicurazioni; essa introduce una maggiore flessibilità nell'identificazione dei conglomerati finanziari sottoposti a vigilanza prudenziale, tenuto conto del potenziale rischio del gruppo e prevede una forma di coordinamento tra le autorità di vigilanza europee.

**Nel corso del 2010 la Commissione Europea ha svolto consultazioni in merito a possibili modifiche da apportare alla Direttiva *Transparency* e alla Direttiva sugli abusi di mercato.**

In particolare, il 28 maggio 2010 la Commissione Europea ha pubblicato un documento di consultazione relativo alla revisione della Direttiva *Transparency*, ponendo quesiti in merito all'opportunità di: i) prevedere un regime agevolato per le società quotate di piccole dimensioni; ii) introdurre obblighi di notifica anche per strumenti finanziari derivati regolati in contanti; iii) introdurre nuovi obblighi informativi al fine di ridurre il rischio di "*empty voting*" (diritti di voto in assenza di interesse economico); iv) prevedere che i titolari di partecipazioni particolarmente significative comunichino le loro intenzioni future in merito a tali partecipazioni e alle modalità con cui hanno finanziato la loro acquisizione; v) introdurre un regime di armonizzazione massima per la comunicazione di partecipazioni rilevanti, anche con riferimento alle soglie.

In materia di abusi di mercato, nel documento di consultazione, pubblicato il 25 giugno 2010, la Commissione Europea ha prospettato possibili modifiche alla relativa Direttiva volte a: i) estendere l'ambito di applicazione della direttiva agli strumenti finanziari ammessi a negoziazione esclusivamente su Mtf; ii) estendere l'applicazione della direttiva alle manipolazioni di mercato realizzate attraverso strumenti Otc, in grado di influenzare i prezzi di strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati o Mtf; iii) sanzionare anche il tentativo di manipolazione; iv) adattare la definizione di informazione privilegiata per i derivati su merci; v) prevedere ulteriori informazioni da includere nella comunicazione delle operazioni; vi) dotare le autorità competenti di poteri investigativi ulteriori; vii) rafforzare la cooperazione tra le autorità di vigilanza; viii) ridurre la discrezionalità degli emittenti in merito alla decisione di ritardare la diffusione di informazioni privilegiate; ix) richiedere un maggiore coordinamento tra le autorità di vigilanza sulle "pratiche di mercato ammesse"; x) innalzare a 20 mila euro la soglia relativa alla notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di direzione presso l'emittente; xi) chiarire gli obblighi dei mercati regolamentati e degli Mtf per la prevenzione e l'individuazione degli abusi di mercato.

È stata altresì avviata, l'8 dicembre 2010, una consultazione pubblica per apportare possibili modifiche alla Direttiva MiFID.

Le principali tematiche trattate dal documento, relative alla disciplina dei mercati, riguardano: i) la disciplina del *trading venue*; ii) la trasparenza *pre* e *post* negoziazione sui mercati azionari; iii) l'introduzione di un regime di trasparenza delle informazioni *pre* e *post* negoziazione sui mercati non azionari; iv) il consolidamento delle informazioni *post*-negoziazione; v) specifici aspetti di microstruttura dei mercati (*high frequency trading*, *co-location*, *sponsored access* e *tick size*); vi) i mercati dei derivati su merci; vii) possibili estensioni del regime di comunicazione alle Autorità delle informazioni sulle transazioni (*transaction reporting*).

In materia di intermediari, i principali argomenti discussi nel documento di consultazione riguardano: i) l'applicazione della direttiva alla vendita diretta di strumenti finanziari emessi da banche e imprese di investimento; ii) la disciplina dell'attività di consulenza in materia di investimenti, anche in esito ai lavori comunitari in tema di prodotti di investimento *pre*-assemblati; iii) le cautele che devono essere adottate dagli intermediari per il lancio di nuovi prodotti, operazioni o servizi di investimento; iv) la remunerazione degli addetti alla rete commerciale alla luce della disciplina sui conflitti di interessi.

Un ulteriore tema sul quale è intervenuta la Commissione Europea, con una comunicazione pubblicata l'8 dicembre 2010, concerne il rafforzamento dei regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari. Nel documento, la Commissione indica possibili interventi mirati a migliorare e rafforzare la convergenza e l'efficienza dei regimi sanzionatori applicati nei singoli Stati membri.

Nel corso dell'anno la Consob 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. Sulla base dei contributi forniti nel corso dell'anno dal Gruppo di Esperti, il 5 febbraio 2010 la Commissione Europea ha adottato, ai sensi dell'art. 47 della Direttiva 2006/43/CE, una decisione sull'adeguatezza delle autorità competenti dei paesi terzi (il *Public Accountability Board* canadese, la *Financial Services Agency* giapponese, il *Certified Public Accountants and Auditing Oversight Board* giapponese e la *Federal Audit Oversight Authority* svizzera), sotto il profilo del rispetto delle condizioni previste dalla direttiva circa la trasmissione delle carte di lavoro e altri documenti dei revisori. In data 1° settembre 2010, la Commissione Europea ha adottato un'analoga decisione relativamente alla *Securities and Investments Commission* australiana e al *Public Company Accounting Oversight Board* e alla *Securities and Exchange Commission* statunitensi.



### 3 L'attività nell'ambito del *Committee of the European Securities Regulators (Cesr)*

Nel 2010, la Consob ha preso parte ai lavori svolti dai comitati permanenti, gruppi di lavoro e *Task Force* istituiti in ambito Cesr.

L'Istituto ha partecipato alla *Post-Ecofin Task Force*, deputata alla preparazione di documenti, posizioni comuni e pareri rivolti alla Commissione Europea in vista della trasformazione del Cesr nella nuova Autorità europea, Esma, a partire dal 1° gennaio 2011.

Il Gruppo è altresì impegnato nell'elaborazione di proposte concernenti la definizione della struttura organizzativa dell'Esma a supporto delle nuove competenze e responsabilità alla stessa attribuite.

Nel corso dell'anno sono proseguiti i lavori del Comitato Permanente sul Risparmio Gestito (*Investment Management Standing Committee – Imsc*), presieduto dalla Consob.

L'Imsc, in particolare, ha lavorato intensamente all'elaborazione delle misure di livello 3 necessarie per completare il quadro regolamentare costituito dalla Direttiva 2009/65/CE (Ucits IV) e dalle relative misure di livello 2 adottate dalla Commissione Europea il 1° luglio 2010.

In particolare, le misure di livello 3, elaborate dal Comitato Permanente sul Risparmio Gestito, sono relative ad alcune informazioni che devono essere obbligatoriamente inserite nel *Key Investor Information Document – KIID* (informazioni chiave per gli investitori) e riguardano, nello specifico, la metodologia di calcolo dell'indicatore di rischio/rendimento (Cesr/10-673) e la metodologia di calcolo dell'indicatore delle spese correnti (Cesr/10-674).

La metodologia di calcolo dell'indicatore di rischio/rendimento si applica a tutti gli Ucits e si basa sulla volatilità del fondo misurata sulla base dei rendimenti settimanali o mensili, relativi agli ultimi 5 anni. Sulla base del calcolo della volatilità, viene attribuito al fondo un indicatore di rischio/rendimento da 1 a 7.

La metodologia di calcolo dell'indicatore delle spese correnti si applica a tutti gli Ucits e identifica chiaramente quali sono le voci da computare nel calcolo delle spese correnti; essa prende in considerazione gli adattamenti necessari in caso di nuovi fondi o significativi cambiamenti nei costi di un fondo esistente.

Sono state altresì pubblicate, nel mese di luglio, le linee guida elaborate dal Comitato Permanente sul Risparmio Gestito per la misurazione del rischio e il calcolo dell'esposizione globale e del rischio di controparte per gli Ucits (Cesr/10-903). L'obiettivo di tali misure (livello 3) è quello di armonizzare gli approcci utilizzati negli Stati membri per la valutazione del rischio. A tal fine, il Cesr ha fornito una definizione di esposizione globale e ha proposto una metodologia dettagliata da seguire per l'utilizzo del cosiddetto "*commitment approach*" o l'adozione di modelli evoluti di controllo dei rischi, tra cui il "*value at risk model*".

L'Imsc ha valutato, inoltre, la necessità di prevedere un regime specifico per il calcolo dell'esposizione globale di determinati Ucits strutturati. Il Gruppo è pervenuto alla conclusione che una metodologia specifica per il calcolo dell'esposizione globale per determinati Ucits strutturati non sia necessaria, ritenendo più appropriato concedere a tali soggetti la possibilità di seguire un approccio alternativo rispetto alle linee guida esistenti. A tale riguardo, il 18 novembre 2010 il Cesr ha avviato una consultazione pubblica.

Il Cesr ha pubblicato, il 20 dicembre 2010, misure di livello 3, elaborate dal Comitato Permanente sul Risparmio Gestito, in materia di regime transitorio per il passaggio dal prospetto semplificato al KIID (Cesr/10-1319), il linguaggio e formato grafico del KIID (Cesr/10-1320), lo schema di KIID (Cesr/10-1321) e la selezione e rappresentazione degli scenari di *performance* nel KIID per Ucits strutturati (Cesr/10-1318).

Le misure sul regime transitorio per il passaggio dal prospetto semplificato al KIID sono volte a evitare disallineamenti nell'attuazione della normativa di primo e secondo livello, nonché assicurare una corretta gestione del periodo transitorio anche in relazione alla commercializzazione transfrontaliera delle quote di fondi. Le linee guida illustrano l'approccio da seguire a fronte delle seguenti fattispecie: i) modifiche al prospetto semplificato durante il regime transitorio; ii) lancio di nuovi comparti/classi; iii) offerta transfrontaliera di Ucits esistenti/nuovi; iv) fusioni di fondi, lancio di strutture *master-feeder*. La Direttiva Ucits IV prevede che il passaggio dal prospetto semplificato al KIID debba avvenire entro il 30 giugno 2012. Al riguardo, il Cesr ritiene che il prospetto semplificato possa continuare a essere utilizzato fino al 30 giugno 2012, laddove la legislazione nazionale di riferimento lo consenta. L'unica eccezione è costituita dal lancio di nuovi Ucits successivi al 30 giugno 2011, per i quali il Cesr raccomanda la predisposizione del KIID.

Le linee guida sul linguaggio e formato grafico del KIID forniscono indicazioni sulle modalità pratiche di predisposizione del documento affinché esso sia presentato in modo chiaro e semplice per gli investitori al dettaglio. L'Imsc ha elaborato, con linee guida separate, uno schema tipo KIID che le società di gestione dovrebbero utilizzare per gli Ucits standard.

Al fine di assicurare la comparabilità tra Ucits strutturati, il Cesr ha approvato linee guida volte ad armonizzare le modalità di selezione e presentazione degli scenari di *performance* per i fondi strutturati da includere nel KIID. Dette linee indicano, in concreto, i fattori da prendere in considerazione nella scelta degli scenari nonché le modalità con cui tali scenari dovrebbero essere presentati utilizzando tabelle o grafici.

A seguito dell'analisi svolta dall'Imsc, il Cesr ha elaborato linee guida su una definizione armonizzata di "fondi monetari" (Cesr/10-1049), prevedendo una distinzione tra fondi monetari a breve termine e a scadenza prolungata, anche per fornire informazioni agli investitori.

La Commissione Europea, dopo l'approvazione della nuova Direttiva sui gestori di fondi alternativi, AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*)

è chiamata ad adottare misure di livello 2 per dare attuazione alle disposizioni della direttiva di primo livello; a tal fine, il 2 dicembre 2010, ha rivolto al Cesr una richiesta di assistenza sul contenuto di tali misure di attuazione.

Il Comitato Permanente sul Risparmio Gestito ha intrapreso le iniziative necessarie per la redazione del parere tecnico richiesto, avviando una consultazione pubblica sulle materie indicate nel mandato della Commissione Europea, ovvero: i) le disposizioni generali della direttiva, autorizzazione e requisiti operativi dei gestori di fondi alternativi; ii) gli obblighi e requisiti del depositario; iii) gli obblighi di trasparenza e ricorso alla leva finanziaria; iv) la vigilanza sui gestori di fondi alternativi, compresi i gestori con sede in Paesi terzi.

Nel corso dell'anno, la Consob ha partecipato attivamente ad altri comitati permanenti e gruppi di lavoro istituiti in ambito Cesr. Si segnalano, infatti, i lavori svolti dal Comitato Permanente sui Mercati Secondari (*Secondary Markets Standing Committee*) e dal Comitato Permanente sulla Tutela degli Investitori e gli Intermediari (*Investor Protection and Intermediaries Standing Committee*) al fine di fornire pareri tecnici alla Commissione Europea nell'ambito della revisione della Direttiva MiFID.

In particolare, il Comitato Permanente sui Mercati Secondari ha elaborato una serie di pareri tecnici su possibili modifiche da apportare alla Direttiva MiFID in materia di: i) mercati azionari; ii) trasparenza dei mercati non azionari; iii) trasparenza *post*-negoziazione; iv) standardizzazione e negoziazione su piattaforme organizzate dei derivati Otc.

Tra i lavori del Comitato si segnala altresì l'approfondimento di talune questioni microstrutturali dei mercati azionari, quali: i) i fenomeni dell'*high frequency trading*, dello *sponsored access* e dei *co-location services*; ii) i sistemi tariffari adottati dalle piattaforme di negoziazione; iii) l'incremento minimo di prezzo richiesto per gli ordini; iv) le indicazioni di interesse utilizzate dagli intermediari per reperire informazioni circa l'esistenza di disponibilità a negoziare.

Nell'ambito della revisione della Direttiva MiFID, il Comitato sulla Tutela degli Investitori e gli Intermediari ha elaborato, inoltre, un parere tecnico in materia di: i) obblighi degli intermediari di procedere alla registrazione delle conversazioni telefoniche e delle comunicazioni telematiche intercorse con i clienti; ii) informazioni riguardanti la qualità dell'esecuzione delle operazioni offerta dalle varie sedi di negoziazione; iii) distinzione tra strumenti finanziari complessi e non complessi ai fini dell'applicazione degli obblighi di verifica dell'appropriatezza per il cliente dello strumento finanziario e del servizio prestato; iv) definizione di "raccomandazione personale" ai fini della corretta individuazione del servizio di consulenza in materia di investimenti; v) vigilanza sugli agenti collegati; vi) norme ad applicazione discrezionale o opzionale previste nella direttiva. In tale ambito, il Comitato ha altresì elaborato un parere tecnico in materia di classificazione della clientela.

Tra i lavori del gruppo permanente si segnala, infine, il rapporto sulle buone pratiche in materia di incentivi (*inducement*).

In materia di prospetto e obblighi di trasparenza delle società quotate, la Consob ha partecipato ai lavori dello *Standing Committee on Corporate Finance*.

Nel corso del 2010, il Comitato permanente, oltre a produrre orientamenti per la corretta applicazione delle norme comunitarie sul prospetto, aggiornando il Q&A (*11th update and 12th update of frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by Cesr Members – Cesr/10-830 e Cesr/10/1337*), ha pubblicato un documento di consultazione in merito alle modifiche da apportare alle raccomandazioni del Cesr per la parte attinente alle informazioni dei prospetti di società minerarie (Cesr/10-411).

In materia di obblighi di trasparenza delle società quotate, invece, il Cesr ha pubblicato, in data 9 febbraio 2010, un documento di consultazione contenente la proposta di estendere l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti anche a strumenti simili ad azioni o che attribuiscono il diritto di acquistare azioni (Cesr/09-1215b).

Nel 2010 sono proseguiti i lavori dello *Standing Committee on Corporate Reporting* sull'informazione finanziaria e del sottocomitato per *l'enforcement, Eecs (European Enforcers Coordination Sessions)*, al fine di porre in essere strumenti atti ad assicurare un efficace coordinamento delle attività di *enforcement* dell'informazione finanziaria a livello europeo.

L'Eecs ha implementato il coordinamento degli *enforcers* europei al fine di raggiungere un elevato livello di armonizzazione delle decisioni in materia di vigilanza sulla corretta applicazione dei principi contabili internazionali. In particolare, nel corso del 2010, sono stati pubblicati 2 estratti contenenti le decisioni assunte dagli *enforcers* nazionali dell'Unione Europea e inseriti nel database elettronico del Cesr. Il database, costituito nel 2005, è un archivio per la consultazione delle decisioni di primaria importanza ai fini dell'applicazione omogenea degli *Ias/Ifrs* in ambito europeo.

Nel corso del 2010 lo *Standing Committee on Corporate Reporting* ha elaborato un documento di consultazione contenente proposte volte a migliorare l'interconnessione tra i sistemi di raccolta delle informazioni finanziarie rese pubbliche dalle società quotate e a consentire l'accesso a dette informazioni a livello europeo (Cesr/10-943).

Sulla base delle analisi condotte dall'Eecs e dal Comitato sull'informazione finanziaria, il Cesr ha pubblicato: i) il primo rapporto annuale sullo stato di attuazione degli *Ifrs, International Financial Reporting Standards*, in Europa (Cesr-10/917); ii) i risultati aggiornati dell'indagine svolta in materia di diffusione delle informazioni sugli strumenti finanziari quotati fornita dalle società quotate nei conti 2009.

La Consob ha partecipato ai lavori del Cesr-Pol (Gruppo permanente sulla cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza) relativi a un regime armonizzato di trasparenza sulle vendite allo scoperto. Nell'ambito della revisione della Direttiva MiFID, il Cesr-Pol ha, tra l'altro, contribuito alla

predisposizione, per la Commissione Europea, del parere tecnico relativo alle modifiche da apportare alla disciplina relativa alla comunicazione delle operazioni su strumenti finanziari (*transaction reporting*).

L'Istituto, inoltre, ha partecipato attivamente ai lavori del *Review Panel* (Gruppo permanente per l'attuazione degli standard Ccsr da parte degli Stati membri) per la mappatura dei poteri di vigilanza attribuiti alle autorità di vigilanza degli Stati membri in attuazione della MiFID.

In particolare, nel corso dell'anno, il Gruppo ha effettuato una ricognizione (*mapping exercise*) delle pratiche seguite a livello nazionale in materia di: i) controlli effettuati dall'autorità in sede di approvazione dei prospetti; ii) accessibilità per il pubblico ai prospetti approvati; iii) autorizzazione all'omissione di informazioni nei prospetti (Ccsr/10-123). Il Gruppo ha avviato una *peer review* sull'implementazione da parte delle autorità di vigilanza di talune *best practice* nell'attività di scrutinio dei prospetti.

Il *Review Panel* ha inoltre effettuato una mappatura dei poteri a disposizione delle autorità di vigilanza nazionali per fronteggiare situazioni di crisi ed emergenza, nonché una ricognizione in merito all'applicazione nei singoli Stati membri delle norme discrezionali e opzionali contenute nella Direttiva *Transparency*.

In materia di agenzie di rating, il corrispondente comitato permanente del Ccsr, di cui la Consob è membro, ha predisposto 2 pareri tecnici per la Commissione Europea sulla valutazione di equivalenza dei sistemi di regolamentazione degli Stati Uniti (Ccsr/10-332) e del Giappone (Ccsr/10-333), alla luce del nuovo regime europeo in materia; il comitato, inoltre, ha continuato i lavori relativi all'elaborazione di ulteriori 2 pareri sull'equivalenza dei regimi regolamentari e di vigilanza adottati in Australia e Canada.

In relazione all'attività del Comitato permanente sulle agenzie di rating, si segnala l'adozione delle seguenti misure di livello 3: i) linee guida sul procedimento di registrazione, funzionamento dei collegi di autorità di vigilanza, protocollo di mediazione, informazioni da fornire in sede di richiesta di registrazione e di certificazione e ai fini della valutazione della rilevanza sistemica dell'agenzia di rating (Ccsr/10-347); ii) linee guida per l'istituzione del depositario centrale delle informazioni sulle agenzie di rating (Ccsr/10-331); iii) linee guida sulle pratiche di *enforcement* che le autorità di vigilanza devono seguire ai sensi del Regolamento sulle agenzie di rating (Ccsr/10-944); iv) linee guida sugli standard comuni per la valutare la corrispondenza delle metodologie adottate dalle agenzie di *rating* ai requisiti previsti nel regolamento (Ccsr/10-945).

Nel corso del 2010, il Gruppo *IT Management and Governance* ha elaborato una guida pratica per la comunicazione delle informazioni sulle transazioni (*transaction reporting*) eseguite fuori mercato su strumenti derivati (Ccsr/10-661).

Sono continuati, inoltre, i lavori della *Task Force* congiunta tra i comitati di livello 3 (Cesr, Ceps e Ceios) addetta a discutere le problematiche connesse ai prodotti di investimento destinati alla clientela al dettaglio.

Nel 2009 la Commissione Europea ha proposto l'introduzione di un regime normativo orizzontale per disciplinare le modalità di vendita e le informazioni pre-contrattuali dei prodotti assemblati destinati alla clientela al dettaglio (*Packaged Retail Investment Products* – PRIPs). In data 6 ottobre 2010, la *Task Force* ha pubblicato un rapporto che espone la posizione comune dei comitati di livello 3 in merito: i) all'ambito di applicazione della futura disciplina sui PRIPs; ii) alle informazioni da fornire su tali prodotti; iii) alle regole che dovrebbero disciplinare la loro distribuzione (Cesr/10-1136).

#### 4 L'attività nell'ambito dell'*International Organization of Securities Commissions* (Iosco) e in altre sedi istituzionali

Nel 2010 la Consob ha partecipato al Comitato Tecnico e al Comitato Esecutivo della Iosco (*International Organization of Securities Commissions*) e ha fatto parte dei relativi comitati permanenti, gruppi di lavoro e *Task Force*.

L'Istituto presiede, congiuntamente all'Autorità di vigilanza del Regno Unito (Fsa), la *Task Force on Unregulated Entities*, istituita dal Comitato Tecnico al fine di coordinare le iniziative di controllo in materia di entità non regolamentate.

Nel mese di febbraio 2010, la Iosco, in base ai lavori svolti dalla *Task Force on Unregulated Entities*, ha pubblicato informazioni minime che le autorità di vigilanza dovrebbero ottenere dai gestori di fondi speculativi (*hedge fund*) al fine di valutare i possibili rischi sistemici. Tale iniziativa mira a rendere maggiormente comparabili i dati raccolti nelle varie giurisdizioni e facilitare la cooperazione e l'analisi dei dati provenienti da paesi diversi.

Il Comitato Tecnico della Iosco ha istituito, inoltre, una *Task Force* in materia di cooperazione nella vigilanza (*Task Force on Supervisory Cooperation*) con l'obiettivo di favorire il coordinamento delle attività di controllo sugli intermediari e sui mercati che operano su base transfrontaliera.

Sulla base delle analisi effettuate dalla *Task Force*, nel mese di maggio 2010, la Iosco ha pubblicato un rapporto che fornisce una descrizione dei meccanismi di cooperazione internazionale tra le autorità di vigilanza. Nel rapporto vengono fissati principi comuni che i membri della Iosco devono seguire per rimuovere ostacoli alla cooperazione ed elaborare *Memorandum of understanding* e accordi tra autorità competenti per lo scambio di informazioni e il coordinamento delle iniziative di vigilanza su intermediari e operatori del mercato attivi in più di una giurisdizione.

La Consob ha partecipato ai lavori di altre *Task Force* Iosco, istituite per fronteggiare la crisi dei mercati finanziari e coordinare le misure regolamentari generali, a supporto degli obiettivi indicati dal G-20. I lavori delle *Task Force* sono stati alla base della pubblicazione di nuovi standard internazionali diretti a favorire un'ulteriore convergenza delle normative nazionali nelle aree di rispettiva competenza.

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 sui mercati delle *commodities*. Nel corso del 2010, la *Task Force* ha accertato il livello di adeguamento da parte dei propri membri alle raccomandazioni, contenute e pubblicate in un rapporto nel 2009, in materia di trasparenza e vigilanza sui mercati dei derivati su merci. La *Task Force* ha inoltre avviato iniziative finalizzate al rafforzamento della trasparenza relativa ai prodotti derivati sul petrolio, negoziati fuori mercato.

La *Task Force on Unregulated Financial Markets and Products* è stata costituita allo scopo di elaborare un approccio comune per quei settori del sistema finanziario ancora scarsamente vigilati e regolati, come il mercato Otc dei derivati e dei prodotti strutturati. Nel corso del 2010, la *Task Force* ha effettuato un'indagine tra i propri membri per verificare il grado di attuazione, nelle diverse giurisdizioni, delle raccomandazioni contenute in un rapporto Iosco, pubblicato nel 2009, in materia di cartolarizzazione dei crediti.

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*), mercati secondari (*Standing Committee 2*), intermediari (*Standing Committee 3*), problematiche di cooperazione (*Standing Committee 4*), organismi di investimento collettivo del risparmio (*Standing Committee 5*) e agenzie di rating (*Standing Committee 6*).

La Iosco, in seguito ai lavori svolti dallo *Standing Committee 1*, ha pubblicato 2 rapporti finali su principi in materia di informativa periodica per gli emittenti quotati e trasparenza in occasione di offerte pubbliche di prodotti finanziari provenienti da operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Nel corso dell'anno, il Gruppo ha altresì analizzato le risposte ai documenti di consultazione, pubblicati nel 2009, in materia di trasparenza, assetti proprietari e obblighi di comunicazione delle società di revisione.

In tema di mercati, lo *Standing Committee 2* ha contribuito all'elaborazione del rapporto finale della Iosco in materia di trasparenza dei prodotti di finanza strutturata nei mercati secondari, pubblicato nel mese di luglio; nel mese di agosto 2010, invece, la Iosco ha approvato e pubblicato, sulla base delle analisi effettuate dallo *Standing Committee 2* e *Standing Committee 3*, un documento che analizza il fenomeno dell'accesso diretto al mercato, per via telematica, di soggetti diversi da intermediari vigilati e che stabilisce raccomandazioni al fine di garantire la correttezza e l'integrità degli scambi. Tale documento definisce i principi guida a cui i mer-

cati, gli intermediari e le autorità di vigilanza dovrebbero attenersi nel determinare: i) le condizioni per l'accesso; ii) il flusso di informazioni richiesto; iii) i sistemi e controlli necessari per mitigare i rischi associati a tale fenomeno. Il Gruppo sui mercati ha inoltre pubblicato, nel mese di ottobre, un documento di consultazione in cui si analizzano le questioni connesse al fenomeno delle cosiddette "dark pools".

Lo *Standing Committee* 3 sugli intermediari ha completato, insieme al gruppo sugli organismi di investimento collettivo, un documento relativo agli obblighi di trasparenza nei confronti degli investitori al dettaglio nell'offerta di prodotti assimilabili ai fondi comuni di investimento. Tra le iniziative in corso si segnala: i) il lavoro in materia di tutela dei beni della clientela in caso di fallimento dell'intermediario, avente ad oggetto la ricognizione delle procedure di insolvenza applicate nelle varie giurisdizioni; ii) il lavoro relativo agli obblighi a carico degli intermediari ai fini della valutazione dell'adeguatezza dei prodotti finanziari complessi offerti ai clienti. Nel mese di agosto 2010, il Gruppo ha inoltre completato un documento di consultazione sui controlli interni degli intermediari per la verifica del *pricing* dei prodotti di finanza strutturata e sugli approcci regolamentari in materia di gestione del rischio di liquidità.

In materia di cooperazione internazionale, lo *Standing Committee* 4 ha continuato a favorire un dialogo continuo con le giurisdizioni che pongono ostacoli allo scambio di informazioni tra autorità competenti al fine di promuovere l'accordo di cooperazione multilaterale della Iosco. Il Gruppo ha inoltre contribuito alla creazione di un portale, sul sito istituzionale della Iosco, che permette agli investitori di accedere all'elenco delle segnalazioni, effettuate dalle varie autorità competenti, di prestazione abusiva dei servizi di investimento.

La Consob ha inoltre partecipato ai lavori dello *Screening Group* della Iosco, preposto alla valutazione delle istanze presentate dalle autorità di vigilanza affinché divenissero firmatarie dell'accordo multilaterale in tema di cooperazione e scambio di informazioni.

Lo *Standing Committee* 5, sugli organismi di investimento collettivo del risparmio, ha concluso i lavori per l'identificazione e la mitigazione dei conflitti di interesse per i fondi di *private equity*. Il rapporto finale (*Private Equity Conflicts of Interest*), pubblicato nel mese di novembre, fornisce una panoramica del mercato del *private equity*, individua i conflitti di interesse specifici per tale settore e stabilisce 8 principi la cui applicazione dovrebbe condurre alla reale gestione dei conflitti di interesse. Tra le altre iniziative in corso, si segnala l'elaborazione di principi in materia di sospensione delle sottoscrizioni o dei rimborsi di quote di fondi.

Lo *Standing Committee* 6 è stato istituito nel 2009 al fine di proseguire l'attività svolta dalla *Task Force* sulle agenzie di rating. Nel mese di maggio 2010, il Gruppo ha pubblicato un documento di consultazione in cui viene fornita una descrizione delle diverse iniziative regolamentari intraprese nelle varie giurisdizioni in materia di agenzie di rating al fine di valutare la conformità di tali discipline ai principi Iosco. Il Gruppo ha inoltre avviato i lavori finalizzati alla redazione di 2 questionari per raccogliere informazioni in merito alle pratiche adottate dalle agenzie



di rating in materia di controlli interni idonei ad assicurare l'integrità del procedimento di valutazione e gestione dei conflitti di interesse.

La Consob ha partecipato attivamente ai lavori dell'*Implementation Task Force* (ITF) relativi ai Principi Iosco sulla Regolamentazione dei Mercati Mobiliari (*Iosco Objectives and Principles on Securities Regulation*) e alla Metodologia per la valutazione del loro stato di attuazione.

Nel 2010 è proseguito il processo di aggiornamento dei Principi della Iosco alla luce degli standard e delle raccomandazioni emanate successivamente al 1998; la versione aggiornata di tali principi è stata pubblicata nel mese di giugno 2010. Tra le principali novità, si segnala l'introduzione di 8 nuovi principi in materia di fondi speculativi, agenzie di rating, altri soggetti che offrono servizi di analisi e valutazione, indipendenza e vigilanza dei revisori, monitoraggio e gestione del rischio sistemico, revisione del perimetro della regolamentazione e conflitti di interesse. Nel corso dell'anno, la *Task Force* ha altresì lavorato alla revisione della Metodologia Iosco, il cui completamento è previsto nel 2011, per l'attuazione dei principi.

In ambito Iosco, il Comitato Tecnico ha istituito, nel mese di ottobre, una nuova *Task Force* allo scopo di coordinare le iniziative assunte dalle autorità competenti per aumentare e migliorare la vigilanza sui prodotti derivati negoziati fuori mercato.

La Consob ha partecipato ai lavori 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.

L'Istituto ha inoltre preso parte ai lavori del *Financial Stability Board*, organismo istituito per coordinare, a livello internazionale, il lavoro delle autorità di vigilanza nazionali e degli organismi deputati all'elaborazione degli standard internazionali e sviluppare e promuovere l'attuazione di politiche efficaci di regolamentazione e vigilanza.

In particolare, nel corso del 2010, l'Italia è stata sottoposta dal *Financial Stability Board* a verifica per il livello di attuazione delle raccomandazioni in materia di regolamentazione e vigilanza, incluse nel programma di valutazione del settore bancario-finanziario del Fondo Monetario Internazionale e della Banca Mondiale. La verifica ha avuto esito positivo.

In materia di revisione contabile, l'Istituto ha partecipato all'*Ifiar* (*International Forum of Independent Audit Regulators*), gruppo diretto ad agevolare la cooperazione tra le autorità di vigilanza.

La Consob presiede lo *Steering Group on Corporate Governance*, che coordina e guida i lavori dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (*Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD*) in materia di *corporate governance*, incluse le problematiche connesse alla privatizzazione e alle procedure di insolvenza.

## VII I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob

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

Nel 2010 il numero dei ricorsi presentati dinanzi al giudice ordinario non ha registrato significative variazioni rispetto all'anno precedente mentre il contenzioso avanti al giudice amministrativo ha esibito un netto aumento (29 ricorsi a fronte dei 6 nel 2009; Tav. 44). Tale circostanza è legata all'entrata in vigore, il 16 settembre 2010, del Codice del Processo Amministrativo che ha devoluto alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo le controversie aventi ad oggetto tutti i provvedimenti, compresi quelli sanzionatori, adottati dalla Consob.

In particolare, l'aumento più rilevante è riferibile ai ricorsi avverso atti sanzionatori e provvedimenti cautelari adottati nei confronti di promotori finanziari.

**Tav. 44 Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto<sup>1</sup>**  
(esiti al 31 dicembre 2010)

	Giudice amministrativo <sup>2</sup>						Giudice ordinario <sup>3</sup>					
	Accolti <sup>4</sup>	Respinti <sup>5</sup>	In corso	di cui:		Totale ricorsi	Accolti <sup>4</sup>	Respinti <sup>5</sup>	In corso	di cui:		Totale ricorsi
				accolta sospensiva	respinta sospensiva					accolta sospensiva	respinta sospensiva	
2006	1	1	9	--	3	11	3	26	1	--	--	30
2007	--	7	2	--	1	9	8	41	27	--	--	76
2008	2	2	7	--	4	11	7	24	17	--	1	48
2009	--	1	5	--	3	6	12	17	25	1	5	54
2010	--	--	29	--	5	29	2	12	46	1	2	60

<sup>1</sup> I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. <sup>2</sup> La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. <sup>3</sup> Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. <sup>4</sup> La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. <sup>5</sup> La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

In materia di sanzioni per abusi di mercato, la Corte d'Appello di Roma afferma che «*l'informazione privilegiata rilevante sul mercato finanziario riguarda (...) anche informazioni che, riguardando indirettamente lo strumento finanziario (come può definirsi la notizia circa l'imminente pubblicazione di una ricerca attinente alla valutazione dei titoli della società quotata in borsa), sono in grado di indurre un investitore ragionevole ad utilizzarle per le proprie decisioni di investimento*».

Infatti, prosegue la Corte, «Nel settore finanziario (e non solo in esso) la valutazione dell'analista finanziario ha una doppia valenza: la prima riguarda il contenuto della valutazione, di maggiore o minor rilievo in relazione all'autorevolezza nel settore del soggetto da cui proviene (...), la seconda riguarda la comunicazione al pubblico dell'informazione, che assume una valenza autonoma dalla precedente (se pure strettamente connessa ad essa poiché dipende dall'autorevolezza della prima) in quanto per se stessa è in grado di influenzare gli operatori finanziari per quella parte dell'attività di questi ultimi che si svolge in relazione al prevedibile effetto sul mercato della diffusione delle informazioni. Quest'ultima e, quindi, la conoscenza del momento in cui essa si verificherà, per l'importanza che hanno assunto nel campo finanziario gli studi sulla prevedibilità dei comportamenti degli investitori, è idonea a produrre un'influenza sui prezzi degli strumenti finanziari e, quindi, a fondare le decisioni di investimento di un investitore ragionevole».

La Corte d'Appello di Torino ha esaminato un caso di "informazione privilegiata" rappresentata dalla notizia relativa all'imminente esecuzione, sul mercato, di rilevanti ordini di acquisto di titoli quotati.

Con specifico riferimento al requisito della "precisione" di cui deve disporre un'informazione affinché essa possa essere considerata privilegiata, ai sensi dell'art. 181 del Tuf, la Corte ha giudicato non rilevante, ai fini della sussistenza dell'illecito di *insider trading*, il fatto «che l'informazione contenga anche il dettaglio quantitativo dell'operatività prevista, essendo sufficiente che se ne possa desumere l'importanza anche su base soltanto presuntiva, come, appunto, la finalità stessa dell'investimento»; in quel caso, l'informazione «conteneva tre dati di cui la generalità degli investitori non era a conoscenza, ossia la dimensione ingente dell'investimento, la relativa tempistica e le modalità operative. Tutte circostanze idonee a un proficuo utilizzo a fini speculativi, considerato che l'entità dei volumi che era lecito immaginare sarebbero stati scambiati avrebbe avuto inevitabilmente una forte ripercussione sul titolo, e difatti la ebbero visto che, come successivamente accertato, il volume complessivo delle azioni scambiate in attuazione dell'investimento di cui si discute era pari al 10,5% del flottante e al 5,8% del capitale sociale».

La Corte d'Appello di Torino si è, altresì, occupata di una fattispecie di manipolazione "operativa" del mercato, relativa ad ingenti acquisti di titoli nei momenti conclusivi della negoziazione continua e dell'asta di chiusura della giornata borsistica.

Secondo la Corte, «la concentrazione di acquisti di dimensioni molto ampie a ridosso del termine della negoziazione continua e dell'asta di chiusura ha determinato un'influenza particolarmente significativa sul prezzo di chiusura e di riferimento delle azioni» e «l'inserimento in asta di chiusura di ordini per l'acquisto di ingenti quantitativi di azioni a prezzi superiori al prezzo teorico ha generato incrementi di prezzo; l'inserimento degli ordini di acquisto durante l'ultimo minuto delle stesse aste non ha consentito agli altri operatori di reagire alle variazioni di prezzo prodotte da tali ordini. Risulta così accertato che le variazioni dei prezzi, lungi dall'essere (...) il normale risultato dell'incontro tra domanda e offerta, costituiscono l'effetto di uno specifico modo di operare».

La Corte d'Appello di Genova, in relazione all'illecito per *insider trading*, sanzionabile in via amministrativa, si è espressa in merito alle fattispecie contemplate alla lettera a) e c) dell'art. 187-ter, comma 3, del Tuf, ovvero in relazione al compimento di "operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari" e di "operazioni od ordini di compravendita che utilizzano artifici od ogni altro tipo di inganno o di espediente".

Secondo i giudici, è errato affermare che il caso delineato alla lettera a) "colpisce operazioni fittizie" e quello di cui alla lettera c) "operazioni effettive e reali ma realizzate tramite artifici". È vero, invece, che «*anche le operazioni sanzionate dalla lettera a) sono reali ma comportano un'alterazione fittizia dei valori di mercato in quanto la variazione dei prezzi degli strumenti finanziari è reale solo allorché derivi da modifiche nella domanda del mercato e non quando sia determinata da operazioni artificiali, realizzate tramite compravendite ravvicinate, in cui lo scopo non sia quello, proprio della compravendita, di realizzare un trasferimento della proprietà dei titoli, ma solo quello di determinare un incremento del prezzo*».

La Corte d'Appello di Torino ha, invece, sollevato la questione di legittimità costituzionale dell'art. 187-sexies del Tuf, ai sensi del quale «*L'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo importa sempre la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo. Qualora non sia possibile eseguire la confisca a norma del comma 1, la stessa può avere ad oggetto somme di denaro, beni o altre utilità di valore equivalente*».

Nell'ordinanza di rimessione alla Corte Costituzionale, il Collegio ha rilevato che «*Nonostante si tratti di una previsione a titolo di confisca, e quindi istituita nei termini di una misura in senso lato preventiva, è palese che la conseguenza a cui l'ordinamento in tal modo perviene riveste un carattere sostanzialmente sanzionatorio*»; conseguentemente, appare «*palese la sproporzione che il sistema in tal modo introduce tra l'entità, pur rilevante, della sanzione amministrativa edittale e questa ulteriore conseguenza sanzionatoria, che finisce per essere totalmente disancorata dai parametri riferibili in concreto della fattispecie e non consente al giudice alcuna graduazione*». Inoltre, hanno rilevato i giudici, "nella particolare materia" non è «*infrequente il caso in cui al conseguimento di un profitto, non particolarmente ingente, faccia da corredo l'utilizzazione di mezzi economici, in definitiva di valori da confiscare obbligatoriamente, per importi invece molto consistenti e, soprattutto, totalmente disancorati dal rapporto proporzionale con il profitto stesso*». Sulla base di tali considerazioni, la Corte d'Appello ha dichiarato «*rilevante e non manifestamente infondata la questione di legittimità costituzionale dell'art. 187-sexies commi 1 e 2 del d.lgs. 24/2/1998 n. 58, in relazione agli articoli 3 e 27 della Costituzione, nella parte in cui dispone che l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie, previste dal medesimo capo del decreto legislativo, importi sempre la confisca del prodotto, del profitto e dei beni utilizzati per commettere l'illecito e che, ove la confisca non possa*

*essere eseguita direttamente, essa debba avere obbligatoriamente luogo su 'denaro, beni o altre utilità di valore equivalente'».*

In materia di gestione collettiva del risparmio, la Corte d'Appello di Milano ha giudicato contraria al generale obbligo di diligenza, correttezza e trasparenza la condotta di una Sgr.

In particolare la società, attraverso operazioni in contropartita diretta tra fondi da essa gestiti e la "riattribuzione" di operazioni a fondi diversi da quelli nell'interesse dei quali erano state originariamente disposte, ha privilegiato un fondo a danno di altri. In particolare, la Corte ha rilevato che il *modus operandi* della società è risultato preordinato "al conseguimento di finalità estranee all'attuazione degli obiettivi di investimento dei fondi" e quindi ha costituito "violazione di quanto stabilito nella normativa in materia". La Corte ha aggiunto che la sussistenza o meno di un danno patito dai sottoscrittori non è in alcun modo rilevante ai fini della sussistenza dell'illecito: *«la sussistenza di un danno rileva ai fini della gravità della violazione e quindi dell'entità della sanzione, non già ai fini della violazione della normativa che è preordinata proprio ad evitare il pericolo di danno, a prescindere dal suo concreto verificarsi»*. Nella fattispecie, comunque, i giudici hanno rimarcato che i fondi "pregiudicati" avevano registrato rendimenti positivi ma *«inferiori rispetto a quelli che si sarebbero potuti realizzare con una gestione ab origine corretta»*.

Nel merito di violazioni accertate dalla Banca d'Italia e dalla Consob, la Corte d'Appello di Milano ha negato la sussistenza di qualsiasi duplicazione nell'intervento "punitivo" per anomalie nei controlli e nell'operatività in strumenti finanziari derivati. La Corte ha osservato che *«la Banca d'Italia si è occupata delle carenze organizzative che creavano e che comportavano disfunzioni nella gestione del credito, con il mancato rispetto dei requisiti patrimoniali e della normativa in materia di contenimento del rischio. La Consob si è preoccupata delle procedure idonee ad assicurare la corretta prestazione dei servizi d'investimento e della tenuta dei registri per garantire il controllo interno. (...) In buona sostanza, l'assenza di procedure ha inciso su ambiti diversi, l'uno che riflette la sfera d'intervento della Banca d'Italia, compromettendo la corretta funzionalità dell'organizzazione creditizia; l'altro, che riflette la sfera d'intervento della Consob e si concreta nella specifica lesione dell'interesse del pubblico dei risparmiatori»*. Nel merito delle violazioni accertate dalla Consob, la Corte d'Appello di Milano ha constatato *«come la Banca operasse prevalentemente con imprese di piccole dimensioni, con cultura finanziaria non particolarmente sviluppata e quindi non con operatori qualificati, anche se si dichiaravano tali. Per contro, i prodotti finanziari commercializzati erano estremamente sofisticati e rischiosi»*. I giudici hanno, poi, rimarcato *«che comunque, anche nei rapporti con gli operatori qualificati, l'intermediario finanziario è tenuto a rispettare gli obblighi di diligenza e di informazione»*, di talché configura una violazione dell'obbligo di apprestare procedure volte ad assicurare la corretta prestazione dei servizi di investimento il comportamento della Banca che *«non aveva elaborato alcuna procedura volta a illustrare alla clientela la natura, il grado di rischiosità e le implicazioni dei prodotti commercializzati»*.

Ha formato oggetto di attenzione delle Corti d'Appello di Genova e Brescia il tema della responsabilità degli intermediari.

In particolare, le Corti si sono interessate al comportamento di intermediari che, per conto dei propri clienti, hanno venduto allo scoperto azioni di una società e contestualmente acquistato diritti di opzione per la sottoscrizione dell'aumento di capitale della stessa società. L'intenzione era quella di utilizzare le azioni così sottoscritte allo scopo di trarre profitto dalla differenza tra il prezzo fissato per l'esercizio dei diritti di opzione, per ciascuna azione di nuova emissione, e quello corrente di mercato; poiché tali azioni sarebbero state disponibili, secondo il calendario di offerta, solo in un momento successivo al giorno di liquidazione previsto dal Regolamento di Borsa, tale modalità operativa implicava necessariamente l'inosservanza di tale termine e, quindi, il verificarsi di una situazione di cosiddetto "fail". La Corte d'Appello di Genova ha statuito che *«i soggetti che svolgono attività di intermediazione in Borsa devono agire in modo da assicurare che la liquidazione dei contratti avvenga nel termine di tre giorni stabilito dal Regolamento di Borsa Italiana»* posto che la "speciale e residuale" procedura relativa alle operazioni in fail *«è prevista per garantire, con il minor danno possibile per il mercato, la liquidazione di posizioni (...) non definite nel prescritto termine per errori o sopravvenuti motivi di natura tecnica»*. Di conseguenza, la condotta dell'intermediario che vende allo scoperto quantitativi di azioni *«nella piena consapevolezza di non poterle consegnare entro il terzo giorno poiché era a perfetta conoscenza che a quella data i clienti non avrebbero ancora avuto la disponibilità delle nuove azioni, sottoscritte grazie ai diritti di opzione acquistati per loro sul mercato»*, non è rispettosa dei canoni generali di diligenza e correttezza e dell'integrità del mercato. Infatti, la Corte di Brescia ha osservato che dalla regolamentazione di Borsa, *«che coniuga, in maniera del tutto convincente, principi di ordine generale e specifiche esigenze del particolare mercato regolamentato, discende che non è certamente lasciata alle scelte discrezionali dell'operatore se adempiere tempestivamente o sfruttare il termine di tre giorni successivo a quello della liquidazione atteso che la regola che governa la condotta dell'accorto e diligente intermediario rispettoso delle norme di comportamento imperanti nel mercato impone comunque di adempiere in un ben precisato termine»*.

Nel 2010, sono state emesse decisioni opposte dalle competenti Corti d'Appello in merito a sanzioni irrogate dall'Istituto per violazioni commesse nell'ambito della controversia per il controllo della Banca Nazionale del Lavoro Spa, risalente al 2005.

Gli illeciti accertati dalla Consob riguardavano inadempimenti relativi alla pubblicità dei patti parasociali e alla trasparenza delle offerte; era stata, infatti, verificata dalla Consob l'esistenza di 4 patti non comunicati al mercato, tra i quali un patto stipulato da Unipol Spa e la Banca Popolare Italiana, aventi ad oggetto azioni della Bnl e finalizzati al controllo della medesima banca. La Corte d'Appello di Bologna ha annullato le sanzioni irrogate a Unipol Spa, alla sua controllante e alla Banca Popolare dell'Emilia Romagna, per mancanza di certezza e univocità degli elementi indiziari utilizzati dalla Consob, ritenendo pertanto non sufficientemente provata l'esistenza delle violazioni ascritte ai ricorrenti. Diversamente la Corte d'Appello di Venezia ha confermato le sanzioni alla BPI, ritenendo sussistente, sulla base di circostanze presuntive giudicate gravi, univoche e concordanti, sia il patto parasociale non

pubblicato concluso da Unipol e BPI, sia il fenomeno interpositorio ravvisato dalla Consob in relazione a un acquisto di azioni della Bnl effettuato dalla banca lodigiana.

La Corte d'Appello di Milano si è pronunciata, a giugno 2010, per l'individuazione dei soggetti responsabili delle violazioni per incompletezza del prospetto informativo pubblicato in occasione di un'offerta al pubblico e contestuale ammissione alle negoziazioni.

Nella vicenda, sottoposta all'attenzione della Corte, la Consob aveva sanzionato anche l'intermediario, responsabile del collocamento, per la mancata rappresentazione nel prospetto dei rischi derivanti dalle carenze e criticità del sistema di controllo di gestione dell'emittente. I giudici milanesi pronunciandosi sull'opposizione promossa dall'intermediario, fondata sulla mancata conoscenza, da parte di questi, delle suddette carenze e criticità, hanno confermato la sanzione irrogata dalla Consob, muovendo dalla considerazione della *«ampiezza delle responsabilità dello Sponsor così come enunciate dall'art. 2.3.4 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a.»*, dalle *«corrispondenti conoscenze dell'impresa, destinata alla quotazione, esigibili da parte del medesimo Sponsor»* nonché dalla *«esistenza di un collegamento normativo tra le figure di Sponsor e di Responsabile del collocamento nell'ipotesi di specie (predicabile in forza dell'art. 2.3.2 del Regolamento citato)»*. Di conseguenza la Corte ha concluso affermando che, nel caso di specie, l'intermediario non poteva limitarsi a confidare nell'attendibilità del quadro informativo reso noto dalla società e che *«il sospetto di un'operazione "cosmetica" rispondente a ben precise finalità»* – ossia idonea a nascondere la persistenza, nell'ambito del sistema di controllo di gestione, di rilevanti aree di criticità – *«non poteva essere estraneo a una considerazione minimamente consapevole e attenta, certamente richiesta nell'espletamento dei ruoli rivestiti da ... (la banca, n.d.r.)... e dai suoi rappresentanti»*.

La Corte d'Appello di Milano si è pronunciata in merito alla causa in opposizione proposta da due società, appartenenti allo stesso gruppo, avverso sanzioni irrogate dalla Commissione per violazioni in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio.

In tale occasione, la Consob ha irrogato sanzioni, anche per violazioni dei doveri di comportamento della società di gestione, commesse in occasione di offerte pubbliche di acquisto di quote di 2 fondi immobiliari, lanciate da una società veicolo estera. La Corte ha confermato la correttezza della ricostruzione della vicenda operata dall'Istituto e della qualificazione della società come offerente e controllante indiretta del veicolo societario appositamente costituito per il lancio delle Opa. In particolare, è stata riconosciuta la correttezza del ragionamento della Consob *«fondato sull'importanza e sulla criticità del ruolo informativo attribuito al documento d'offerta, in dipendenza di una fattispecie, caratterizzata da un sofisticato tecnicismo, nella quale anche un'omissione apparentemente marginale avrebbe potuto compromettere l'intelligenza dell'operazione nella percezione di soggetti (i destinatari dell'offerta) non tutti riconducibili al ceto degli operatori finanziari.»* Infatti *«L'adesione all'offerta o il rifiuto di questa ... rinvia a una scelta che postula la conoscibilità piena per l'oblato dei programmi futuri e dei criteri di determinazione del*

*corrispettivo, conoscibilità garantita soltanto da un'informazione altrettanto esauriente e, per converso, impedita dalle omissioni che le delibere impugnate hanno inteso sanzionare».*

Nel 2010 si segnala, inoltre, la conclusione della vicenda giudiziaria conseguente alla sanzione per violazione degli obblighi di comunicazione (ex art. 149, comma 3, del Tuf), irrogata nel 2003 dal Ministero dell'Economia e Finanze, su proposta Consob, ai sindaci di una società quotata.

Dopo un primo annullamento della sanzione da parte della Corte d'Appello di Milano e la successiva cassazione della decisione dei giudici milanesi da parte della Suprema Corte, la decisione definitiva, in sede di rinvio di altra sezione della Corte di Milano, ha confermato la sanzione. Tale sanzione è stata confermata ai principi enunciati dalla Cassazione, secondo cui l'obbligo di segnalazione di gravi irregolarità nei confronti della Consob rappresenta un corollario del dovere di vigilanza imposto ai sindaci; esso, pertanto, deve attivarsi non solo a fronte di *«fatti che il collegio abbia ritenuto - a proprio giudizio - integrare un'irregolarità»*, ma anche in relazione a *«fatti che un diligente esercizio delle prerogative e funzioni di controllo e accertamento»*, attribuite al collegio e ai suoi componenti, *«avrebbe consentito di conoscere e di qualificare come irregolarità»*, salvo che la mancata comunicazione sia imputabile al caso fortuito o alla forza maggiore.

## 2 La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel corso del 2010 si è registrata una significativa variazione del numero delle sentenze (pari a 16) rispetto all'anno precedente, che hanno definito 14 giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni investitori, acquirenti di obbligazioni "Argentina".

Il Tribunale di Roma, confermando il consolidato orientamento secondo cui la citazione in giudizio dell'Istituto risulta essere *«pretestuosa ed effettuata al solo scopo di sottrarre la controversia al giudice naturale»* e di radicare il processo davanti al Tribunale adito, ha dichiarato la propria incompetenza territoriale in relazione alle domande proposte nei confronti degli intermediari convenuti (sentenza del Tribunale di Roma, Sez. II, n. 416).

Il Tribunale di Roma, nel respingere le domande proposte nei confronti dell'Istituto, ha ribadito che *«per le obiettive necessità organizzative dovute all'impossibilità di avere immediata cognizione delle condotte anomale degli intermediari nell'ambito delle innumerevoli negoziazioni con i singoli risparmiatori»* i poteri di vigilanza *«possono essere esercitati in presenza di segnalazioni di specifici inadempimenti degli intermediari agli obblighi comportamentali previsti dall'art. 21 del TUF, provenienti da soggetti privati qualificati (collegi sindacali delle società di intermediazione finanziaria abilitate, società di revisione contabile ecc., ai sensi dell'art. 8 del*



*TUF), ovvero dalla stessa Banca d'Italia (...), ma anche da risparmiatori e loro associazioni» (sentenze del Tribunale di Roma, nn. 416, 8982, 10904, 11030).*

Con sentenza favorevole all'Istituto (n. 1062 del 15 novembre 2010) si è, altresì, pronunciato il Tribunale di Novara relativamente alla domanda risarcitoria proposta nei confronti della Consob da un investitore, acquirente di obbligazioni "Argentina".

*Il Tribunale di Novara ha affermato che non può «validamente sostenersi che la Consob abbia un generale e costante obbligo di monitoraggio delle negoziazioni di titoli ad elevato rischio, né che sia istituzionalmente tenuta ad informare pubblicamente la platea degli investitori del downgrading di un titolo. Un'omissione colpevole è perciò configurabile solo a fronte di precisi segnali di perturbamento del mercato che rendano la condotta omessa concretamente esigibile».*

In un caso il Tribunale di Roma ha respinto, per decorso del termine di prescrizione, le domande di risarcimento del danno proposte nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza su un gruppo di cui facevano parte 2 Sim. In parziale riforma della sentenza di *prime cure*, per decorso del termine di prescrizione, la Corte di Appello di Roma ha, inoltre, rigettato le domande di risarcimento del danno proposte nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza su una Sim.

# VIII La gestione interna e le relazioni con l'esterno

## 1 La gestione finanziaria

La spesa complessiva preconsuntivata per l'esercizio 2010 si è attestata a 110,7 milioni di euro, risultando inferiore di poco più di 2 milioni di euro rispetto al dato consuntivo dell'anno precedente (Tav. 45).

La spesa corrente, in particolare, si è attestata a poco più di 108 milioni di euro registrando un calo di 2 milioni rispetto all'omologo dato 2009; è altresì diminuita la spesa in conto capitale portandosi da 3,2 a 3 milioni di euro.

**Tav. 45 Schema riassuntivo delle entrate e delle spese**  
(milioni di euro)

Voci	2004 <sup>1</sup>	2005 <sup>1</sup>	2006 <sup>1</sup>	2007 <sup>1</sup>	2008 <sup>1</sup>	2009 <sup>1</sup>	2010 <sup>2</sup>
<b>Entrate</b>							
Avanzo di amministrazione <sup>3</sup>	11,7	15,3	12,8	24,0	29,7	11,5	6,5
Fondo a carico dello Stato	26,7	25,4	13,1	10,7	9,8	7,9	1,0
Entrate da contributi di vigilanza	49,2	46,9	75,2	75,1	75,0	87,8	108,9
Entrate diverse	3,5	3,7	7,5	9,9	17,2	11,1	6,7
<b>Totale entrate</b>	<b>91,1</b>	<b>91,3</b>	<b>108,6</b>	<b>119,7</b>	<b>131,7</b>	<b>118,3</b>	<b>123,1</b>
<b>Spese</b>							
<b>Spese correnti</b>							
Spese per i componenti la commissione	2,2	2,0	2,2	2,6	2,6	2,6	2,1
Spese per il personale	44,6	48,0	55,1	60,2	70,6	72,5	80,5
Spese per acquisizione di beni e servizi	19,4	19,4	20,8	23,0	23,3	17,3	19,2
Oneri per ripristino e ampliamento immobilizzazioni	4,3	4,3	4,1	4,1	4,0	3,4	4,2
Accantonamento al Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni	—	4,3	0,0	0,0	18,3	12,2	0,4
Spese non classificabili	5,2	0,3	0,1	0,1	0,8	1,7	1,3
<b>Totale spese correnti</b>	<b>75,7</b>	<b>78,3</b>	<b>82,3</b>	<b>90,0</b>	<b>119,6</b>	<b>109,7</b>	<b>107,7</b>
<b>Spese in conto capitale</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>
<b>Totale spese</b>	<b>78,3</b>	<b>79,8</b>	<b>84,2</b>	<b>91,7</b>	<b>121,6</b>	<b>112,9</b>	<b>110,7</b>

<sup>1</sup> Dati consuntivi. <sup>2</sup> Dati di preventivo definitivo. <sup>3</sup> L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui e dalle rettifiche di valore delle disponibilità investite (non indicate nella tavola). L'avanzo 2009 è riportato tra le entrate 2010.

Tale diminuzione è riferibile alla contrazione delle spese per la Commissione e degli accantonamenti al Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni. Sono aumentate, invece, le spese informatiche di natura corrente, le spese per il personale e quelle per l'acquisizione di beni e servizi; queste ultime sono riconducibili essenzialmente agli oneri per la locazione e la gestione delle nuove sedi dell'Istituto a Roma e Milano. La spesa in conto capitale, invece, è ascrivibile principalmente ad acquisizioni *hardware* e *software*.

Le entrate complessive del 2010 (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 117 milioni di euro circa, riferibili per il 93 per cento ai contributi di vigilanza, per l'uno per cento circa al Fondo a carico dello Stato e per il restante 6 per cento a entrate diverse (essenzialmente interessi attivi).

Le entrate da contributi di vigilanza sono ascrivibili prevalentemente alle categorie dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, e agli intermediari (banche, Sim e agenti di cambio) seguiti dagli emittenti e dalle società di revisione (Tav. 46).

**Tav. 46 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati**  
(milioni di euro)

	Sim e agenti di cambio	Banche	Società di revisione	Promotori di servizi finanziari	Organismi di mercato <sup>3</sup>	Emittenti	Oicr <sup>4</sup>	Soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	Altri	<i>Totale entrate contributive</i>
2004 <sup>1</sup>	0,9	7,7	3,7	9,5	3,9	8,8	6,2	7,1	1,4	49,2
2005 <sup>1</sup>	0,8	8,1	3,7	9,3	4,0	10,8	5,8	2,7	1,7	46,9
2006 <sup>1</sup>	1,2	12,5	6,0	13,6	5,2	14,7	9,2	10,0	2,8	75,2
2007 <sup>1</sup>	1,0	10,4	5,5	12,9	4,8	13,1	8,3	16,3	2,8	75,1
2008 <sup>1</sup>	1,1	11,3	6,3	11,7	4,7	12,7	7,1	18,4	1,7	75,0
2009 <sup>1</sup>	1,3	13,1	9,0	5,0	5,4	14,7	8,6	29,1	1,6	87,8
2010 <sup>2</sup>	1,6	16,9	11,9	5,5	5,7	19,8	10,7	34,8	2,0	108,9

<sup>1</sup> Dati consuntivi. <sup>2</sup> Dati di preconsuntivo. <sup>3</sup> In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Tlx Spa (fino al 2008), Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa, Monte Titoli Spa e Organismo Promotori Finanziari (dal 2009). <sup>4</sup> Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

## 2 La gestione delle risorse umane

Al 31 dicembre 2010, l'organico dell'Istituto risultava costituito da 575 dipendenti, di cui 45 con contratto a tempo determinato; nonostante nel 2010 siano state assunte 14 unità, l'organico è diminuito di 3 risorse rispetto all'anno precedente per effetto della cessazione dal servizio di 17 dipendenti (di cui uno a contratto; Tav. 47 e Tav. 48).

In particolare, le assunzioni, effettuate a tempo indeterminato attraverso pubblici concorsi, hanno riguardato 3 coadiutori (con profilo professionale di statistico quantitativo), un assistente, un vice assistente e 8 operatori; 11 risorse sono state assegnate alla sede di Roma e 3 alla sede di Milano.

**Tav. 47 Il personale<sup>1</sup>**

	Dipendenti di ruolo				Dipendenti a tempo determinato	Totale
	carriera direttiva	carriera operativa	carriera dei servizi generali	Totale		
2004	131	236	15	382	20	402
2005	182	218	15	415	25	440
2006	195	214	14	423	36	459
2007	200	266	13	479	56	535
2008	198	295	13	506	50	556
2009	231	287	13	531	47	578
2010	239	270	21	530	45	575

Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Dati al 31 dicembre.

**Tav. 48 Distribuzione del personale per qualifica e unità organizzativa<sup>1</sup>**

	Dirigenti	Funzionari	Impiegati	Altro	Totale
<b>Divisioni</b>					
Emittenti	15	62	33	-	110
Intermediari	3	24	34	-	61
Ispettorato	3	19	15	-	37
Mercati	7	21	35	-	63
Studi Giuridici	3	4	3	-	10
Studi Economici	4	12	16	-	32
Relazioni Esterne	4	6	14	-	24
Consulenza Legale	5	17	14	-	36
Amministrazione e Finanza	4	9	36	20	69
Risorse	6	14	16	-	36
Sistemi Informativi	4	9	15	-	28
Altri Uffici <sup>2</sup>	11	17	40	1	69
<b>Totale</b>	<b>69</b>	<b>214</b>	<b>271</b>	<b>21</b>	<b>575</b>

<sup>1</sup> Dati al 31 dicembre 2010. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. <sup>2</sup> Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni. La voce "Altro" comprende il personale della carriera dei servizi generali.

In attuazione del Piano delle assunzioni approvato dalla Commissione, nel corso dell'anno sono state pubblicate 7 procedure concorsuali per l'assunzione in ruolo di 16 unità con la qualifica rispettivamente di condirettore, funzionario, assistente e vice assistente; sono altresì stati pubblicati 2 concorsi per l'assunzione con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato di 6 risorse con profilo professionale di avvocato. Le assunzioni sono destinate a rafforzare entrambe le sedi dell'Istituto, prevedendo l'assegnazione di 13 unità a Roma e 9 a Milano.

Per quanto riguarda la formazione, nel corso del 2010, si è registrata una lieve flessione della spesa (475 mila euro a fronte di 480 mila nel 2009) e del numero di ore erogate (41.525 a fronte di 43.550 nell'anno precedente).

È proseguita la formazione *in house*, realizzata anche mediante il coinvolgimento di esponenti del mondo accademico e di esperti del settore, attraverso la realizzazione di seminari interni concernenti temi specifici del diritto e dell'economia dei mercati finanziari, l'ingegneria finanziaria e l'approccio di vigilanza *risk based* e la finanza comportamentale. Ha avuto seguito, inoltre, l'iniziativa già avviata l'anno precedente in materia di sistemi di comunicazione interna e, in particolare, di comunicazione in situazioni di crisi.

### 3 Le relazioni con l'esterno e l'attività di *investor education*

Nel corso del 2010 si è confermata la centralità del sito internet quale strumento di comunicazione dell'Istituto con l'esterno, come emerge anche dall'elevato numero di accessi alle varie sezioni dirette alla divulgazione di informazioni destinate agli investitori, ai soggetti vigilati e agli operatori di mercato in generale (Tav. 49).

**Tav. 49 Accessi alle pagine del sito internet**

Pagine	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Home Page (Novità)	1.563.957	2.040.414	2.674.672	2.130.146	1.802.657	1.872.681	1.818.803
Per i risparmiatori	156.023	158.124	303.315	343.988	188.489	172.552	192.756
Per i soggetti vigilati	69.071	101.098	358.795	367.472	509.550	308.741	387.965
Per i giornalisti <sup>1</sup>	—	—	—	—	12.021	12.052	12.237
La Consob	157.075	229.123	—	846.986	1.126.879	1.454.345	1.254.389
Emittenti	2.567.876	2.811.214	3.936.630	2.791.044	2.878.956	3.679.389	3.275.432
Intermediari e m•r•ati	234.561	289.627	889.495	1.690.854	1.435.906	1.020.299	1.120.854
Decisioni della Consob/Bollettino	421.345	519.469	596.785	695.790	734.231	968.085	934.567
Regolamentazione	501.071	727.141	955.965	2.116.752	2.394.500	1.905.754	2.127.004
Pubblicazioni e comunicati <sup>2</sup>	495.005	521.198	634.400	750.300	—	—	—
Altri siti	29.087	14.098	17.980	9.716	8.925	209.465	8.501
Motore di ricerca unico	245.013	275.192	276.195	313.236	255.997	209.465	195.658
Sistemi automatici integrati <sup>3</sup>	—	—	—	—	946.569	1.745.657	6.421.786
Aiuto e mappa del sito	72.354	89.210	25.125	26.300	58.050	14.917	15.733
Area interattiva <sup>4</sup>	—	—	—	—	—	43.893	96.636
Versione in lingua inglese	136.357	141.498	428.925	296.892	273.761	844.559	290.318

<sup>1</sup> I dati relativi ai giornalisti fino al 2007 sono stati inclusi nella voce Home Page. <sup>2</sup> Nell'anno 2008 i dati sono stati inseriti nella voce La Consob.

<sup>3</sup> Il dato relativo al 2008 (disponibili a partire dal mese di ottobre) si riferisce agli accessi al Sistema Automatico Integrato di Vigilanza e Albo Promotori finanziari (Saivap) e al Sistema Automatico Integrato di Vigilanza Incarichi di Controllo (Saivic); da giugno 2009 e da ottobre 2009 il dato include gli accessi, rispettivamente, al Sistema Integrato per l'Esterno (Sipe) e al Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sulle Assicurazioni (Saivia). <sup>4</sup> I dati sono disponibili a partire da giugno 2009, data in cui è stata pubblicata la nuova area interattiva.

Al fine di migliorare il sito istituzionale e agevolare l'accesso al relativo patrimonio informativo, è stata potenziata la sezione interattiva del Sistema Integrato per l'Esterno (SIPE) mediante la predisposizione di appositi

percorsi guidati che consentono di richiedere informazioni, inviare osservazioni, partecipare ad eventi organizzati dall'Istituto (consultazioni pubbliche, *open hearing* e convegni).

Attraverso il SIPE sono pervenute 1.599 richieste di assistenza e di informazioni riguardanti anche testi normativi e prospetti (Tav. 50); tale dato si aggiunge alle richieste formulate telefonicamente (poco meno di duemila).

**Tav. 50 Richieste di documentazione e informazioni relative all'attività dell'Istituto**

	Richiedenti			Oggetto della richiesta				
	Investitori e operatori istituzionali	Risparmiatori, studenti e altri soggetti	Totale	Delibere, comunicazioni, prospetti	Testi integrati di leggi e regolamenti	Dati e informazioni	Altro	Totale
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
2009	175	2.640	2.715	80	1.100	1.470	65	2.715
2010	308	1.291	1.599	178	264	763	394	1.599

È stato altresì avviato, anche nell'ottica di dematerializzazione documentale, un apposito portale per il deposito dei prospetti dei prodotti finanziario-assicurativi (dedicato al Sistema Integrato Saivia) e per gli obblighi di comunicazione degli organi di controllo in materia di cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo (Sistema Integrato Saivic).

Con riferimento all'attività di educazione finanziaria, nel corso dell'anno l'Istituto ha sottoscritto un protocollo di intesa con Banca d'Italia, Covip, Isvap e Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato finalizzato a promuovere e realizzare iniziative congiunte in materia, rafforzare gli strumenti di cooperazione reciproca già esistenti e coordinare attività future.

L'intesa tra le 5 autorità muove dalla consapevolezza dell'importanza dell'educazione finanziaria nel realizzare le esigenze di tutela dei cittadini che utilizzano servizi bancari, finanziari, previdenziali e assicurativi, e dal convincimento che un diffuso livello di conoscenza sui temi finanziari sia in grado di apportare benefici alla stabilità finanziaria e alla società nel suo complesso.

Le autorità, quale prima iniziativa da attuare congiuntamente in base al Protocollo, predisporranno un portale *web* comune per presentare in forma organica tutti i materiali educativi e i supporti tecnici già esistenti e curarne il successivo sviluppo.

Nel corso dell'anno, inoltre, l'Istituto ha promosso due convegni con l'obiettivo di contribuire al dibattito sulla tutela dei piccoli investitori anche alla luce delle evidenze della finanza comportamentale.

Il primo, avente ad oggetto "La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le autorità", ha esplorato i profili attinenti alla percezione e alla tolleranza del rischio da parte degli investitori, le modalità di rappresentazione del rischio percepito e le modalità di rilevazione della tolleranza al rischio.

Il secondo, avente ad oggetto "Scelte di investimento e regole di tutela. Il ruolo della finanza comportamentale tra economia, psicologia e diritto" ha posto a confronto studiosi di neuro-finanza con economisti e giuristi allo scopo di approfondire la comprensione dei meccanismi psicologici alla base dei processi decisionali, analizzare alcuni esempi di distorsioni comportamentali e riflettere sulle possibili soluzioni regolamentari.

In materia di conciliazione e arbitrato la Consob ha approvato, nel marzo 2010, lo Statuto e il Codice deontologico per i conciliatori e gli arbitri adottati dalla Camera di conciliazione e arbitrato nel mese di febbraio. L'Istituto ha inoltre avviato il riesame del regolamento 16763 del 29 dicembre 2008, concernente la Camera di conciliazione e di arbitrato, alla luce del d.lgs. 28 del 4 marzo 2010 in materia di mediazione finalizzata alla conciliazione delle controversie civili e commerciali e del relativo decreto attuativo del Ministero della Giustizia 180 del 18 ottobre 2010.

Al fine di consentire l'avvio dell'operatività della Camera, la Consob ha predisposto un sito *web* ([www.camera-consob.it](http://www.camera-consob.it)), ove è altresì possibile consultare la normativa di settore e tutte le informazioni concernenti le procedure di conciliazione e arbitrato.

Nel 2010 la Camera ha provveduto a definire gli elenchi iscrivendo 1.005 arbitri e 1.702 conciliatori, su circa tremila domande complessivamente ricevute.

La distribuzione degli iscritti agli elenchi su base regionale evidenzia una maggiore concentrazione di conciliatori e arbitri al sud d'Italia (rispettivamente 44 e 36 per cento). Con riferimento ai requisiti di professionalità, il 44 per cento dei conciliatori e il 59 per cento degli arbitri appartengono all'ordine dei commercialisti; seguono gli avvocati (rispettivamente 44 e 38 per cento) e, in piccola percentuale, i docenti universitari. Un rilevante numero di iscritti ha poi frequentato un apposito corso tenuto da enti abilitati.

## 4 I sistemi informativi

Nel corso del 2010 i sistemi informativi della Consob sono stati interessati dall'attuazione della prima fase del piano strategico triennale che ha definito l'evoluzione dell'*Information and Communication Technology* (ICT), con l'adozione di linee tecnologiche e metodologiche per l'innovazione e la gestione integrata dei Sistemi Informativi Centrali dell'Istituto.

In particolare, avvalendosi del supporto del servizio di *Outsourcing* dell'Istituto, sono stati definiti e adottati i processi di gestione e di manutenzione dei progetti di sviluppo *software*, in accordo con gli obiettivi operativi e strategici istituzionali. Sono state altresì sviluppate le architetture ICT, potenziando e consolidando l'impianto delle infrastrutture. È stato infine contenuto il rischio informatico, mutuato dai vigenti standard in materia di sicurezza ICT.

**Nel corso del 2010 le piattaforme informatiche che compongono il Sistema Informativo Centrale della Consob sono state caratterizzate dall'adozione di tecnologie innovative per l'evoluzione dei servizi ICT.**

In particolare, con la piattaforma dati che consente di effettuare le analisi di dettaglio e sistemiche finalizzate agli obiettivi istituzionali, è stato costituito il *datawarehouse* della base informativa aggregata dei dati economico-finanziari di tutte le società quotate per settore di mercato (industriale, bancario, assicurativo, finanziario, immobiliare e calcistico). I dati sono tratti dalle relazioni finanziarie annuali e semestrali e sono integrati con strumenti di *business intelligence*.

In relazione alla piattaforma procedimenti che permette di controllare i processi degli adempimenti informativi dei soggetti esterni, sono stati selezionati i principali prodotti di mercato relativi alle soluzioni di gestione dei flussi documentali e informativi (*workflow management*) attraverso un'attività di *benchmark* e uno studio finalizzato agli obiettivi istituzionali.

Con la piattaforma di ricerca informativa che consente l'ordinata indicizzazione dei contenuti informativi basati su *web*, sono state identificate e selezionate alcune delle principali soluzioni di mercato per la ricerca testuale e semantica di documenti. In particolare è stata avviata e completata, con esito positivo, la fase sperimentale del sistema di "monitoraggio *web 2.0*" finalizzato all'analisi qualitativa e quantitativa dei *rumours* (blog, forum, *social network*, ecc.) su internet. È stata inoltre, avviata la predisposizione del Portale applicativo interno per la vigilanza, finalizzato alla ricerca e all'integrazione del patrimonio informativo dell'Istituto.

In relazione alla piattaforma architetture, è stata completata la fase di predisposizione dell'architettura *Service Delivery Network* per l'erogazione dei servizi a supporto delle attività istituzionali che consente di ottimizzare l'uso delle risorse di calcolo dell'Istituto, garantendone un significativo innalzamento delle caratteristiche di flessibilità e disponibilità.

Attraverso la piattaforma di sicurezza ICT, invece, è migliorato il processo di accreditamento e autenticazione dei soggetti esterni, in accordo alle *best practices* e ai vigenti standard di sicurezza. È stato, inoltre, istituito un processo denominato *Information Security Management System* (ISMS), per la gestione dei sistemi e delle attività di sicurezza ICT secondo lo standard di sicurezza ISO/IEC 27001. Tale apparato consente di monitorare ed evolvere con continuità le attività e le infrastrutture di sicurezza, misurando l'esposizione al rischio dell'Istituto.

**Nel corso dell'anno sono state attivate le modalità di erogazione del servizio di *outsourcing* attraverso le quali l'Istituto eroga servizi informatici**



avvalendosi di strumenti e metodologie che consentono di gestire attività e progetti informatici con efficienza e in linea con le proprie esigenze strategiche e operative.

Sono stati realizzati, nel 2010, nuovi sistemi *software* per un totale di circa 5 mila *function point*, che hanno potenziato i sistemi informativi esistenti.

Il Sistema informativo per il Portale esterno di Teleraccolta è stato oggetto di interventi significativi volti a migliorare la gestione via Internet di flussi informativi. Tali flussi riguardano revisori, capitali sociali, dati finanziari annuali e semestrali, partecipazioni rilevanti e segnalazioni dei soggetti intermediari del mercato, oltre a perfezionare il sistema di pubblicazione e trasparenza sul Portale applicativo esterno degli assetti proprietari, organi sociali e capitali sociali.

Nel contesto di evoluzione e potenziamento, previsto dal piano triennale dell'Istituto, è stato rinnovato il sistema informativo di *Transaction Reporting* ed è stato revisionato il sistema informativo per la vigilanza dell'albo dei promotori finanziari (Saivap). È stata aggiornata, inoltre, la piattaforma di pubblicazione e di gestione dei contenuti (*Content Management System*) delle piattaforme internet e intranet. Infine, come si è ricordato prima, è stato realizzato il sistema informativo per la Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob, che si avvale di un nuovo sito internet dedicato alle attività dell'organismo ([www.camera-consob.it](http://www.camera-consob.it)). Il sistema è erogato da una piattaforma informatica attraverso un sistema gestionale per istanze e procedimenti e tramite un sistema di comunicazione di posta elettronica certificata (PEC).



Note metodologiche D



# 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, 4, 5, 7

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 2010): Enel (dal 2005 viene considerata a parte Terna che non è più consolidata in Enel), Eni (Snam Rete Gas, Saipem), Telecom Italia (dal 2003 consolida TI Media), Exor (ex Ifi; consolidava Ifil, poi incorporata nel 2009; Juventus; Fiat, che viene considerata a parte dal 2004 al 2009 perché non consolidata in Exor), Edizione (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 (Erg Renew, ex 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, e Ergy Capital dal 2008), 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. Per rendere omogenea la serie storica dei bilanci del gruppo Telecom è stato considerato anche il gruppo Seat Pagine Gialle (prima consolidato in Telecom). In alcuni casi è stato preso in considerazione il bilancio consolidato della holding capogruppo anche se non quotata (in particolare, per Fininvest, Edizione e Aurelia).

## Tavv. 9, 10, 11, 12, Fig. 18

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta, nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *greenshoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;
- l'ammontare complessivo dell'offerta tiene altresì conto delle azioni cedute in virtù di accordi precedenti alla quotazione;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *greenshoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, e in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote post offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista;
- 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. 12

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. 52, 53, 54, 55, Tav. 19

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari italiani: Intesa SanPaolo, Unicredit, MPS, BNL, Mediobanca, UBI, Banco Popolare e Banca Popolare di Milano. Si tratta di un campione che rappresenta circa i 2/3 dell'intero sistema bancario italiano in termini di totale attivo. Per gli anni precedenti al 2009 sono comprese le principali banche successivamente confluite nei gruppi bancari considerati attraverso operazioni di fusione e acquisizione, con l'eccezione di HVB che è inclusa nei dati solo a partire dalla data di consolidamento nel bilancio Unicredit (1° novembre 2005).

### Fig. 52

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 *las/lfrs*, 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. 65, 66, 67

La *Multifinanziaria Retail Market* è un'indagine campionaria realizzata dalla società GFK Eurisko Srl somministrando un questionario a un campione di circa 2.500 nuclei familiari con decisore finanziario di età compresa fra 18 e 74 anni (sono esclusi dall'indagine i dipendenti di banche e assicurazioni e i consulenti finanziari); il decisore finanziario è la persona che guadagna di più nella famiglia (se nessuno lavora è l'uomo più anziano; se non ci sono uomini è la donna più anziana). Le statistiche riportate nelle figure sono stime riferite all'intera popolazione inferite dai dati campionari applicando pesi determinati dalla stessa GFK Eurisko Srl.

## Fig. 67

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. 76

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

- 1) **Giudizio con rilievi.** Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili; errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.
- 2) **Giudizio negativo.** Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione, sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.



- 3) Impossibilità a esprimere un giudizio per gravi limitazioni. Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.
- 4) Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze. In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

### Tavv. 28, 29, 30

Per gli anni 2005-2009, i dati sono stati riclassificati al fine di distinguere tra le contestazioni di illeciti amministrativi da parte dell'Istituto e le segnalazioni di ipotesi di reato all'Autorità Giudiziaria. Eventuali incongruenze rispetto ai dati riportati nelle Relazioni per gli anni precedenti sono ascrivibili a tale riclassificazione.

### Tav. 47

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1<sup>a</sup>, Funzionario di 2<sup>a</sup>. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.



# Indice generale

## A Le questioni in corso e le linee di indirizzo

<b>I</b>	<b>Il contesto istituzionale ed economico</b>	5
1	Gli assetti istituzionali della vigilanza finanziaria nell'Unione Europea	5
2	L'evoluzione del quadro normativo europeo	9
2.1	La revisione della Direttiva MiFID	12
2.2	Le proposte di disciplina dei PRIPs	17
2.3	La disciplina sulle posizioni corte e sugli strumenti derivati Otc	19
2.4	La regolamentazione e la vigilanza sulle agenzie di rating	21
2.5	La disciplina del risparmio gestito	24
2.6	La revisione della Direttiva sulla revisione contabile	25
3	Le prospettive del mercato finanziario	27
3.1	La crisi del debito sovrano e le implicazioni per la stabilità sistemica	27
3.2	Il mercato finanziario italiano e il ruolo della borsa	30
<b>II</b>	<b>L'attività di vigilanza e l'<i>enforcement</i></b>	40
1	La vigilanza sull'informativa finanziaria	40
2	La vigilanza sulla prestazione di servizi di investimento e sul risparmio gestito	41
3	La vigilanza sui prodotti <i>non equity</i>	45
4	I controlli sulla <i>governance</i> e gli assetti proprietari delle imprese	47
5	La vigilanza sulle società di revisione	49
6	La vigilanza sull'integrità del mercato	51
7	Ipotesi di revisione del regime sanzionatorio	52

<b>III</b>	<b>L'attività regolamentare</b>	56
1	I regolamenti e le consultazioni con il mercato	56
1.1	La regolamentazione attuativa della Direttiva Opa	56
1.2	La revisione della regolamentazione sugli abusi di mercato	57
2	L'attività di livello 3 e le comunicazioni interpretative	58
2.1	Il regime di pubblicità dei prodotti <i>non equity</i>	58
2.2	La comunicazione congiunta Consob-Banca d'Italia su <i>compliance</i> e <i>internal audit</i>	60
<b>IV</b>	<b>Le linee d'indirizzo per il 2011</b>	62
1	Il piano strategico 2010-2012	62
2	Gli obiettivi operativi per il 2011	64
3	Le risorse e il finanziamento dell'Istituto	66
<b>B</b>	<b>L'evoluzione del quadro di riferimento</b>	
<b>I</b>	<b>Le società</b>	71
1	La struttura finanziaria e la redditività	71
2	Assetti proprietari e governo societario delle società quotate	76
3	La qualità del credito	82
4	La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa	87
5	Le operazioni di acquisizione e fusione	93
<b>II</b>	<b>I mercati</b>	95
1	La congiuntura economica e i mercati azionari	95
2	Il mercato degli strumenti finanziari derivati	111
3	Il mercato dei <i>covered warrant</i> e dei <i>certificates</i>	117
4	Il mercato obbligazionario	121
5	Il mercato delle cartolarizzazioni	123
<b>III</b>	<b>Gli intermediari e le famiglie</b>	127
1	I principali gruppi bancari	127
2	Gli investitori istituzionali	132
3	Le famiglie	140

## C L'attività della Consob

<b>I</b>	<b>La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione</b>	149
1	L'informativa societaria	149
2	Le operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio e di finanza straordinaria	153
3	Gli assetti proprietari e le offerte pubbliche di acquisto	160
4	L'informativa in sede assembleare	166
5	L'informativa contabile	167
6	La vigilanza sugli organi di controllo interno	170
7	La vigilanza sulle società di revisione	171
<b>II</b>	<b>La vigilanza sui mercati</b>	177
1	Gli abusi di mercato	177
2	La gestione di mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici	187
3	La vigilanza sulla trasparenza delle negoziazioni	189
4	I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari	190
<b>III</b>	<b>La vigilanza sugli intermediari</b>	192
1	Banche, Sim, agenti di cambio e imprese di assicurazione	192
2	Le società di gestione del risparmio	199
3	I promotori finanziari	205
<b>IV</b>	<b>I provvedimenti sanzionatori e cautelari</b>	206
1	L'attività sanzionatoria	206
2	I provvedimenti in materia di abusi di mercato	207
3	I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari	210
4	I provvedimenti relativi agli emittenti	215
<b>V</b>	<b>L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali</b>	220
1	La disciplina degli emittenti	220
2	La disciplina della revisione contabile	226
3	La disciplina degli intermediari	228
4	La disciplina dei mercati e altri interventi regolamentari	232

<b>VI</b>	<b>Le relazioni internazionali</b>	234
1	La cooperazione internazionale	234
2	L'attività nell'ambito dell'Unione Europea	235
3	L'attività nell'ambito del <i>Committee of the European Securities Regulators (Cesr)</i>	245
4	L'attività nell'ambito dell' <i>International Organization of Securities Commissions (Iosco)</i> e in altre sedi istituzionali	250
<b>VII</b>	<b>I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob</b>	254
1	Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza	254
2	La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto	260
<b>VIII</b>	<b>La gestione interna e le relazioni con l'esterno</b>	262
1	La gestione finanziaria	262
2	La gestione delle risorse umane	263
3	Le relazioni con l'esterno e l'attività di <i>investor education</i>	265
4	I sistemi informativi	267
<b>D</b>	<b>Note metodologiche</b>	271