

Relazione per l'anno 2011

Roma, 31 marzo 2012

Presidente

Giuseppe Vegas

Componenti

Vittorio Conti

Michele Pezzinga

Luca Enriques

Paolo Troiano

Direttore Generale

Gaetano Caputi

Segretario Generale

Claudio Salini



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Indice dei riquadri

1	La riforma della <i>governance</i> economica europea e i meccanismi per la gestione delle crisi sovrane	68
2	Le misure adottate dalla Banca centrale europea e dalla <i>Federal reserve</i> e gli effetti sui rispettivi bilanci	70
3	Le prospettive di crescita dell'economia cinese	80
4	I fattori di vulnerabilità di Spagna e Portogallo	85
5	Gli <i>exchange traded funds</i>	134
6	Le garanzie pubbliche sulle obbligazioni emesse dalle banche italiane	139
7	La trasmissione del rischio sovrano al settore bancario	146
8	Redditività e patrimonializzazione dei principali gruppi bancari italiani ed europei	150
9	La comunicazione Consob in materia di modifica alla percentuale di flottante rilevante per l'obbligo di acquisto	189

Relazione per l'anno 2011

A	Le questioni in corso e le linee di indirizzo	
I	Il contesto istituzionale ed economico	5
II	L'attività di vigilanza e l' <i>enforcement</i>	37
III	L'attività regolamentare	48
IV	Le linee d'indirizzo per il 2012	52
B	L'evoluzione del quadro di riferimento	
I	La congiuntura economica	63
II	Le società quotate	89
III	I mercati	115
IV	Gli intermediari e le famiglie	144
C	L'attività della Consob	
I	La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione	171
II	La vigilanza sui mercati	200
III	La vigilanza sugli intermediari	213
IV	L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori	227
V	L'attività regolamentare e interpretativa	242
VI	Le relazioni internazionali	251
VII	I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob	263
VIII	La gestione interna e le relazioni con l'esterno	271
D	Informazioni statistiche	281
	Note metodologiche	303
	Indice generale	309

Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze

La relazione che segue, riferita all'anno 2011, 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



1 La crisi, i rischi sistemici e la risposta delle istituzioni

1.1 L'evoluzione della crisi

Il 2011 è stato segnato dal deterioramento della crisi del debito sovrano nell'Area euro e da una serie di shock e tensioni geopolitiche che hanno contribuito a rallentare la crescita dell'economia globale, determinando per alcuni paesi l'avvio di una nuova recessione.

L'inasprimento della crisi nell'Area euro si è manifestato a partire dal mese di luglio, quando il crescente clima di incertezza circa la capacità dei paesi periferici, e in particolare della Grecia, di risanare i conti pubblici ha bruscamente determinato un aumento della percezione del rischio sovrano per alcune economie non periferiche. I titoli di Spagna, Italia e, a partire dall'inizio di novembre, Francia e Belgio hanno sperimentato rialzi significativi dello *spread* rispetto al *Bund* tedesco, che nel frattempo registrava una riduzione dei rendimenti di oltre 100 punti base. Per l'Italia, che a inizio agosto ha visto crescere il differenziale sui Btp a 10 anni da circa 250 a quasi 400 punti base in pochi giorni, il rendimento dei decennali ha continuato ad aumentare, superando quello dei corrispondenti titoli spagnoli, fino a portarsi oltre il 7 per cento nella seconda metà di novembre.

Le rinnovate tensioni sul debito sovrano si sono riflesse anche sui corsi azionari. Nel corso del 2011 l'indice EuroStoxx dei 50 titoli europei a maggiore capitalizzazione ha registrato una flessione del 17 per cento circa; il FtseMib è calato del 25 per cento. I corsi azionari del settore bancario hanno subito un ribasso ancora più marcato: l'indice italiano e quello francese sono calati più del 40 per cento, seguiti da Germania (-30 per cento) e Spagna (-20 per cento).

L'evoluzione della crisi sul piano sistemico è legata anche allo scetticismo sull'efficacia delle misure a sostegno dei paesi periferici definite dalle istituzioni europee e internazionali. In particolare il piano di aiuti triennale alla Grecia, concordato nel maggio 2010 e pari complessivamente a 110 miliardi di euro, è stato percepito sin da subito, dai mercati e dagli operatori, come una soluzione solo temporanea ai problemi di liquidità del paese anche perché condizionato all'attuazione di un programma di stabilizzazione dei conti pubblici tanto severo da penalizzare la crescita, almeno nel breve pe-

riodo, e da pregiudicare, quindi, il conseguimento dei previsti obiettivi di risanamento fiscale. Nel corso del 2011 la ristrutturazione del debito greco è pertanto divenuta uno sviluppo necessario della crisi, che ha portato nei primi giorni di marzo 2012 all'accettazione, su base volontaria, da parte di circa l'86 per cento dei creditori privati di una perdita stimabile complessivamente attorno al 70 per cento del capitale e degli interessi. A fronte di tale ristrutturazione e dell'approvazione da parte del Governo greco di ulteriori misure di contenimento del deficit, il Consiglio Europeo ha deliberato l'erogazione di una prima *tranche* del secondo piano di aiuti alla Grecia, già definito per un ammontare massimo di 130 miliardi di euro.

Il fenomeno di contagio e le conseguenti turbolenze sui mercati finanziari hanno determinato un significativo peggioramento delle attese degli operatori e una radicale revisione delle prospettive di crescita delle economie avanzate. All'inizio del 2011 e fino al mese di giugno, infatti, le previsioni indicavano un incremento del Pil superiore all'1,5 per cento per l'Eurozona e al 2,5 per cento per gli Stati Uniti, nonostante taluni rischi al ribasso riconducibili, oltre alle difficoltà dei paesi periferici dell'Area euro, al rialzo dei prezzi dei beni energetici (per l'instabilità politica nel Medio Oriente e Nord Africa), alle preoccupazioni per la sostenibilità dei conti federali statunitensi (che avrebbero condotto nell'agosto del 2011 al declassamento degli Usa da parte di Standard&Poor's), e allo shock subito dal Giappone (colpito dal terremoto e da un incidente nucleare).

La correzione al ribasso delle previsioni di crescita ha ulteriormente alimentato i timori sulla sostenibilità del debito pubblico dei paesi più esposti al rischio sovrano, tra cui l'Italia, innescando una spirale negativa fra crollo della fiducia e deterioramento delle aspettative. In questo contesto, la ripresa trova un ulteriore freno nelle pur necessarie politiche di consolidamento dei conti pubblici, intraprese a partire dalla seconda metà del 2011 da diversi governi, tra cui quello italiano.

Anche le iniziative delle istituzioni europee susseguitesi nel corso dell'anno, in continuità con il processo di riforma della *governance* economica europea avviato nel 2010, hanno privilegiato soprattutto il controllo della stabilità dei conti pubblici dei paesi membri rispetto all'obiettivo della crescita (accordi cosiddetti *six pack* e *fiscal compact*).

In particolare il *fiscal compact*, firmato il 2 marzo scorso da 25 paesi dell'Unione e in vigore dal gennaio 2013 a condizione che riceva almeno 12 ratifiche nazionali, stabilisce che il deficit strutturale non possa eccedere lo 0,5 per cento del Pil e che il debito pubblico in rapporto al Pil debba diminuire ogni anno di un ammontare pari a 1/20 della distanza tra il suo livello effettivo e la soglia del 60 per cento. Sono previsti tuttavia fattori attenuanti e deroghe, in modo da permettere agli Stati membri di utilizzare la politica fiscale in chiave anticiclica o in risposta a shock esogeni. Tali 'attenuazioni', tuttavia, potrebbero non essere sufficienti a dare credibilità a misure che, proprio per il loro rigore e in assenza di una ripresa dell'attività economica,

rischiano di essere percepite come un impegno poco realistico per i paesi chiamati ad attuarle.

Il rigoroso controllo dei conti pubblici, rimuovendo fenomeni di azzardo morale e di sussidi a favore degli Stati in difficoltà, potrebbe favorire un accordo su una politica comune di accesso al mercato dei capitali da parte dei paesi dell'Area euro, che consentirebbe di ottimizzare la spesa aggregata per interessi sul debito pubblico, favorendo anche la ripresa economica. In questa direzione va la proposta, relativa ai cosiddetti *stability bonds*, che la Commissione Europea ha posto in consultazione nel mese di novembre e che riprende in parte un'idea già avanzata nel 2010 (proposta 'Junker-Tremonti'). Gli *stability bonds* sarebbero emessi in comune dagli Stati membri per finanziare i rispettivi fabbisogni, in sostituzione totale o parziale delle emissioni nazionali, e verrebbero assistiti da garanzie congiunte o separate. Tali titoli consentirebbero di ridurre la spesa per interessi poiché sarebbero strutturati in modo da godere del massimo rating e sarebbero molto liquidi.

Un altro tema sul quale le istituzioni europee sono intervenute a più riprese, nel tentativo di individuare un accordo che componesse le posizioni contrastanti dei singoli paesi, è quello relativo al potenziamento dei meccanismi di gestione della crisi istituiti nel 2010, ossia lo *European Financial Stability Facility* (Efsf), che resterà attivo per il finanziamento dei programmi avviati fino alla metà del 2013, e lo *European Stability Mechanism* (Esm), la cui operatività è stata anticipata al luglio 2012 rispetto alla previsione iniziale del 2013. Nel complesso la capacità di prestito dell'Efsf e dell'Esm sarà pari a 500 miliardi di euro; tuttavia è già prevista una verifica di adeguatezza delle risorse stanziato poiché è fondato il timore che esse siano insufficienti a far fronte a eventuali esigenze di rifinanziamento che dovessero coinvolgere, oltre ai paesi periferici, anche altri paesi europei colpiti da fenomeni di contagio. Un'ulteriore criticità deriva dal fatto che gli interventi dell'Efsf e dell'Esm rischiano di non essere tempestivi essendo subordinati nel primo caso all'approvazione unanime e nel secondo all'approvazione di una maggioranza qualificata dell'85 per cento dei partecipanti.

Il dibattito sul ruolo della Banca centrale europea (Bce) è stato particolarmente intenso anche nel corso del 2011. Pur ribadendo la contrarietà a finanziare, direttamente o indirettamente, il debito dei paesi in difficoltà, la Bce è tuttavia intervenuta su più fronti. Ha infatti abbassato all'uno per cento il tasso di riferimento (dall'1,50 fissato nel mese di luglio 2011); ha ripreso l'acquisto di titoli di Stato sul mercato secondario nell'ambito del *Securities Market Programme*, portando le consistenze in portafoglio a circa 220 miliardi di euro (al 2 marzo 2012); ha inoltre riattivato il programma di acquisto, sul mercato primario e secondario, di *covered bond* emessi dalle banche per 40 miliardi di euro (da completarsi entro il 2012). Al fine di allentare le tensioni sul fronte della raccolta a breve per le banche europee, la Bce ha inoltre affiancato agli strumenti esistenti operazioni di rifinanziamento a 12 e 13 mesi, con il meccanismo dell'asta a tasso fisso e

piena aggiudicazione degli importi almeno fino a luglio 2012; ha allargato la lista delle garanzie che possono essere utilizzate dalle banche per accedere ai finanziamenti e ha ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria dal 2 all'uno per cento. Infine la Banca centrale si è avvalsa di una misura straordinaria, che non trova precedenti nel suo operato, effettuando, nel dicembre 2011 e a febbraio 2012, un'asta di rifinanziamento a 36 mesi e al tasso dell'uno per cento: complessivamente i prestiti concessi ammontano a 1.020 miliardi di euro (con un aumento netto di liquidità di oltre 400 miliardi di euro).

Nel complesso, il mercato secondario dei titoli di Stato ha beneficiato degli interventi diretti della Banca centrale e, probabilmente, anche degli acquisti effettuati dalle banche utilizzando la liquidità in eccesso (cosiddetto *carry trade*).

Le misure non convenzionali della Bce, inoltre, hanno consentito agli istituti di credito di ridurre i rischi di rifinanziamento del debito in scadenza, in una situazione in cui l'accesso alla raccolta obbligazionaria è sempre più difficile, nonché di effettuare operazioni cosiddette di *liability management*, tramite il lancio di offerte pubbliche di riacquisto di titoli obbligazionari ibridi in circolazione, che permettono di realizzare un rafforzamento patrimoniale poiché generano plusvalenze computabili ai fini della quantificazione del patrimonio di vigilanza.

La stabilizzazione della raccolta obbligazionaria a medio/lungo termine e il rafforzamento del patrimonio di vigilanza dovrebbero avere un riflesso positivo sulla capacità delle banche di erogare nuovo credito e di espandere gli impieghi. Ad oggi il sostegno della Bce alla liquidità degli intermediari non ha ancora prodotto gli effetti attesi sull'economia reale. Come evidenzia la *survey* periodica della stessa Bce, la quota di banche che segnalano un irrigidimento nei criteri per la concessione di prestiti a famiglie e imprese è in aumento. Per quanto riguarda l'Italia si è registrata una flessione significativa dei prestiti nel dicembre del 2011; tale flessione si è attenuata nel gennaio 2012.

In tale contesto si è iscritta la decisione del Consiglio Europeo, del 26 ottobre 2011, di procedere a un significativo intervento di rafforzamento patrimoniale degli istituti di credito europei, al fine di ristabilire la fiducia dei mercati verso il sistema bancario. Per le banche di maggiori dimensioni (71 in totale) sono state previste ricapitalizzazioni finalizzate alla costituzione di riserve eccezionali e temporanee tali da portare il *core Tier 1* a un livello almeno pari al 9 per cento entro il 30 giugno 2012, tenuto conto anche della valutazione di mercato (*mark to market*) delle esposizioni verso il debito sovrano.

A fronte delle decisioni del Consiglio Europeo, la *European Banking Authority* (Eba) ha formulato una raccomandazione ufficiale nella quale ha indicato un fabbisogno di capitale complessivo di circa 115 miliardi di euro, di cui circa 58 imputabili all'effetto del *mark to market* delle esposizioni in titoli

di Stato; per le banche italiane il fabbisogno ammonta a 15,4 miliardi di euro, di cui circa 6,7 derivanti dall'esposizione in titoli di Stato.

Il rafforzamento patrimoniale richiesto dall'Eba può avvenire attraverso un processo di riduzione della dimensione dell'attivo o del suo grado di rischiosità, oppure attraverso un incremento del patrimonio di vigilanza, raccogliendo nuovo capitale di rischio sul mercato.

La raccomandazione Eba mira a far fronte al problema della prociclicità delle regole sui requisiti patrimoniali che, come noto, rappresentava un limite strutturale della precedente disciplina sui requisiti patrimoniali delle banche, tuttora in vigore (il nuovo Accordo cosiddetto di Basilea III, invece, prevede la facoltà per i singoli Stati di richiedere un'ulteriore riserva di capitale da costituire in maniera anticiclica, cosiddetto *counter-cyclical capital buffer*). Tuttavia se le banche dovessero scegliere di intervenire sull'attivo riducendo l'offerta di credito all'economia, l'adeguamento alla raccomandazione Eba rischierebbe di avere forti effetti pro-ciclici, accentuando il *credit crunch* in corso e portando gli impulsi recessivi che si prefigurano per il 2012 su livelli simili (o peggiori) di quelli del 2009.

I più recenti andamenti dei mercati finanziari sembrerebbero indicare che le iniziative delle istituzioni europee e le politiche di consolidamento fiscale intraprese dai paesi dell'Area euro, pur con i limiti prima ricordati, abbiano contribuito a un allentamento delle tensioni manifestatesi bruscamente nel luglio 2011. Le curve dei tassi *sovereign* di Italia e Spagna, che avevano subito per prime il contagio del *re-pricing* del rischio sovrano dei paesi periferici, esibiscono ad oggi una traslazione verso il basso rispetto a luglio 2011. Per l'Italia, in particolare, la riduzione dei tassi è stata più marcata sul tratto a breve, mentre lo *spread* del Btp a 10 anni rispetto al *Bund* tedesco oscilla attorno ai 330 punti base, dai circa 550 rilevati nei primi giorni di novembre 2011 (dato al 30 marzo).

L'avvio della normalizzazione delle condizioni sui mercati finanziari costituisce un presupposto fondamentale per la sostenibilità dei conti pubblici e per la ripresa economica; tuttavia, rimangono elevati le incertezze e i forti rischi al ribasso per l'attività economica nell'Area euro.

Secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale pubblicate nel gennaio 2012, infatti, la crescita dell'Area dovrebbe registrare una flessione dello 0,5 per cento nel 2012. Per l'Italia, in particolare, è previsto un rallentamento dallo 0,4 per cento nel 2011 al -2,2 per cento nel 2012, mentre tra i paesi periferici dell'Area euro solo l'Irlanda dovrebbe mantenersi in territorio positivo (+1 per cento circa).

Tali prospettive rendono più arduo il risanamento dei conti pubblici dei paesi più indebitati, generando il rischio che la crisi del debito sovrano possa riacutizzarsi in futuro.

1.2 I riflessi della crisi sui mercati finanziari e le iniziative delle Autorità di vigilanza

Il perdurare di forti incertezze sull'evoluzione della crisi nell'Area euro genera numerosi fattori di rischio per i regolatori dei mercati finanziari.

La sempre maggiore interconnessione tra paesi, settori economici e mercati ha aumentato la possibilità che uno shock, a prescindere dalle dimensioni del comparto cui si riferisce, abbia effetti sistemici rilevanti.

Oltre al contagio tra paesi, i più recenti sviluppi della crisi hanno evidenziato, infatti, la vulnerabilità del settore bancario al rischio sovrano, che si trasmette attraverso il deterioramento degli attivi bancari, dovuto alle esposizioni in titoli di Stato e derivati con sottostanti titoli pubblici, e l'aumento del costo della raccolta, dovuto al deterioramento delle garanzie implicite ed esplicite fornite dallo Stato agli istituti creditizi (*systemic support*). Le risposte alla crisi maturate dalle istituzioni europee e dalle autorità nazionali hanno contribuito a rafforzare il legame tra rischio sovrano e rischio bancario: oltre alla già ricordata raccomandazione Eba, va in questa direzione anche la decisione con la quale la Commissione Europea ha previsto la concessione di garanzie pubbliche nazionali alle passività bancarie di nuova emissione, stabilendo regole uniformi per tutti i paesi Ue in termini di accesso, costi e condizioni per le banche. Questa misura, che il governo italiano ha adottato nel dicembre 2011, ha consentito alle banche che vi sono ricorse di incrementare i titoli stanziabili presso la Bce, per accedere alla liquidità a basso costo da essa fornita, piuttosto che ad abbassare il costo della raccolta obbligazionaria. Ciò è molto verosimile per le banche italiane, che a fine 2011 avevano emesso obbligazioni garantite per oltre 50 miliardi di euro che, benché quotate sul Mot, non hanno mai fatto registrare scambi sul mercato. Sono dunque i già ricordati strumenti di politica monetaria, assolutamente atipici e non convenzionali, adottati dalla Bce che hanno consentito di allentare le tensioni sul fronte della raccolta delle banche.

Il rischio di liquidità rimane alto, infatti, non solo per il comparto dei titoli governativi esposti al contagio di un nuovo *re-pricing* del rischio sovrano dei paesi in difficoltà dell'Area euro, ma anche per il comparto obbligazionario *corporate*. Un ulteriore fattore che concorre ad accrescere la correlazione tra i due comparti del mercato obbligazionario è l'eventualità che essi sperimentino nei prossimi anni una situazione di forte congestione (*overcrowding*), dati l'ingente ammontare di debito pubblico da rifinanziare (stimato pari a circa 474 miliardi di euro per l'Area euro da aprile sino alla fine dell'anno in corso) e l'ingente quantità di obbligazioni bancarie in scadenza (stimata per i maggiori istituti di credito pari a circa 600 miliardi di euro per il biennio 2012-2013). A ciò si aggiunga che la stessa raccolta bancaria e la domanda di titoli di Stato sono esposte a un effetto spiazzamento, dovuto alle considerevoli ricapitalizzazioni richieste alle banche europee.

I mercati azionari, infine, rimangono ancora fragili. Benché dall'inizio dell'anno essi abbiano evidenziato *performance* positive (l'indice Euro Stoxx e il FtseMib sono cresciuti entrambi (rispettivamente, del 7 e del 6 per cento circa), e i corrispondenti indici bancari hanno registrato, rispettivamente, incrementi del 10 e 4 per cento circa – dato al 30 marzo), i corsi azionari sono ancora sottovalutati rispetto ai valori fondamentali e la volatilità, seppure in diminuzione, si mantiene a livelli superiori a quelli registrati all'inizio di luglio 2011.

In questo contesto è cruciale il ruolo che i *securities regulators* sono chiamati a svolgere per individuare nuove fonti di rischio, garantire l'integrità dei mercati e arginare fenomeni di contagio. La natura sistemica dei rischi e la rapidità di diffusione degli shock richiedono, inoltre, interventi tempestivi e coordinati a livello internazionale.

La nuova architettura di vigilanza europea, entrata in vigore il 1° gennaio 2011, in quanto di recente avvio, mostra ancora talune criticità che possono inficiare il controllo dei rischi sistemici e i presidi di macro stabilità che ne hanno ispirato l'istituzione.

Per ciò che riguarda la *European Securities and Markets Authority* (Esm), che ha competenze specializzate nel settore dei mercati finanziari, sono emersi divisioni e contrasti fra paesi in merito a questioni di *policy* rilevanti, all'esercizio dei poteri operativi e di intervento in situazioni di emergenza e alle modalità di azione per facilitare e coordinare le misure adottate dalle autorità nazionali. Tuttavia il carattere sistemico dei fenomeni con cui si confrontano le autorità di vigilanza rende indispensabile il coordinamento internazionale, poiché le iniziative domestiche isolate sono agevolmente aggirabili attraverso arbitraggi normativi, ossia con lo spostamento delle operazioni in giurisdizioni più permissive.

I fenomeni che hanno maggiormente attirato l'attenzione dei regolatori nel corso del 2011 hanno riguardato gli *exchange traded fund* (Etf), l'operatività in *credit default swap* su debito sovrano per finalità non di copertura (cosiddetti Cds nudi), le vendite di titoli allo scoperto e l'*high frequency trading* (Hft). Si tratta di prodotti finanziari e pratiche di mercato che, pur generando potenziali benefici in condizioni 'normali', possono agire da canali di trasmissione e da amplificatori degli shock in situazioni di turbolenza, contribuendo a minare la stabilità sistemica.

In particolare gli Etf, pur consentendo l'elevata diversificazione del portafoglio tipica dei fondi comuni, incorporano rischi che possono generare effetti sistemici rilevanti.

Benché di dimensioni contenute (a livello globale il patrimonio degli Etf a novembre 2011 era pari a oltre 1.600 miliardi di dollari, ossia il 5 per cento circa del patrimonio complessivo gestito da fondi), il fenomeno si presenta tuttavia in rapida evoluzione, soprattutto per i profili di crescente complessità che rendono difficile valutare chiaramente la portata e gli effetti

sistemici dei rischi che esso comporta. Accanto agli Etf 'fisici', che replicano l'andamento dell'indice tramite l'investimento diretto negli strumenti finanziari che lo compongono, infatti, sono sempre più diffuse forme sofisticate tra cui gli Etf 'sintetici' o strutturati, che replicano l'indice tramite un contratto derivato di *total return swap* con un intermediario finanziario tenuto a corrispondere i rendimenti dell'indice a fronte del pagamento di un corrispettivo fisso (in termini di patrimonio gestito, a novembre 2011 in Europa le due categorie pesavano rispettivamente per il 40 e il 60 per cento).

I rischi connessi all'investimento in tali prodotti non sono normalmente generati dalla tipologia di indice che tentano di replicare, quanto piuttosto dalle modalità di funzionamento. Le strategie degli Etf, infatti, sono connotate da un elevato grado di correlazione (fenomeno peraltro non legato ai soli Etf). Un'altra caratteristica che può generare effetti sistemici è legata al rischio di controparte riferibile, nel caso degli Etf fisici, all'attività di prestito titoli e, nel caso degli Etf sintetici, ai derivati utilizzati per la replica dell'indice: tali operazioni spesso non sono assistite da collateralizzati adeguati e sono eseguite in conflitto di interessi, ossia con intermediari che appartengono allo stesso gruppo del gestore di Etf.

Per far fronte a tali criticità, la Consob ha guidato un gruppo di lavoro presso l'Esma per la predisposizione di un documento che definisce appositi presidi di trasparenza e correttezza e che è stato posto in consultazione nel gennaio scorso (si veda il paragrafo 3.10).

Anche l'operatività in Cds nudi è stata oggetto di un intenso dibattito, poi sfociato nel divieto di assumere posizioni non di copertura su emittenti sovrani con il Regolamento europeo in materia di vendite allo scoperto e Cds, che entrerà in vigore il prossimo novembre (si veda il paragrafo 3.7). Esiste la possibilità che i Cds nudi possano essere utilizzati per condizionare l'andamento delle quotazioni sui titoli di Stato sottostanti; inoltre, la scarsa trasparenza del mercato dei Cds negoziati tipicamente *over the counter* (Otc) e la mancanza di informazioni accurate sugli scambi incrementano il rischio di strategie manipolative con effetti 'informativi' destabilizzanti sul mercato dei titoli di Stato. Ad esempio chi non ha titoli del debito pubblico in portafoglio, e pertanto non avrebbe alcuna necessità di copertura, in un contesto di tensione dei mercati può speculare su ulteriori ribassi delle quotazioni comprando Cds nudi e innescando spirali al ribasso.

Il fenomeno delle vendite allo scoperto costituisce un ulteriore esempio di pratiche operative che, in condizioni normali, possono contribuire a un più efficiente funzionamento del mercato, incrementandone la liquidità e intensificando il contenuto informativo implicito nei prezzi; tuttavia, in periodi di forti turbolenze, esse possono accentuare la volatilità dei prezzi e avere un impatto negativo sull'integrità dei mercati fino a produrre effetti potenzialmente destabilizzanti a livello sistemico. In particolare, nel caso di vendite allo scoperto consistenti per ammontare e numero e non assistite da prestito titoli (cosiddette *nude*), aumenta il rischio di mancata consegna alla

data di regolamento poiché i vari operatori potrebbero avere difficoltà a procurarsi i titoli oggetto dell'operazione. L'aumento del rischio di regolamento potrebbe alterare il corretto funzionamento del mercato attraverso un incremento dei costi di transazione e una riduzione del livello degli scambi.

Anche l'Hft, sebbene non rappresenti la causa primaria della forte volatilità che sta interessando i mercati azionari, in condizioni di incertezza potrebbe amplificare le pressioni ribassiste, fino a generare situazioni destabilizzanti di disordine negli scambi con possibili effetti sistemici. Un esempio è rappresentato dall'episodio del cosiddetto '*flash crash*' del 6 maggio 2010 in cui i mercati azionari statunitensi hanno perso oltre il 10 per cento in pochi minuti per poi recuperare rapidamente nella stessa giornata. In base alla successiva ricostruzione degli eventi condotta dalla *Securities and Exchange Commission*, infatti, gli ordini in vendita degli *high frequency traders* hanno innescato ordini di altri *high frequency traders* amplificando la spirale ribassista.

L'Hft potrebbe favorire, inoltre, pratiche scorrette e abusi di mercato rendendone, al contempo, gravoso l'accertamento da parte delle autorità di vigilanza. Esso si caratterizza, infatti, per l'elevata velocità di esecuzione delle operazioni di acquisto e vendita, nonché il cospicuo *turnover* dei titoli all'interno del portafoglio di *trading*, grazie all'utilizzo di algoritmi automatici con supporti informatici estremamente sofisticati. L'obiettivo è quello di sfruttare le più piccole variazioni di prezzo attraverso l'immissione, la modifica e la cancellazione di un elevato numero di ordini con un'altissima frequenza. La capacità degli *high frequency traders* di cancellare repentinamente gli ordini immessi prima che vengano eseguiti, spiazzando gli altri investitori, può generare una rappresentazione poco veritiera della reale profondità del *book* di negoziazione creando condizioni favorevoli a operazioni di manipolazione del mercato.

Su tutti i fenomeni ricordati sono già state avviate, in ambito comunitario, riflessioni che hanno prodotto ovvero produrranno forme di regolazione in grado di garantire reazioni nazionali omogenee e tempestive in periodi di crisi (si veda il successivo paragrafo 3). Si tratta, tuttavia, di iniziative dai tempi troppo lunghi, dovuti anche alle persistenti divergenze di interessi fra paesi, in particolare fra quelli periferici più esposti alle turbolenze e con più gravi problemi di finanza pubblica e quelli cosiddetti *core*, che invece hanno meno incentivi a introdurre forme di regolazione o di restrizione di alcune pratiche di mercato che possono risultare penalizzanti per le proprie piazze finanziarie. Il coordinamento politico è frenato, inoltre, da visioni contrastanti in merito alla rilevanza dei fenomeni e all'efficacia delle misure restrittive potenzialmente utilizzabili. Ad esempio, rispetto alle vendite allo scoperto il dibattito ha registrato posizioni che ne sostengono gli effetti comunque positivi in termini di liquidità del mercato e di maggiore efficienza informativa dei prezzi; è stato segnalato anche un possibile impatto sfavorevole delle misure di trasparenza, a causa della valenza segnaletica negativa

che gli operatori di mercato possono attribuire all'annuncio di vendite allo scoperto su un titolo e del conseguente aumento degli ordini di vendita del titolo stesso.

In alcune circostanze l'Istituto, pur continuando a contribuire alla discussione in ambito comunitario, ha pertanto ritenuto opportuno agire autonomamente, anche anticipando di fatto misure di prossima applicazione a livello internazionale.

Le vendite allo scoperto costituiscono un esempio di pratiche operative rispetto alle quali la Commissione ha deciso di adottare misure restrittive, in coordinamento con le autorità di altri paesi europei (Francia, Spagna e Belgio).

Date le condizioni di particolare criticità emerse a partire dal mese di luglio, l'Istituto è intervenuto modulando contenuti e tempistica dei provvedimenti restrittivi in base all'evoluzione delle tensioni sui mercati. In particolare, la Commissione dapprima ha introdotto un mero obbligo di comunicazione all'autorità delle posizioni nette corte (ossia posizioni corte al netto delle posizioni lunghe, incluse quelle assunte tramite strumenti finanziari derivati) relative ai titoli azionari delle società quotate in Italia, al superamento di determinate soglie quantitative. Successivamente, nel mese di agosto, ha applicato misure restrittive temporanee su tali operazioni, anche *intra-day*, in relazione al capitale degli emittenti del settore finanziario; tuttavia, sono state previste alcune deroghe al fine di evitare che le restrizioni penalizzassero le attività che fisiologicamente si avvalgono delle vendite allo scoperto. Dal 1° dicembre 2011, infine, è stato introdotto il divieto di effettuare vendite allo scoperto nude su tutte le azioni.

Il 24 febbraio scorso l'Istituto ha deciso di non prorogare ulteriormente il divieto di assumere o incrementare posizioni nette corte sulle azioni del comparto finanziario. Tale decisione tiene conto delle attuali condizioni di mercato ed è coerente con quanto già stabilito dalle autorità europee che avevano preso provvedimenti simili.

Restano comunque in vigore, a tempo indeterminato, le altre misure a suo tempo adottate in relazione alle azioni quotate sui mercati regolamentati italiani, ossia l'obbligo di notificare all'Istituto l'assunzione o la variazione di posizioni nette corte relative al capitale di tutti gli emittenti al superamento di determinate soglie quantitative e il divieto di vendite allo scoperto nude. Tali previsioni hanno introdotto nell'ordinamento italiano, in anticipo rispetto ai tempi previsti, alcune delle misure restrittive contenute nel già ricordato Regolamento comunitario in tema di vendite allo scoperto e Cds.

Un ulteriore tema rispetto al quale la Commissione è intervenuta, utilizzando gli strumenti consentiti dall'attuale quadro normativo, per contenere le turbolenze dei mercati è quello dell'Hft. In particolare, l'Istituto ha sollecitato Borsa Italiana a introdurre nel proprio regolamento una penale per i *traders* allo scattare di alcune soglie di ordini immessi e poi cancellati. Le

evidenze mostrano, infatti, che l'incremento del numero di ordini inseriti nei sistemi di negoziazione e dell'*order-to-trade ratio* possono porre a rischio il regolare andamento delle negoziazioni e l'integrità dei mercati, anche a fronte dei limiti di capacità e affidabilità delle infrastrutture.

L'Istituto, inoltre, darà tempestiva attuazione alle Linee guida elaborate in sede Esma, e pubblicate lo scorso 20 dicembre 2011, in materia di sistemi e controlli per i soggetti vigilati interessati dalla negoziazione in ambiente fortemente automatizzato. Per scongiurare fenomeni di arbitraggio regolamentare, inoltre, la Consob ha sollecitato in ambito Esma un ulteriore approfondimento con riguardo ad alcuni aspetti di microstruttura legati alle politiche commerciali delle piattaforme di negoziazione (ossia agli 'incentivi' forniti agli *high frequency traders* per operare sulle stesse), nonché alla capacità delle piattaforme di gestire situazioni di volatilità significative.

La Consob ha svolto un'intensa attività di vigilanza anche nei confronti delle agenzie di rating sia in concomitanza con la diffusione, da parte di due delle maggiori agenzie internazionali, del declassamento del merito di credito e dell'*outlook* (cosiddette *rating action*) relativi al debito sovrano italiano e delle maggiori banche domestiche, sia in occasione dell'esame delle domande di registrazione, ai sensi del Regolamento europeo 16 settembre 2009, n. 1060.

Con riguardo al primo profilo la Commissione ha valutato le motivazioni, le modalità e la tempistica di diffusione delle *rating action*, anche alla luce di eventuali anomalie nell'andamento dei mercati o dei titoli coinvolti. Particolare attenzione è stata dedicata alle circostanze in cui i giudizi si basavano su informazioni non definitive o non ancora note nei dettagli, allo scopo di verificare l'applicazione delle misure e delle procedure previste dal Regolamento europeo 1060/2009. La Commissione ha pertanto richiesto alle agenzie di rating di prevedere esplicitamente nelle proprie procedure la verifica della 'novità' e dell'affidabilità delle informazioni su cui i giudizi sono basati.

Più in generale, in occasione dell'attività istruttoria svolta per l'esame delle domande di registrazione delle agenzie, l'Istituto ha dato indicazioni tese a garantire la prevenzione e la trasparenza in merito ai conflitti di interessi in cui possono incorrere le agenzie, ad esempio tramite una piena *disclosure* degli assetti proprietari e l'adozione di adeguate misure organizzative nello svolgimento delle cosiddette attività accessorie rispetto all'attività di rating. Ulteriori profili di attenzione hanno riguardato: il miglioramento della qualità delle valutazioni, con riguardo alla coerenza e trasparenza dei criteri valutativi; il contenimento dei possibili impatti negativi sul mercato attraverso il monitoraggio sulle modalità di diffusione dei giudizi; il rafforzamento del grado di trasparenza e la prevenzione del possibile rischio di conflitti di interessi relativo alla diffusione degli *outlooks* e dei *credit watches*, che esprimono valutazioni prospettiche sui rating, attraverso l'adozione di procedure identiche a quelle poste in essere per i rating.

Ad esito di tali verifiche, la Commissione e le altre autorità europee coinvolte hanno concesso la registrazione, il 31 ottobre 2011, alle quattro agenzie di rating internazionali (Standard & Poor's, Moody's, Fitch e Dbrs), incluse le loro sedi italiane. Inoltre l'Istituto ha concesso, il 21 dicembre 2011, la registrazione a un'agenzia italiana, Crif Spa, mentre il processo di registrazione relativo a un altro soggetto è tuttora in corso.

2 Il mercato finanziario italiano e le iniziative della Consob

Nel contesto domestico, al di là dell'emergenza della crisi, la priorità 'strutturale' rimane quella di favorire il recupero del ritardo nello sviluppo della Borsa Italiana, che l'evoluzione della congiuntura ha reso ancora più grave. Nel corso del 2011 il numero di società domestiche quotate sul Mercato telematico azionario (Mta) è sceso da 271 a 261, mentre la capitalizzazione si è ridotta sia in valore assoluto (da 425 a 332 miliardi di euro) sia in rapporto al Pil (dal 27 a poco meno del 21 per cento).

Il sottodimensionamento del nostro mercato è determinato, come noto, dalla strutturale frammentazione del sistema produttivo in un numero elevatissimo di piccole e medie imprese, che non sono in grado di affrontare i costi fissi legati alla quotazione e al contempo sono restie ad accettare la maggiore trasparenza e il più intenso scrutinio del mercato richiesti dall'ingresso in borsa. È ancora troppo debole il ruolo degli investitori istituzionali, in particolare di quelli specializzati in investimenti nel capitale di rischio, che dovrebbero sostenere le società nelle delicate fasi di crescita e quotazione. Anche lo sviluppo di piattaforme di *trading* dedicate alle medie imprese è insoddisfacente, benché siano stati effettuati vari tentativi al riguardo.

Questi fattori hanno contribuito a consolidare il ruolo delle banche quale principale canale di reperimento e distribuzione delle risorse all'interno del sistema sotto forma di capitale di debito.

Le banche costituiscono il riferimento principale anche per le scelte di investimento delle famiglie. Secondo dati di sondaggio, a dicembre 2011 le passività bancarie – depositi e obbligazioni – rappresentavano una quota stimabile in circa il 61 per cento delle attività finanziarie delle famiglie italiane (mentre i titoli di Stato, italiani ed esteri, pesavano per poco più del 14 per cento, in lieve incremento rispetto al biennio precedente). La propensione alla liquidità delle famiglie italiane è elevata (i depositi bancari e il risparmio postale pesano per quasi il 46 per cento della ricchezza finanziaria), ma l'investimento diretto in prodotti con elevato rischio di liquidità (quali in particolare obbligazioni e polizze assicurative a contenuto finanziario) rimane una caratteristica strutturale dei comportamenti degli investitori non professionali, che spesso detengono portafogli poco diversificati e in forma di risparmio amministrato.

La borsa, per contro, continua a svolgere un ruolo modesto anche per le società quotate. Nel periodo 2002-2011, in particolare, le società quotate hanno raccolto capitale di rischio per 121 miliardi di euro, valore pari a circa 23 per cento della capitalizzazione media del periodo, ma il contributo maggiore è riferibile prevalentemente alle offerte di titoli da parte di società già quotate tramite aumenti di capitale in opzione agli azionisti e collocamenti pubblici (84 per cento circa), piuttosto che alle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione. Nello stesso periodo, tuttavia, i dividendi distribuiti (e i riacquisti di azioni proprie) hanno superato gli aumenti di capitale e il flusso netto complessivo di risorse restituite agli azionisti si è attestato a 140 miliardi di euro, pari a una media annua del 2,6 per cento della capitalizzazione.

Al peso contenuto dei flussi di investimento canalizzati dal mercato azionario si associa il ritardo strutturale del mercato obbligazionario, al quale ricorrono soprattutto banche e società non finanziarie di grandi dimensioni e con elevato merito di credito.

Peraltro le caratteristiche delle società quotate italiane in termini di assetti proprietari e governo societario possono non agevolare l'afflusso del risparmio all'investimento azionario nel timore di comportamenti espropriativi. Con riguardo agli assetti proprietari le evidenze mostrano, infatti, la prevalenza del controllo solitario: a fine 2011, in linea con il dato rilevato nel triennio precedente, oltre 2 società su 3 (per un totale di 175 emittenti) sono controllate di diritto o di fatto da un unico azionista, in grado di esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria.

Il modello di controllo incide anche sulla composizione dei consigli di amministrazione: a fine 2010 nelle società dell'indice FtseMib, caratterizzate da una maggiore apertura degli assetti proprietari oltreché da una maggiore presenza e attivismo di investitori istituzionali, il peso degli amministratori indipendenti nel *board* si attesta attorno al 41 per cento, a fronte di un'incidenza media complessiva per le quotate pari a poco più del 37 per cento, mentre il peso degli amministratori di minoranza è pari al 14 per cento circa a fronte di una media complessiva del 6,4 per cento. Il fenomeno dell'*interlocking*, corrispondente alla presenza di almeno un consigliere con incarichi in altre società quotate, rappresenta un altro profilo 'strutturale' che incide negativamente sui processi decisionali delle società interessate. A fine 2011 l'*interlocking* riguardava oltre il 70 per cento delle società quotate (190 emittenti di cui 38 operanti nel settore finanziario), ossia circa il 96 per cento in termini di capitalizzazione; tale fenomeno sarà peraltro rimosso limitatamente al comparto finanziario dal recente intervento legislativo che vieta l'assunzione di incarichi di gestione, sorveglianza e controllo in imprese o gruppi bancari, assicurativi e finanziari concorrenti (art. 36 del d.l. 201/2011 convertito nella legge n. 214 del 22 dicembre 2011).

Le crisi susseguitesesi a partire dal 2007 hanno riproposto la necessità di potenziare il ruolo del mercato azionario in modo da bilanciare la centra-

lità del credito bancario nel modello di finanziamento delle imprese italiane e di scelte di portafoglio delle famiglie, con la consapevolezza che la soluzione preferibile risiede nella combinazione, piuttosto che nella contrapposizione, del sistema bancocentrico e del sistema di mercato. Il ruolo delle banche, infatti, è destinato a diminuire, viste le esigenze di ricapitalizzazione e il possibile ridimensionamento dell'attivo che, come già ricordato, sta cominciando a mostrare un forte irrigidimento delle condizioni di accesso al credito per le imprese italiane.

Per favorire lo sviluppo del mercato azionario, l'Istituto sta agendo sul sistema delle regole che determinano i costi di quotazione. La regolamentazione dei mercati finanziari, infatti, ha visto nel tempo il susseguirsi di interventi normativi, sia di legge sia di tipo regolamentare, volti, da un lato, al recepimento delle normative comunitarie e, dall'altro, all'introduzione di presidi ritenuti via via necessari per fronteggiare specifiche problematiche emerse dalle crisi finanziarie o da casi di frode. Ad esito di questo processo di stratificazione si è venuto a creare un *corpus* normativo eterogeneo che presenta margini di razionalizzazione o semplificazione. Se da un lato occorre certamente rafforzarne la coerenza sistematica, dall'altro appare prioritario alleggerire e semplificare gli oneri regolamentari che si sono venuti a creare.

Per far fronte a questi obiettivi la Consob ha istituito, nel febbraio del 2011, tre Tavoli di confronto con le principali associazioni di categoria dell'industria finanziaria e dei risparmiatori, aventi ad oggetto i temi della competitività della piazza finanziaria italiana, della raccolta bancaria a mezzo di obbligazioni e della semplificazione regolamentare del mercato finanziario italiano. Gli esiti degli approfondimenti condotti nell'ambito dei Tavoli sono riportati in dettaglio nel successivo Capitolo III (*L'attività regolamentare*).

3 L'evoluzione del quadro normativo europeo

Il quadro normativo europeo in materia di regolamentazione dei mercati mobiliari sta subendo un profondo cambiamento sia a fronte dei processi di revisione di varie direttive del *Financial Services Action Plan* (Fsap), in attuazione delle relative clausole di riesame, sia a fronte di nuove iniziative su specifici temi (derivati Otc e posizioni corte, agenzie di rating, governo societario e *venture capital*).

Questi processi normativi si pongono l'obiettivo comune di adeguare la legislazione alle dinamiche strutturali dei mercati intervenute di recente e ai fenomeni che, anche alla luce dell'evoluzione della crisi, possono costituire nuovi fattori di rischio e/o contribuire a diffondere o ad amplificare i rischi all'interno del sistema finanziario. Essi riflettono, inoltre, le indicazioni del G20 che aveva individuato un quadro internazionale di riforma rispetto a talune aree critiche del settore finanziario e della relativa vigilanza.

Un ulteriore obiettivo è quello di chiarire e armonizzare taluni aspetti applicativi per eliminare difformità nelle modalità di recepimento in ambito domestico della disciplina comunitaria. Per questo motivo molte delle proposte di revisione ovvero di nuova regolamentazione si avvalgono dello strumento giuridico del regolamento, direttamente applicabile negli ordinamenti degli Stati membri. Questo approccio di armonizzazione massima in molti ambiti favorirà l'Italia, che laddove possibile si era già orientata verso l'applicazione di norme più restrittive di quelle comunitarie, poiché ridurrà gli spazi di arbitraggi regolamentari che possono penalizzare il sistema finanziario domestico.

3.1 La revisione della Direttiva *Transparency*

Le proposte di modifica alla Direttiva 2004/109/CE (*Transparency*) attengono essenzialmente all'informazione periodica e continuativa che deve essere fornita dagli emittenti di strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati.

Riguardo all'informazione periodica, l'attuale Direttiva richiede la pubblicazione da parte degli emittenti di tre documenti: una relazione finanziaria annuale, una relazione finanziaria semestrale e resoconti intermedi sulla gestione. Al fine di favorire una regolamentazione maggiormente uniforme, semplificando al contempo la disciplina e riducendo i costi degli investimenti transfrontalieri, la proposta della Commissione Europea prevede l'abolizione dell'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi sulla gestione, proibendone espressamente la reintroduzione. Resta ferma, invece, la possibilità per gli Stati membri di contemplare requisiti più severi in materia di relazioni finanziarie annuali e semestrali.

Con riguardo alla trasparenza degli assetti proprietari, e in particolare alle soglie di notifica delle partecipazioni rilevanti, gli obiettivi dell'armonizzazione e della semplificazione del regime regolamentare vengono perseguiti prevedendo il divieto per gli Stati membri di imporre molteplici meccanismi di calcolo o aggregazione a livello nazionale ai soggetti partecipanti, a vario titolo, al capitale di emittenti quotati. È fatta salva, tuttavia, la possibilità per gli Stati membri di definire soglie di notifica ulteriori rispetto a quelle stabilite dalla Direttiva, al fine di permettere, nei sistemi a proprietà diffusa, di rendere note al mercato partecipazioni inferiori alla soglia minima prevista. Come riconosce la stessa Commissione Europea, il mantenimento di questa facoltà si pone in contrasto con l'obiettivo di armonizzazione massima, la cui realizzazione favorirebbe una riduzione delle incertezze normative e dei costi per gli investitori *cross-border* conseguenti al recepimento non uniforme della Direttiva stessa.

Occorre rilevare, tuttavia, che l'armonizzazione dei sistemi di calcolo o aggregazione delle partecipazioni rilevanti concorre a ridurre in modo significativo gli oneri a carico degli investitori internazionali, mentre la pre-

senza di una pluralità di soglie in paesi diversi, pur potendo costituire un aggravio per gli attori del mercato, può comunque essere giudicata efficiente finché permarranno in Europa le note differenze nel livello di concentrazione della proprietà oggi esistenti.

Per quanto riguarda i criteri per l'aggregazione, la proposta mira a estendere il regime di trasparenza proprietaria previsto per le partecipazioni azionarie alla detenzione di strumenti derivati aventi «*un effetto economico simile a quello della detenzione di azioni e del diritto di acquisizione delle azioni*», includendo quindi in un *basket ad hoc* tutti gli interessi economici detenuti in un emittente, compresi gli strumenti derivati con regolamento in contanti (*cash settled*). La revisione prevede che gli obblighi di notifica relativi a tale paniere originino al superamento di tutte le soglie individuate (quindi a partire dal 5 per cento) e abbiano come riferimento le partecipazioni rilevanti calcolate aggregando le azioni effettivamente possedute con quelle potenzialmente acquisibili mediante i suddetti strumenti derivati.

Fatta eccezione per l'ammontare della soglia minima, la normativa italiana già riflette, allo stato, le scelte proposte dal legislatore comunitario. Difatti, con delibera 17919 del 9 settembre 2011, la Commissione ha apportato alcune modifiche al Regolamento Emittenti in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali con regolamento in contanti, in attuazione dell'art. 120, comma 4, lettera *d-ter*, del Testo unico della finanza (Tuf).

3.2 La riforma della Direttiva sulla revisione contabile

Alla fine del 2011 la Commissione Europea ha pubblicato una proposta di riforma relativa alla disciplina della revisione legale, in continuità con il dibattito avviato l'anno precedente con la pubblicazione del Libro Verde *Audit policy: Lessons from the crisis*. La Commissione ritiene necessario, infatti, rafforzare le regole e colmare le lacune che la crisi finanziaria ha messo in luce, specialmente con riferimento alle attività svolte nei confronti delle entità di interesse pubblico.

La proposta di riforma si articola in due documenti: uno volto a modificare l'attuale Direttiva 2006/43/CE, contenente le norme generali sulla revisione, l'altro, un Regolamento direttamente applicabile negli Stati membri, che include numerose disposizioni speciali sulla revisione legale delle entità di interesse pubblico comprendenti, nella nuova definizione proposta, ulteriori soggetti oltre a emittenti, banche e assicurazioni.

Tra le varie proposte della Commissione Europea sono particolarmente innovative quelle in materia di 'passaporto europeo', di proprietà e controllo delle società di revisione, di rafforzamento dell'indipendenza e dei poteri delle autorità di vigilanza.

Con il 'passaporto europeo' si propone di consentire ai soggetti abilitati in un qualsiasi Stato membro di esercitare l'attività anche in altri Stati

membri. Per le società di revisione sarà tuttavia necessario registrarsi presso lo Stato membro ospitante. Inoltre il revisore legale che, in nome della società di revisione, si assume la responsabilità del lavoro, deve comunque essere abilitato nello Stato membro ai sensi delle cui leggi viene svolta la revisione.

La Commissione Europea propone, inoltre, di eliminare l'attuale vincolo in base al quale la proprietà e il controllo delle società di revisione debbano essere detenuti da soggetti abilitati allo svolgimento della revisione, consentendo quindi a chiunque di entrare nel capitale di tali imprese. Resta fermo l'obbligo, attualmente esistente, secondo cui la gestione dell'impresa deve essere affidata a soggetti abilitati.

Per quanto riguarda l'indipendenza delle autorità di vigilanza si propone che i professionisti che contemporaneamente svolgono attività di revisione non possano più entrare a far parte degli organi decisionali delle autorità, neanche in minoranza. Inoltre nessuna attività di vigilanza potrà più essere delegata alla professione (neanche mantenendo la responsabilità finale), ad eccezione dell'abilitazione e della registrazione. Infine sono rafforzati i poteri assegnati alle autorità per lo svolgimento delle funzioni di vigilanza, prevedendo che le autorità abbiano poteri di accesso e acquisizione di qualsiasi documento detenuto dai soggetti abilitati, nonché poteri di convocare e acquisire informazioni da chiunque.

Nell'ambito delle previsioni del Regolamento, sono particolarmente innovative le norme in materia di indipendenza, controllo della qualità nell'organizzazione interna dei revisori, struttura e contenuto della relazione di revisione, comunicazioni alle autorità di vigilanza e agli *audit committees*, nomina del revisore, poteri delle autorità di vigilanza, cooperazione delle autorità in sede Esm e sanzioni. Le norme in materia di indipendenza, ad esempio, introducono numerosi divieti e proibizioni piuttosto estese alla possibilità di svolgere servizi diversi dalla revisione nei confronti dei clienti sottoposti a revisione.

Per quanto riguarda la nomina del revisore, le società e gli *audit committees* dovranno indire obbligatoriamente una gara e la scelta del revisore dovrà avvenire con maggiore trasparenza. Inoltre si introduce la regola della rotazione obbligatoria della società di revisione, entro un periodo massimo di sei anni, che potrà essere più esteso in alcune circostanze.

3.3 La Direttiva Prospetto: misure attuative

Nel corso dell'anno sono proseguiti i lavori per la definizione delle misure attuative della Direttiva 2003/71/CE (Direttiva Prospetto) così come modificata dalle Direttive 2010/73/UE e 2010/78/UE.

In particolare nel gennaio 2012 la Commissione Europea ha pubblicato una proposta di regolamento che recepisce un primo parere tecnico rilasciato dall'Esm, il 4 ottobre 2011, in materia di schemi di prospetto sem-

plificati per le offerte in opzione di titoli azionari, offerte/quotazioni di titoli emessi da piccole e medie imprese (Pmi) e società a ridotta capitalizzazione (*small caps*) e offerte di strumenti finanziari *non equity* emessi in modo continuo o ripetuto da enti creditizi, qualora il corrispettivo totale dell'offerta nell'Unione, calcolato su un periodo di dodici mesi, sia inferiore a 75 milioni di euro. Il parere ha altresì riguardato la definizione degli schemi della nota di sintesi del prospetto (*summary*), dei contenuti delle cosiddette informazioni chiave (*key information*) da inserire nella nota di sintesi e la definizione degli schemi delle condizioni definitive (*final terms*) relative al prospetto di base.

L'Esma ha previsto notevoli semplificazioni dei contenuti dei prospetti, in linea con gli obiettivi delineati in sede di revisione della Direttiva, in modo da accrescere l'efficienza e la competitività degli emittenti europei mediante una riduzione degli oneri amministrativi. La semplificazione non va tuttavia a discapito della protezione dell'investitore, posto che nel caso degli emittenti quotati l'alleggerimento dei contenuti del prospetto riguarda le informazioni regolamentate già a disposizione del mercato. Nel caso delle Pmi la semplificazione si giustifica alla luce dell'esigenza di adattare il regime informativo alle ridotte dimensioni dell'emittente, mentre nel caso delle offerte di titoli obbligazionari effettuate da banche essa trova motivo nel contenuto importo dell'emissione (75 milioni di euro) e nel fatto che i soggetti emittenti sono sottoposti a vigilanza prudenziale.

Per ciò che concerne, poi, la nota di sintesi del prospetto, il parere dell'Esma indica le 'informazioni chiave' da includere nel *summary* e le relative modalità di rappresentazione, al fine di standardizzarne i contenuti e di consentire agli investitori di comparare offerte di strumenti finanziari omogenei.

Per quanto attiene, infine, alla definizione degli schemi di condizioni definitive del prospetto di base, il parere dell'Esma ha proposto regole specifiche con riguardo sia al contenuto sia al modello di presentazione.

L'Autorità europea, inoltre, ha posto in consultazione il 13 dicembre un secondo parere tecnico alla Commissione Europea con riferimento alle modalità di rilascio del consenso dell'emittente per l'utilizzo del prospetto inizialmente pubblicato, in caso di rivendita da parte di intermediari finanziari di strumenti finanziari originariamente offerti al pubblico dall'emittente stesso (cosiddetto *retail cascade*) e i possibili emendamenti da apportarsi al Regolamento 809/2004.

Nel corso dell'anno, infine, l'Esma esprimerà un parere relativo, tra l'altro, alla revisione della disciplina dei prospetti di obbligazioni convertibili e all'individuazione dei criteri per valutare l'equivalenza di mercati di paesi terzi (affinché gli emittenti di paesi terzi possano beneficiare dell'esenzione dal prospetto per le offerte di strumenti finanziari ai dipendenti).

3.4 Il Libro Verde CE in materia di *corporate governance*

Nell'aprile 2011 la Commissione Europea ha pubblicato un Libro Verde in materia di *corporate governance*, avviando una consultazione mirata a valutare l'efficacia del quadro vigente. Il Libro Verde affronta tre aree tematiche.

La prima riguarda il consiglio di amministrazione e, in particolare, la composizione – per i profili afferenti alla diversità professionale, di genere e internazionale – e il funzionamento dell'organo – per gli aspetti relativi, ad esempio, alle misure tese ad assicurare che gli amministratori non esecutivi dedichino sufficiente tempo al mandato assunto o al coinvolgimento con cadenza regolare di consulenti esterni nella procedura di autovalutazione del consiglio. Dagli esiti della consultazione, pubblicati nel *Feedback Statement* del 15 novembre 2011, emerge la preferenza del mercato per un approccio che garantisca flessibilità nell'applicazione delle prassi in materia di *corporate governance*. In tema di composizione del consiglio di amministrazione si evidenzia un generale consenso sui benefici della diversità ma con riguardo alle quote di genere, ad esempio, molti operatori preferiscono l'adozione di misure su base volontaria piuttosto che obbligatoria. Anche rispetto ai temi del funzionamento del consiglio, la maggioranza dei rispondenti ritiene difficile individuare un approccio applicabile a tutte le realtà.

La seconda area tematica riguarda il ruolo degli azionisti nel governo societario delle imprese. Tra i temi sollevati in questo ambito, il Libro Verde chiede se il quadro regolamentare debba offrire agli azionisti di minoranza ulteriori diritti, in particolare in società caratterizzate dalla presenza di azionisti di controllo. La maggior parte dei partecipanti alla consultazione propende per una risposta negativa, anche se alcuni suggeriscono un più efficace coinvolgimento delle minoranze nella nomina degli amministratori, ad esempio attribuendo loro il diritto di designarne alcuni.

Infine l'ultimo tema riguarda l'opportunità di attribuire a organismi di controllo il compito di monitorare il rispetto del principio *comply or explain* sotteso ai codici di comportamento in materia di governo societario e intraprendere iniziative di *enforcement* in caso di inadeguata trasparenza. Sebbene il mercato condivida l'opportunità di fornire spiegazioni sufficientemente dettagliate in caso di mancata adozione delle prassi di governo societario, si ritiene opportuno attribuire la verifica della qualità informativa di tali spiegazioni a soggetti di natura privatistica (investitori o associazioni) piuttosto che a organismi di controllo.

Sul tema della composizione di genere degli organi sociali la Commissione Europea ha avviato il 5 marzo 2012 una nuova consultazione nell'intento di individuare possibili interventi a livello UE tesi a riequilibrare la rappresentanza uomo-donna negli organi di amministrazione.

3.5 La revisione della Direttiva Mifid

Il 20 ottobre 2011 la Commissione Europea, in esito alla consultazione pubblica conclusasi il 2 febbraio, ha presentato le proposte concernenti la revisione della Mifid. L'intervento normativo si articola in due testi cosiddetti di 'livello 1': la nuova Mifid e un regolamento (Mifir) che disciplina i profili più tecnici attualmente oggetto di misure di 'livello 2'. La scelta di ricorrere allo strumento del regolamento riflette l'obiettivo di incrementare il grado di armonizzazione e ridurre i margini di discrezionalità lasciati agli Stati membri nella fase di attuazione della normativa europea.

Le modifiche proposte attengono tanto alla disciplina degli intermediari quanto alla disciplina dei mercati.

La disciplina dei mercati

Le dinamiche strutturali dei mercati e talune lacune della regolamentazione, emerse anche in occasione della crisi finanziaria, hanno evidenziato diverse aree di criticità nell'assetto della Mifid. Tra i fattori che hanno concorso a rendere carente od obsoleta la disciplina si annoverano la diffusione di nuove piattaforme di negoziazione, l'innovazione tecnologica e lo sviluppo dei sistemi altamente automatizzati, l'applicazione del regime di trasparenza delle negoziazioni ai soli strumenti azionari e la crescente frammentazione degli scambi.

La proposta di revisione tiene conto dell'evoluzione dei mercati introducendo una nuova tipologia di piattaforma di negoziazione (cosiddetta *organised trading facility*), che viene qualificata come un servizio di investimento sottoposto ad apposita autorizzazione. In continuità con le Linee guida pubblicate dall'Esma il 22 dicembre scorso, inoltre, la proposta disciplina per la prima volta il fenomeno del *trading* algoritmico sia rispetto alle imprese di investimento, sia rispetto alle *trading venues*. L'attenzione si concentra sui sistemi di controllo che devono essere attuati dai soggetti vigilati per assicurare l'ordinato ed equo svolgimento delle negoziazioni, nonché prevenire possibili abusi di mercato.

Per le imprese di investimento che svolgono *trading* algoritmico sono di particolare rilievo gli obblighi di fornire all'autorità competente la descrizione delle strategie utilizzate, con i limiti e i parametri a cui il sistema è soggetto, e di garantire regolarmente liquidità al mercato su cui operano, indipendentemente dalle condizioni del mercato stesso.

Per le piattaforme di negoziazione, tra i requisiti di maggior interesse si segnalano l'utilizzo di sistemi che abbiano capacità sufficienti per trattare volumi di ordini imprevisi e siano in grado di gestire casi di *market stress* nonché di garantire la *business continuity*; l'utilizzo di sistemi e procedure per rifiutare ordini che superino soglie predefinite di prezzo o volumi (o che sono chiaramente errati), sospendere temporaneamente le negoziazioni

nel caso di movimenti significativi di prezzo di uno strumento finanziario in un breve periodo di tempo e, in casi eccezionali, cancellare o modificare una transazione; l'obbligo di rendere disponibili i dati sul *book* di negoziazione o garantirne l'accesso per il monitoraggio delle negoziazioni in caso di richieste da parte dell'autorità competente.

La Commissione Europea propone altresì di estendere gli obblighi di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione ai mercati *non-equity*. Tale previsione è peraltro in linea con l'ordinamento domestico e risponde all'esigenza di colmare una lacuna da tempo evidenziata dall'Istituto anche in ambito internazionale.

La proposta della Commissione Europea in materia di consolidamento delle informazioni sulle negoziazioni non rimuove le relative criticità, in quanto fa affidamento ancora una volta sulle forze di mercato, nonostante l'esperienza applicativa abbia evidenziato l'inefficacia di tale soluzione. Sarebbe invece più opportuno individuare un singolo soggetto preposto al consolidamento.

La proposta interviene anche in materia di *transaction reporting*, che attualmente obbliga gli intermediari a comunicare i dettagli delle operazioni effettuate su strumenti finanziari ammessi a negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione Europea alla propria autorità competente il più rapidamente possibile e, al più tardi, entro la fine del giorno lavorativo successivo; ciascuna autorità competente, inoltre, è tenuta a porre in atto le misure necessarie affinché anche l'autorità competente del mercato più pertinente riceva tali informazioni. In particolare la proposta migliora e rafforza il flusso informativo nei confronti delle autorità competenti, estendendo l'ambito di applicazione dell'obbligo di *reporting* rispetto alle *trading venues*, ai soggetti e alla tipologia di informazioni che devono essere trasmesse; inoltre essa fornisce chiarimenti in merito all'iter formale di approvazione e verifica dei requisiti dei canali utilizzati per l'adempimento dell'obbligo.

La disciplina degli intermediari

Le proposte di revisione della disciplina degli intermediari si qualificano sia come interpretazione autentica del quadro vigente sia come vere e proprie innovazioni.

Sono riconducibili alla prima tipologia gli interventi relativi all'*investor protection*, che peraltro si muovono lungo direttrici già percorse dal legislatore italiano con la legge sulla tutela del risparmio del 2005, dalla Consob in occasione dell'attività interpretativa e di vigilanza e dagli operatori nazionali con il supporto delle Associazioni di categoria. Il riferimento riguarda, in particolare, l'applicazione delle regole di condotta anche alla vendita diretta di prodotti finanziari, che presentano strutture particolarmente complesse o elevati profili di rischio, emessi da banche e imprese di inve-

stimento. Un'ulteriore previsione in linea con gli orientamenti già espressi dall'Istituto è quella che stabilisce, nell'ambito dei requisiti organizzativi degli intermediari, la necessità di garantire coerenza tra le politiche commerciali adottate – in termini di prodotti e servizi offerti – e i bisogni della clientela.

I chiarimenti in tema di requisiti organizzativi degli intermediari sono rilevanti anche con riguardo alle nuove disposizioni contenute nel Mifir in materia di '*product intervention*'. La Commissione Europea propone, in conformità a quanto previsto dal Regolamento istitutivo dell'Esma, di porre in capo all'Autorità europea il potere di proibire talune tipologie di pratiche commerciali ovvero di vietare o restringere la distribuzione di prodotti finanziari. Analoghi poteri vengono riconosciuti, in ipotesi particolari, anche alle competenti autorità nazionali. Tale previsione rappresenta, per certi versi, un'estensione di una forma di intervento già prevista nell'ordinamento domestico, ossia i provvedimenti ingiuntivi ex art. 51 del Tuf e sembra configurarsi come un potere 'sussidiario' rispetto ad altre misure (prime fra tutte quelle relative alla coerenza tra politiche commerciali e bisogni della clientela).

Tra le innovazioni proposte si ricorda inoltre l'applicazione delle regole di condotta dettate dalla Mifid anche alla distribuzione e consulenza relative ai 'depositi strutturati'; la proposta si pone nel solco delle linee di riforma già tratteggiate dalla Commissione Europea nei lavori in tema di *pre-packaged retail investment products* (prips).

Con riferimento al servizio di consulenza viene, inoltre, prospettata una tipizzazione normativa che all'interno del *genus* consulenza distingue la *species* consulenza indipendente. Per essa viene quindi prevista un'apposita disciplina mediante l'imposizione all'intermediario dell'obbligo di valutare un numero sufficientemente ampio di prodotti (per tipologia ed emittente) e del divieto di percepire qualsiasi forma di pagamento o incentivo (cosiddetti *inducements*) corrisposti da soggetti diversi dal cliente (tipicamente l'emittente dei prodotti oggetto di raccomandazione).

La proposta elaborata dalla Commissione Europea chiarisce, inoltre, la necessità che i prestatori del servizio di consulenza rendano comunque edotti i clienti in merito alle caratteristiche salienti del 'tipo' di attività in concreto offerta.

In tale prospettiva le previsioni in parola specificano che gli intermediari sono tenuti a comunicare ai clienti se l'attività di consulenza risulti fondata su un'analisi ampia ovvero ristretta di strumenti finanziari presenti sul mercato e se la valutazione di adeguatezza degli investimenti oggetto di raccomandazione venga effettuata su base continuativa. La proposta in esame prospetta, altresì, la necessità che gli intermediari informino i clienti in merito alle motivazioni che hanno portato a ritenere l'operazione di investimento consigliata coerente con le caratteristiche dell'investitore.

3.6 La revisione della Direttiva sugli abusi di mercato

Il 20 ottobre 2011 la Commissione Europea ha pubblicato una proposta di revisione dell'attuale disciplina in materia di abusi di mercato, attualmente regolata dalla Direttiva 2003/6/CE (Mad) e da norme di secondo livello (Direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE e Regolamento 2273/2003). La proposta fa seguito a una consultazione avviata il 28 giugno 2010, cui l'Istituto aveva partecipato con un proprio contributo.

L'opportunità di rivedere la regolamentazione in materia di abusi di mercato trova spiegazione, secondo la Commissione Europea, nell'esigenza di tener conto delle nuove piattaforme di negoziazione, semplificare gli obblighi per le piccole e medie imprese e far convergere i diversi sistemi sanzionatori nazionali, che, come evidenziato in capillari lavori del Cesr (ora Esma), sono caratterizzati da importanti differenze. Per realizzare quest'ultima finalità la proposta di revisione si avvale di un Regolamento, immediatamente applicabile negli Stati membri, per le fattispecie sanzionate in via amministrativa e di una Direttiva per quelle sanzionate in via penale.

L'introduzione obbligatoria e non più facoltativa (come previsto dalla Mad) di sanzioni penali rappresenta un'innovazione assoluta. Le sanzioni penali sono previste solo per gli illeciti commessi con dolo e, salvo due eccezioni, riguardano fattispecie prossime a quelle indicate nel Regolamento. La proposta non specifica espressamente se le sanzioni penali siano alternative ovvero si aggiungano a quelle amministrative (cosiddetto 'doppio binario' sanzionatorio); tuttavia, l'interpretazione del combinato disposto dei testi della Direttiva e del Regolamento fa propendere per l'adozione del 'doppio binario'.

Con riferimento al Regolamento, tra le principali novità della disciplina si segnalano la nuova fattispecie dell'*insider not trading* (quando l'*insider*, ricevuta l'informazione privilegiata, sospende l'esecuzione di operazioni che aveva già deciso di effettuare), alcuni esempi di manipolazione del mercato di tipo operativo basati sul *trading* algoritmico e un'apposita regolamentazione in materia di 'informatori' (*whistleblowers*), finalizzata a incentivare la segnalazione di abusi di mercato alle autorità competenti.

Tra le tematiche più sensibili che sono state discusse in ambito comunitario si ricordano la nozione di informazione privilegiata, l'abrogazione delle prassi di mercato ammesse, la pubblicazione delle operazioni da parte di manager e di soggetti che controllano l'emittente (*internal dealing*) e l'ammontare delle sanzioni pecuniarie.

Con riguardo alla nozione di informazione privilegiata, le criticità nascono dal fatto che la Commissione Europea, nel rimediare alle difficoltà derivanti dall'utilizzo nella Mad di una sola nozione di informazione per individuare sia gli abusi sia gli obblighi informativi in capo agli emittenti, ha

seguito l'approccio britannico secondo il quale l'informazione privilegiata, così come dettagliatamente definita nella Direttiva, rileva ai fini degli obblighi di comunicazione per gli emittenti, mentre ai fini dell'abuso rilevano le informazioni rilevanti, caratterizzate da un minore grado di precisione e di materialità. Questa impostazione, diversa dall'approccio seguito in ambito domestico, richiederebbe una difficile 'rimodulazione' della tradizionale nozione di informazione privilegiata (risalente al 1989), comportando una maggiore incertezza per gli operatori.

Per le fattispecie di manipolazione del mercato di tipo operativo il Regolamento non prevede più le difese che la Mad concede qualora le condotte siano poste in essere in conformità alle prassi di mercato ammesse dall'autorità nazionale competente. Nell'esperienza di vigilanza, tuttavia, le prassi di mercato si sono rivelate uno strumento utile a ridurre le incertezze connesse a modalità di negoziazione che si collocano in un'area grigia; la loro abrogazione può quindi aumentare l'ambiguità e inibire pratiche operative che di fatto non sono lesive per il mercato. Al momento sono state riconosciute in ambito europeo quattro tipi di prassi, due delle quali anche in Italia: una attinente all'attività di sostegno della liquidità e una all'acquisto di azioni proprie. Lo scorso 1° marzo 2012, inoltre, è stata avviata una consultazione per l'ammissione di una terza prassi relativa al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate.

Riguardo all'*internal dealing* il Regolamento conferma la disciplina vigente, ma non include tra i soggetti obbligati anche coloro che dispongono di una partecipazione superiore al 10 per cento o che comunque controllino l'emittente, come attualmente previsto dal Tuf. Questa disposizione tuttavia ha un importante valore informativo per il mercato, specie in Italia dove la concentrazione dell'azionariato è elevata, ed è comunque utile per prevenire casi di abuso.

Un altro profilo di criticità emerge con riferimento alla disciplina dei massimi edittali delle sanzioni amministrative: in particolare, è previsto che il massimo debba essere non inferiore a 5 milioni di euro per le persone fisiche o al 10 per cento del fatturato totale annuo per le persone giuridiche e, comunque, non inferiore al doppio del profitto derivante dalla violazione. Benché le proposte avanzate dalla Commissione Europea siano compatibili con la forbice edittale attualmente sancita dalla disciplina nazionale per gli illeciti di abuso, potrebbe essere notevole l'impatto per le altre violazioni riguardanti, ad esempio, le disposizioni in tema di comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, *internal dealing*, diffusione di ricerche o raccomandazioni, registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate. Per tali violazioni, infatti, il massimo edittale applicabile in ambito nazionale è pari attualmente a 500 mila euro.

3.7 I Regolamenti europei sugli strumenti derivati *over the counter* e sulle posizioni corte

Le proposte della Commissione Europea in materia di derivati *over the counter* (Otc), contenute nella *European Market Infrastructure Regulation* (Regolamento Emir) e di vendite allo scoperto e taluni aspetti dei Cds (cosiddetto Regolamento *Short selling*) rappresentano una risposta a talune criticità emerse con particolare evidenza a seguito della crisi finanziaria del 2008.

Con riguardo ai derivati Otc, l'assenza di obblighi di trasparenza impedisce alle autorità di conoscere l'esposizione in derivati degli intermediari e, quindi, di avere un quadro completo sulla distribuzione dei rischi all'interno del sistema finanziario; inoltre, gli attori del mercato dei derivati Otc non attenuano sufficientemente il rischio di controparte, con la conseguenza che l'insolvenza di un operatore può trasmettersi rapidamente ad altri partecipanti generando effetti sistemici.

Al fine di accrescere la trasparenza del mercato dei derivati, il regolamento Emir, in relazione al quale è stato raggiunto l'accordo politico nel febbraio 2012, introduce l'obbligo di comunicare tutti i contratti, non solo Otc, a centrali di dati, i cosiddetti repertori di dati sulle negoziazioni (*trade repositories*). Tali repertori dati saranno registrati e vigilati dall'Esma; essi inoltre dovranno pubblicare le posizioni aggregate per classi di derivati.

Per tutti i contratti derivati Otc che presentino determinate caratteristiche in termini di standardizzazione, ove lo si ritenga necessario per ridurre il rischio sistemico, viene inoltre introdotto un obbligo di compensazione e garanzia (*clearing*) da parte di una controparte centrale europea o estera (autorizzata o riconosciuta ai sensi della disciplina prevista nel Regolamento). Tale obbligo si applicherà alle imprese finanziarie e alle imprese non finanziarie. Con riguardo a queste ultime, tuttavia, l'obbligo varrà rispetto a tutti i derivati Otc conclusi solo ove l'attività speculativa posta in essere (con esclusione quindi delle operazioni relative alla copertura di rischi commerciali o all'attività di tesoreria) superi una determinata soglia. L'obbligo non si applicherà alle operazioni che il Regolamento qualifica come infragruppo. Per i contratti Otc non soggetti a *clearing* sono previste misure alternative di mitigazione del rischio.

A fronte dei maggiori rischi incorsi, il Regolamento detta condizioni per l'autorizzazione e il funzionamento delle controparti centrali, introducendo in particolare requisiti prudenziali, misure organizzative e di *governance*.

Per quanto concerne le vendite allo scoperto, la fase successiva alla crisi finanziaria del 2008 ha visto una proliferazione di provvedimenti delle singole autorità nazionali volti a limitare o vietare tale attività. In un contesto di forte instabilità, infatti, le vendite allo scoperto possono accelerare la spirale della discesa dei prezzi dei titoli azionari con conseguenze sistemiche. Come si è già ricordato nel paragrafo 1.2 del Capitolo I '*Il contesto istituzionale ed economico*', il Regolamento *Short selling*, che entrerà in vigore il 1°

novembre 2012, si propone l'obiettivo di assicurare un coordinamento degli interventi a livello comunitario. Esso prevede l'introduzione di un obbligo di notifica nei confronti delle autorità competenti (*reporting*) – funzionale a consentire l'individuazione della creazione di posizioni che potrebbero avere un impatto sulla stabilità dei mercati – e di un obbligo di trasparenza nei confronti del mercato (*disclosure*).

In particolare, l'obbligo di notifica concerne le 'posizioni nette corte' (ovvero le posizioni corte, al netto delle posizioni lunghe, incluse quelle assunte attraverso strumenti finanziari derivati) su azioni e titoli di Stato al di sopra di determinate soglie. Le soglie rilevanti con riferimento alle azioni di società quotate sono fissate nel Regolamento, mentre le soglie rilevanti per i titoli di Stato saranno definite dalla Commissione Europea nell'ambito delle misure di livello 2.

Gli obblighi di *disclosure*, sempre applicabili al superamento di determinate soglie, si riferiscono esclusivamente alle posizioni nette corte su azioni.

Il Regolamento prevede altresì restrizioni relative alle vendite allo scoperto in quanto tali e alla negoziazione di Cds sovrani non di copertura. Per quanto concerne l'ammissibilità delle vendite allo scoperto di azioni e titoli di Stato, sono consentite solo quelle 'con provvista di titoli garantita' o in cui il venditore abbia preso accordi per assicurarsi la disponibilità dei titoli prima della vendita (*covered short selling*); è rimessa alle misure di livello 2 la definizione delle condizioni relative alla seconda ipotesi.

Con riferimento, invece, ai Cds su emittenti sovrani il Regolamento vieta l'assunzione di posizioni non di copertura. È demandata alle misure di livello 2 la definizione di copertura.

In presenza di una minaccia seria alla stabilità finanziaria o alla fiducia di mercato il Regolamento legittima l'adozione di misure straordinarie da parte delle autorità competenti. Il coordinamento delle misure di emergenza adottate dalle autorità competenti è affidato all'Esma, cui è anche attribuito un potere di intervento diretto in circostanze eccezionali.

3.8 La nuova proposta di regolamento sulle agenzie di rating

La nuova proposta di regolamento sulle agenzie di rating attualmente in discussione presso il Consiglio e il Parlamento Europeo (cosiddetto CRA3) contiene misure tese da un lato a ridurre l'eccessivo affidamento (*over-reliance*) degli investitori sui giudizi di rating, dall'altro a rendere più stringente la regolamentazione in materia di conflitto di interessi, indipendenza delle agenzie e trasparenza e qualità dei giudizi.

Al fine di attenuare gli effetti sul mercato del cambiamento di un giudizio di rating, la proposta di regolamento prevede che le istituzioni finanziarie debbano procedere a svolgere proprie valutazioni del rischio di credito, evitando di basarsi esclusivamente o automaticamente sui rating esterni, e che le autorità di vigilanza debbano verificare che le istituzioni finanziarie adottino processi di valutazione adeguati e non facciano eccessivo affidamento sui rating. Inoltre, viene previsto che vengano eliminati i riferimenti ai rating sia nelle Direttiva Ucits (Organismi di Investimento Collettivo) e Aifm (Fondi di Investimento Alternativi) sia nelle raccomandazioni, orientamenti e norme tecniche emanate dall'Esma, dall'Eba e dalla *European Insurance and Occupational Pension Authority* (Eiopa), qualora tali riferimenti possano generare un affidamento di tipo 'meccanicistico' sui rating. Un approccio analogo dovrebbe essere adottato con riferimento al processo di modifica della Direttiva sui requisiti di capitale, anch'essa attualmente in corso di revisione.

La proposta di regolamento prevede un meccanismo obbligatorio di rotazione delle agenzie di rating per quanto concerne i *rating solicited* relativi a uno stesso emittente, allo scopo di stimolare la concorrenza e ridurre possibili conflitti di interessi. La rotazione dovrebbe avvenire oltre un periodo massimo di sei anni, con un *cooling-off period* di sette anni prima che l'agenzia possa svolgere di nuovo un incarico per lo stesso emittente.

Sono previste, inoltre, una serie di misure finalizzate a rafforzare l'indipendenza delle agenzie di rating, ad esempio rispetto ai propri azionisti: tra le altre, il divieto, per gli azionisti di un'agenzia che possiedono almeno il 5 per cento del capitale o dei diritti di voto della stessa, di detenere una soglia pari o superiore al 5 per cento in un'altra agenzia.

Ulteriori misure riguardano la vigilanza e l'autorizzazione di nuove metodologie di rating introdotte dalle agenzie (o di revisione delle metodologie esistenti). Tra queste, merita attenzione la previsione dell'obbligo per le agenzie di sottoporre preventivamente all'Esma le nuove metodologie adottate (o modificate), ai fini della valutazione della conformità ai requisiti del Regolamento. Tale norma potrebbe generare il rischio di accrescere, tramite il conferimento di un 'marchio di qualità' del supervisore, l'eccessivo affidamento nei giudizi di rating.

Il Regolamento propone, infine, un sistema di responsabilità civile delle agenzie, nel caso di violazioni commesse con dolo o colpa grave che abbiano avuto un impatto sul giudizio, sul quale l'investitore ha fatto affidamento nel decidere di acquistare un determinato strumento finanziario. In tal caso l'investitore può intraprendere un'azione di responsabilità per ogni danno che ritiene di aver subito in conseguenza del comportamento illecito dell'agenzia.

3.9 La Direttiva sui fondi di investimento alternativi: misure attuative

La Direttiva 2011/61/EU dell'8 giugno 2011 (Aifmd) si propone di definire un quadro europeo armonizzato in materia di controllo e vigilanza dei rischi posti per la stabilità dei mercati finanziari dalle politiche di investimento dei fondi alternativi, ossia dei fondi non armonizzati ai sensi della Direttiva 2009/65/CE (Ucits IV). Gli effetti potenzialmente destabilizzanti sono riconducibili agli elementi distintivi delle politiche di investimento di tali fondi, quali l'obiettivo di conseguire 'rendimenti assoluti' indipendentemente dall'andamento dei mercati, l'utilizzo dell'effetto leva e l'investimento in *asset* poco liquidi.

L'ambito di applicazione della Aifmd è relativo a tutti i gestori di fondi non armonizzati, con due soli casi di esenzioni legati al controvalore dei fondi gestiti.

Con riferimento alle misure di livello 2, in corso di definizione, l'Esma ha pubblicato il 16 novembre 2011 un parere tecnico alla Commissione Europea concernente, tra l'altro, le disposizioni generali della Direttiva in tema di requisiti operativi, di obblighi di trasparenza e di ricorso alla leva finanziaria.

Con riguardo ai requisiti operativi cui il soggetto gestore di fondi alternativi è tenuto a conformarsi e in base ai quali le autorità competenti valutano il rispetto dei doveri di diligenza e correttezza previsti dalla Aifmd, il parere tecnico elaborato dall'Esma fa riferimento alle misure di pari livello adottate al riguardo in ambito Ucits IV e Mifid, allo scopo di garantire il *level playing field*. È stato seguito il medesimo approccio anche con riferimento alla definizione delle misure relative alla gestione degli ordini, alla *best execution*, agli *inducements* e all'individuazione delle tipologie di conflitto di interessi.

Nel parere tecnico, inoltre, sono stati elencati i presidi che il gestore è tenuto ad adottare nel caso in cui opti per un assetto organizzativo che non prevede la separatezza tra la funzione di monitoraggio del rischio e le funzioni operative, facoltà introdotta dalla Aifmd in ossequio al principio di proporzionalità.

A motivo, inoltre, del frequente utilizzo da parte dei fondi alternativi dell'effetto leva, il parere tecnico ha elaborato i principi generali per il computo della stessa, distinguendo differenti metodi e definendo i relativi criteri di applicazione.

In tema di trasparenza informativa è stato definito il contenuto dei rendiconti dei fondi, il dettaglio delle informazioni rilevanti ai fini del monitoraggio del rischio sistemico da trasmettere alle autorità competenti, nonché le informazioni da comunicare agli investitori.

Con riguardo all'operatività transfrontaliera dei gestori, la Aifmd prevede che i gestori non europei, al fine di operare sul territorio comunitario in regime di passaporto, debbano essere autorizzati dall'autorità di un paese membro, sempreché appositi *memoranda of understanding* con le autorità del paese di origine assicurino lo scambio di informazioni utili allo svolgimento dell'attività di vigilanza.

3.10 Le iniziative in materia di *exchange traded funds*

Nell'ambito dei fondi Ucits la crescita e l'innovazione sperimentate dagli *exchange traded funds* (Etf), fondi comuni quotati in borsa che replicano l'andamento degli indici di mercato, hanno lasciato emergere importanti criticità sia per la tutela degli investitori sia per la stabilità del sistema finanziario (si veda il paragrafo 2 del precedente Capitolo I '*Il contesto istituzionale ed economico*').

La proposta dell'*Investment Management Standing Committee* (Imsc), un gruppo di esperti costituito in seno all'Esma e presieduto dalla Consob, individua appositi presidi di trasparenza e correttezza per la gestione dei profili di attenzione connessi alla politica di investimento degli Etf. Una prima versione del documento elaborato dall'Imsc è stata posta in consultazione dall'Esma il 30 gennaio 2012.

Sotto il profilo della trasparenza si richiede, anzitutto, che nella documentazione d'offerta sia fornita una chiara rappresentazione dell'indice che il fondo intende replicare, oltretché delle stesse modalità di replica (fisica *versus* sintetica). Si richiede altresì l'esplicitazione delle particolari tecniche gestionali eventualmente impiegate e i rischi connessi. Sono, inoltre, previste specifiche avvertenze per gli Etf la cui politica di investimento si basa su una struttura finanziaria più sofisticata (ad esempio, Etf a leva).

Dal punto di vista della correttezza, è prevista l'applicazione dei principi già sanciti dalla Direttiva Ucits secondo un approccio unitario teso ad applicare la medesima disciplina a politiche di investimento che, pur differenti, sono connotate da analoghi profili di rischio. Ad esempio nel caso in cui il portafoglio del fondo si trovi esposto al rischio di controparte, il gestore è tenuto a conformarsi ai principi già previsti nelle Linee guida del Cesr in materia di rischio di controparte relativo ai derivati Otc, che fanno riferimento, tra l'altro, alla diversificazione e all'adeguato merito di credito dell'emittente degli strumenti finanziari corrisposti a titolo di *collateral* (*Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for Ucits – Cesr/10-788*).

3.11 La proposta di regolamento in materia di *venture capital*

Nel dicembre 2011 la Commissione UE ha presentato un piano di azione volto a semplificare l'accesso ai capitali da parte delle piccole e medie imprese (Pmi), comprendente anche una proposta di regolamento relativa ai fondi europei di *venture capital*.

La proposta prevede un regime normativo uniforme per la commercializzazione negli Stati membri di quote di fondi chiusi che investono, in misura pari almeno al 70 per cento delle risorse disponibili, in titoli rappresentativi del capitale di Pmi aventi determinati requisiti patrimoniali e di fatturato. Al fine di semplificare la raccolta da parte dei fondi di *venture capital* di risorse da destinare alle Pmi e in ragione del limitato rischio sistemico associato alla loro attività, si prevede inoltre un regime meno complesso di quello adottato per i fondi d'investimento alternativi non rientranti nel perimetro di applicazione della citata Aifmd, in termini sia di requisiti prudenziali sia di regole di condotta.

In parallelo la Commissione UE ha presentato una proposta di regolamento riguardante i fondi europei per l'imprenditoria sociale, al fine di agevolare, sempre attraverso una disciplina armonizzata, il reperimento di risorse finanziarie da parte delle imprese europee a carattere sociale, in tal modo favorendo una crescita solidale e sostenibile. Tali fondi sono tenuti a investire almeno il 70 per cento del capitale raccolto in imprese sociali che perseguano obiettivi di interesse generale.

I gestori dei fondi di *venture capital* e dei fondi europei per l'imprenditoria sociale che soddisfino i requisiti indicati nelle rispettive proposte di regolamento potranno usufruire di un 'passaporto' per effettuare attività di raccolta all'interno della UE nei confronti di investitori qualificati, per tali intendendosi i clienti professionali come definiti dalla Mifid e le persone fisiche sufficientemente informate e disposte a investire un ammontare minimo pari a 100 mila euro (*High Net Worth Individuals*).

3.12 Le iniziative in materia di regime sanzionatorio

Le recenti iniziative di revisione delle principali direttive del Fsap hanno fatto emergere alcuni nuovi orientamenti della Commissione Europea in materia di disposizioni sanzionatorie per comportamenti non conformi alla disciplina, improntati alla maggiore armonizzazione, affinché le sanzioni siano sufficientemente dissuasive in tutti gli Stati membri.

La Commissione interviene, in primo luogo, nella disciplina dei massimi edittali, affermando il principio che essi debbano essere tali da compensare gli eventuali benefici derivanti dalla violazione, in termini sia di guadagni realizzati sia di perdite evitate. Nelle diverse proposte di revisione delle direttive vengono quindi fissati i livelli minimi dei massimi edittali, relativamente

ai quali viene stabilito un *floor*, costituito dal doppio del profitto derivante dalla violazione (se determinabile).

Viene chiesto agli Stati membri di assicurare che, nel caso di violazione degli obblighi posti a carico delle entità disciplinate, le relative sanzioni e misure amministrative possano essere irrogate nei confronti degli esponenti aziendali di tali entità e di ogni altra persona fisica o giuridica che, ai sensi della legislazione nazionale, risulti responsabile della violazione.

La normativa italiana è in linea con tali proposte nella parte in cui si prevede che le sanzioni amministrative possano essere irrogate nei confronti delle persone fisiche che compongono gli organi preposti alla gestione dei soggetti disciplinati. Peraltro, nel nostro ordinamento la responsabilità degli enti è specificatamente prevista soltanto a titolo di responsabilità solidale delle società cui appartengono gli autori delle violazioni, le quali hanno l'obbligo di esercitare il diritto di regresso nei confronti di questi ultimi.

Si osserva, tuttavia, che al fine di rafforzare l'efficacia deterrente delle sanzioni anche nei confronti degli enti di appartenenza delle persone fisiche che hanno commesso le violazioni e incentivare l'adozione di misure organizzative volte a prevenire gli illeciti, sarebbe auspicabile assicurarsi che le proposte avanzate dalla Commissione Europea non siano incompatibili col mantenimento negli ordinamenti nazionali di forme di responsabilità solidale degli enti per il fatto commesso dai soggetti che li amministrano e gestiscono.

Rispetto alla pubblicazione dei provvedimenti sanzionatori irrogati, la Commissione Europea è orientata a richiedere alle autorità competenti di procedere sempre alla pubblicazione delle sanzioni, con l'unica eccezione dei casi in cui tale pubblicità possa recare grave pregiudizio ai mercati finanziari. Qualora la pubblicazione possa cagionare un danno sproporzionato alle parti coinvolte, a differenza del Tuf, che ne consente l'esclusione, si propone, al più, la pubblicazione del provvedimento in forma anonima.

Tale approccio, tuttavia, non sembra garantire la necessaria flessibilità nella valutazione dei casi in cui è ammessa la non pubblicazione del provvedimento sanzionatorio. In questo contesto, infatti, sarebbe preferibile che la nuova disciplina comunitaria non pregiudicasse la possibilità per gli ordinamenti nazionali di prevedere la pubblicazione in forma anonima del provvedimento sanzionatorio, tanto in caso di danno sproporzionato per le parti, quanto sulla base di un patteggiamento con l'autore dell'illecito.

Con la proposta di revisione della Direttiva in materia di abusi di mercato, la Commissione Europea ha previsto l'introduzione obbligatoria da parte degli Stati membri e non più facoltativa (come nella vigente Direttiva) di sanzioni penali (si veda il paragrafo 3.6). L'obiettivo è ancora una volta la ricerca di un'armonizzazione minima dei regimi penali degli Stati membri, ferma restando la facoltà per i singoli Stati di prevedere un livello di tutela del mercato più ampio rispetto a quello previsto dalla Direttiva. Tale cambio

di orientamento ha una significativa portata innovativa anche perché costituisce la prima iniziativa legislativa comunitaria fondata sul nuovo articolo 83(2) del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (il quale prevede l'adozione di norme minime comuni di diritto penale qualora esse risultino indispensabili per garantire l'effettiva attuazione di una politica dell'Unione Europea in un settore che è stato oggetto di armonizzazione).

Resta fermo che la proposta legislativa rispetta i requisiti essenziali individuati dalla stessa Commissione Europea con la Comunicazione 573/2011, *'Towards an EU criminal policy – Ensuring the effective implementation of EU policies through criminal law'*. Secondo tali requisiti il ricorso al diritto penale deve rimanere una misura di ultima istanza; le sanzioni devono essere limitate a reati particolarmente gravi; le nuove disposizioni di diritto penale devono rispettare i diritti fondamentali e le decisioni in materia di diritto penale o le sanzioni devono fondarsi su prove chiare e concrete, essere proporzionate al crimine ed essere adottate, a seconda dei casi, a livello locale, nazionale o europeo.

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

1 La vigilanza sull'informativa finanziaria

L'evoluzione della crisi e le prospettive incerte dell'attuale fase congiunturale aumentano le esigenze di informazione del mercato, con particolare riguardo ai rischi cui le società sono esposte, al patrimonio di cui dispongono per farvi fronte e alla effettiva capacità di generare reddito.

Anche per mitigare gli effetti negativi ascrivibili all'incertezza, è dunque indispensabile che gli emittenti garantiscano un'informativa adeguata affinché siano chiari l'impatto della crisi sulla situazione economico-patrimoniale e finanziaria, le scelte operative e strategiche e gli eventuali aggiustamenti rispetto al mutato contesto di riferimento. È pertanto essenziale il puntuale e pieno rispetto della normativa in tema di bilancio e principi contabili internazionali, che nel complesso delinea un quadro di regole idoneo a rispondere efficacemente al bisogno di informazione del mercato.

A tal fine l'Istituto, nell'ambito di un approccio di vigilanza di tipo proattivo, intende verificare la conformità alle regole contabili e alle *best practice* di settore dell'informativa finanziaria su temi di particolare rilievo che le società si propongono di rendere al mercato. L'azione di vigilanza verterà sui piani industriali e sulle previsioni economiche predisposte dagli emittenti nei precedenti esercizi allo scopo di valutare se gli obiettivi quantitativi comunicati al mercato siano ancora validi; particolare attenzione verrà riservata, inoltre, alla definizione della base di calcolo per la procedura di *impairment test* degli attivi di bilancio, con specifico riferimento all'avviamento.

2 I controlli sulla *governance* e gli assetti proprietari delle imprese

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulla nomina degli organi sociali, l'Istituto è intervenuto con richieste di trasparenza volte a mettere in luce possibili rapporti di collegamento tra liste.

Nel corso del 2011 l'Istituto ha per la prima volta deciso di assistere ad alcune delle assemblee delle società quotate, al fine di verificare il regolare svolgimento dei lavori e le modalità di partecipazione realmente offerte

agli azionisti di minoranza. In particolare, la partecipazione ha riguardato sei assemblee, caratterizzate da deliberazioni o vicende societarie più complesse, ad esempio nei casi di rinnovo degli organi sociali in presenza di più di due liste di candidati, di deliberazioni straordinarie connesse a situazioni di crisi e di segnalazioni pervenute per il tramite di esposti. La partecipazione del personale alle assemblee è avvenuta in qualità di meri uditori e non è stata resa nota agli azionisti.

La Commissione inoltre ha formulato richieste di trasparenza in occasione del rinnovo della composizione degli organi sociali di Mediobanca Spa, circa possibili collegamenti tra due delle tre liste presentate per la nomina del collegio sindacale: quella presentata da Unicredit Spa e quella presentata dalla Fondazione Cariverona. Al fine di evidenziare possibili legami tra liste la Consob ha richiesto alla Fondazione Cariverona di integrare le informazioni fornite al pubblico sulle relazioni esistenti con Unicredit e ha inoltre richiesto alla stessa Mediobanca di rendere note al mercato le proprie considerazioni sulla sussistenza di rapporti di collegamento tra tali liste. Alla luce di quanto argomentato dalla Fondazione, la Commissione ha inviato una ulteriore nota ai medesimi soggetti con la quale ha comunicato di ritenere sussistenti rapporti di collegamento tra le due liste, nella più ampia accezione intesa dal legislatore. A seguito di tale intervento e in linea con le posizioni successivamente espresse dagli organi sociali della stessa Mediobanca, i candidati della lista della Fondazione hanno ritirato la propria candidatura. Nel corso dell'assemblea tenutasi nel mese di ottobre, il sindaco di minoranza è stato espresso dalla terza lista presentata da un gruppo di investitori istituzionali.

Analogamente, anche in occasione della modifica del sistema di *governance* di Banca Popolare di Milano Scarl ('Bpm') e di rinnovo delle cariche sociali della stessa, la Commissione ha formulato richieste di trasparenza in ordine alla formazione e presentazione delle liste per la nomina del consiglio di sorveglianza, nonché a possibili collegamenti tra le stesse, con particolare riferimento a rapporti eventualmente sussistenti tra l'associazione 'Amici della Bipiemme' e la lista presentata dall'organismo di investimento collettivo in valori mobiliari Invest Industrial IV LP, anche tenuto conto delle modifiche statutarie introdotte su richiesta della Banca d'Italia. Le richieste di trasparenza hanno riguardato anche le modalità di progressione in carriera dei dipendenti della Banca, a seguito della diffusione di notizie stampa sull'esistenza di un documento stilato dalla succitata associazione sulle modalità di avanzamento in carriera dei suddetti dipendenti, e la controversia sorta tra la banca e un socio in merito alle modalità di accesso ai dati anagrafici contenuti nel libro soci. Infine, la Consob ha partecipato all'assemblea del 22 ottobre 2011 al fine di verificarne le modalità di svolgimento. In tale occasione l'assemblea ha appreso del contenuto di una lettera con la quale Banca d'Italia esortava a individuare i componenti del nuovo consiglio di gestione tra soggetti che non avessero già ricoperto incarichi in Bpm o nelle sue controllate e chiedeva altresì di consegnare la nota in questione al neo

eletto presidente del consiglio di sorveglianza per darne lettura all'inizio della prima seduta del nuovo organo consiliare. Su richiesta della Consob il contenuto della suddetta lettera è stato reso pubblico nella sua interezza.

Nel 2011 è entrato in vigore il nuovo Regolamento in materia di operazioni con parti correlate. In tale ambito, la Commissione ha verificato la corretta applicazione delle disposizioni regolamentari e l'adeguata informazione al pubblico sulle operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate. In applicazione del nuovo regime di trasparenza sono stati pubblicati 80 documenti informativi per operazioni, relative in gran parte ad acquisizioni o cessioni di attività e partecipazioni e operazioni di finanziamento da parte o nei confronti di controparti correlate. La Consob ha ricevuto, inoltre, 38 comunicazioni di operazioni ordinarie (così come definite dal Regolamento), relative a 19 società e concluse a condizioni equivalenti o standard. Tali operazioni, per le quali vi è stata una deroga agli obblighi di informazione al pubblico, hanno riguardato sia contratti di finanziamento sia contratti di fornitura di servizi.

Un altro intervento ha avuto ad oggetto l'assegnazione di compensi in favore di amministratori e altri dirigenti con responsabilità strategiche.

In occasione della revisione delle deleghe di Finmeccanica Spa, ad esito della quale il presidente del consiglio di amministrazione ha rassegnato le proprie dimissioni, la Commissione ha inviato alla società, ai sensi dell'art. 114 del Tuf, la richiesta di comunicare al mercato le decisioni assunte in merito all'attribuzione di compensi e altri benefici in favore degli amministratori con deleghe, con specifico riferimento a indennità in caso di cessazione anticipata, benefici successivi alla cessazione e impegni di non concorrenza, indicando altresì le procedure seguite nell'approvazione di tali decisioni. L'intervento trova la propria giustificazione nell'opportunità di garantire agli investitori immediata informazione circa elementi non desumibili dalla relazione sul governo societario pubblicata per l'esercizio 2010, tenuto conto che la composizione dell'organo amministrativo era stata rinnovata nel corso del 2011. Più in generale, si ritiene opportuno assicurare adeguata trasparenza sui trattamenti di fine rapporto degli amministratori esecutivi in caso di interruzione anticipata qualora tale informazione non sia ricavabile dall'informativa pubblicata *ex ante*, poiché non prevista da specifici accordi, ovvero poiché tali accordi sono stati modificati successivamente alla pubblicazione della relazione sul governo societario o sulla remunerazione. L'Istituto sottoporà alla consultazione del mercato una specifica norma volta a disciplinare tali situazioni.

3 La vigilanza sulle società di revisione

Nel corso del 2011 è proseguita l'attività di controllo di qualità sulle società di revisione iscritte all'albo Consob che, in continuità con l'approccio

di vigilanza seguito negli anni precedenti, 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 – 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 su entità di interesse pubblico, confermando l'approccio sperimentato nel corso del 2010 consistente nella verifica della correttezza del processo di revisione nelle sue fasi fondamentali.

L'esame degli incarichi in via preventiva ha interessato principalmente società appartenenti al settore finanziario (banche, Sim, Sgr). Con riferimento agli esiti dei controlli svolti sugli incarichi selezionati, le principali debolezze riscontrate rispetto alle norme tecniche di riferimento riguardano, in particolare, le diverse fasi della pianificazione dei lavori, le modalità di acquisizione degli elementi probativi, riconducibili all'assenza di verifiche sull'affidabilità dei dati contabili provenienti da entità esterne non soggette a controllo da parte del revisore (cosiddetto *outsourcing*), così come a carenze nelle modalità di svolgimento delle procedure di conferma esterna (particolarmente importanti nello svolgimento dell'*audit*) e nelle verifiche dei rapporti con parti correlate. È stata inoltre valutata la sufficienza e l'appropriatezza degli elementi acquisiti a supporto delle conclusioni formulate nella relazione di revisione con riferimento alle principali aree di bilancio (in termini di significatività e rischiosità) che, negli incarichi selezionati, hanno riguardato la revisione di immobilizzazioni materiali, partecipazioni in società controllate e non controllate, titoli in portafoglio, depositi e conti correnti, commissioni attive e passive. Infine, è stata rilevata una documentazione nelle carte di lavoro delle valutazioni a supporto delle conclusioni espresse nella relazione di revisione non sempre adeguata.

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 sugli aspetti sopra indicati, attraverso l'emanazione di disposizioni interne e la realizzazione di appositi interventi formativi.

Passando invece agli esiti dei controlli svolti sui requisiti organizzativo-procedurali, pur tenendo conto delle dimensioni dei soggetti sottoposti ai controlli, sono state rilevate numerose aree di debolezza che hanno formato oggetto di raccomandazioni di interventi correttivi, per molti aspetti riconducibili alle tipologie di carenze già riscontrate negli anni scorsi con riferimento alle società di revisione di piccole dimensioni.

In tale ambito si ricordano, tra le altre, l'assenza di un coordinamento a livello centrale e di supporti metodologici e strumenti procedurali standardizzati.

Tra i principali profili oggetto di raccomandazione si segnalano l'utilizzo di specialisti per affrontare temi che richiedono specifiche competenze (quali quello dell'*electronic data processing* - *Edp audit*, e della valutazione di strumenti finanziari complessi, tenuto anche conto che le procedure di consultazione, sia interna sia esterna, sono risultate diffusamente inadeguate), così come la formazione del personale, tema rispetto al quale è stata diffusamente riscontrata, come peraltro già rilevato nei controlli di qualità svolti negli anni scorsi, l'assenza di adeguati programmi di formazione su base annuale.

È risultato altresì necessario raccomandare l'adozione di un manuale di *audit* contenente la metodologia e l'approccio da seguire nei lavori di revisione, ovvero l'affinamento della manualistica di riferimento per lo svolgimento dell'attività di revisione, in taluni casi disallineata rispetto ai principi professionali di riferimento.

Specifiche raccomandazioni sono state formulate alle società di revisione anche con riferimento alle delicate procedure di accettazione e mantenimento della clientela, importanti fasi nelle quali 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.

Infine, nelle società esaminate anche l'area del monitoraggio ha richiesto interventi particolarmente rilevanti volti a garantire l'istituzione o il rafforzamento delle procedure di controllo interno.

4 La vigilanza sull'integrità del mercato

Nel corso dell'anno, a fronte degli sviluppi della crisi del debito sovrano nell'Area euro, l'Istituto ha svolto una decisa attività di controllo con riferimento sia al regolare svolgimento delle negoziazioni sia all'accertamento di eventuali abusi di mercato. A tal fine è stato utilizzato intensamente anche lo strumento della cooperazione internazionale.

Oltre ai già ricordati interventi in materia di vendite allo scoperto e sulle agenzie di rating (si veda il paragrafo 1.2 del precedente Capitolo I // *contesto istituzionale ed economico*), la Commissione ha operato in stretto contatto con le società di gestione del mercato, segnalando l'opportunità di un rigoroso *enforcement* nei confronti degli operatori delle norme contenute nei propri Regolamenti e di un continuo monitoraggio dell'affidabilità e capacità dei propri sistemi di assicurare continuità operativa.

Nei momenti di particolare criticità, caratterizzati da elevata volatilità dei prezzi, l'Istituto è intervenuto in stretto coordinamento con Borsa Italiana per la gestione dei *trading halt*, al fine di migliorare la capacità di reazione degli operatori attraverso la sospensione delle negoziazioni.

Nel corso dell'anno l'Istituto ha segnalato a Borsa Italiana l'opportunità di introdurre penali che scoraggino l'inserimento automatico di ordini poi non eseguiti per contenere gli effetti destabilizzanti che l'*high frequency trading (Hft)* può comportare nelle fasi di turbolenza del mercato (si veda il precedente paragrafo 1.2).

Come di consueto, infine, la Commissione ha condotto un'intensa vigilanza in tema di abusi di mercato. Nel corso del 2011 l'attività si è concentrata sul potenziamento delle indagini preliminari, al fine di consentire una più efficace selezione (*detection*) dei casi in relazione ai quali effettuare approfondimenti nella fase successiva di accertamento (*investigation*). In particolare sono state svolte analisi preliminari su 157 casi (a fronte dei 105 nel 2010), di cui 48 hanno riguardato ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, 101 ipotesi di manipolazione operativa e 8 di manipolazione informativa. Inoltre nel 2011 sono state concluse 29 indagini; in 15 casi sono state formulate ipotesi di illeciti amministrativi relativi, rispettivamente, ad abuso di informazioni privilegiate (7 casi), manipolazione informativa (2 casi) e manipolazione operativa (6 casi). In 8 dei 15 casi (3 relativi ad abuso di informazioni privilegiate e 5 a ipotesi di manipolazione operativa) è stata altresì trasmessa una relazione all'Autorità Giudiziaria.

Al fine di potenziare l'attività di accertamento, nel corso del 2011, poi, è proseguito il confronto con l'industria in tema di segnalazione delle operazioni sospette già avviato negli anni precedenti. Gli intermediari sono stati invitati non solo a incrementare il livello qualitativo, ancor più che quantitativo, delle segnalazioni, ma anche ad adottare le misure ritenute di volta in volta opportune a richiamare l'attenzione della clientela al rispetto delle norme.

5 La vigilanza sulla prestazione di servizi di investimento e sui prodotti *non equity*

Nel corso del 2011 è proseguita l'azione di vigilanza proattiva mirata a monitorare e a favorire la transizione dell'industria dell'intermediazione mobiliare verso un modello di *business* coerente con l'obiettivo di servire al meglio gli interessi del cliente, secondo lo spirito della Mifid.

In quest'ottica particolare attenzione è stata riservata alle politiche e ai criteri di remunerazione dei servizi, ai sistemi di incentivazione del personale e alle logiche sottese alla redazione dei budget. L'analisi, pur non intendendo sindacare le scelte degli intermediari riconducibili alla sfera della li-

bertà imprenditoriale, si è posta l'obiettivo di individuare eventuali incoerenze rispetto ai vincoli fiduciari assunti con i clienti tali da determinare un aumento del rischio di condotte irregolari e da rendere necessarie, laddove evidenti, misure correttive.

Nel corso del 2011 otto grandi intermediari bancari sono stati oggetto di accertamenti, anche ispettivi, già avviati l'anno precedente e sono stati destinatari di un ordine di convocazione dei rispettivi organi amministrativi ai sensi dell'art. 7, c. 1, lett. b), del Tuf; analoghe iniziative sono state condotte anche nei confronti di un campione di intermediari di minori dimensioni.

Le risultanze degli accertamenti hanno evidenziato l'adozione di un approccio ai servizi di investimento che non è fondato sull'equilibrio tra obiettivi di vendita dei prodotti (propri o di società del gruppo) e logiche di servizio al cliente. Tale approccio rende più complessa l'adesione sostanziale al principio di servire al meglio gli interessi dei clienti e amplifica i conflitti di interessi di cui gli operatori bancari, spesso anche emittenti, sono portatori. In tal senso, è esemplificativa la prestazione dei servizi di consulenza e di collocamento apparentemente a titolo gratuito, a fronte di una remunerazione basata, invece, su retrocessioni di commissioni riconosciute dall'emittente del prodotto consigliato o collocato. Tale circostanza crea una pressione alla vendita che può comportare la violazione dell'obbligo di valutazione di adeguatezza, ad esempio mediante aggiustamenti *ad hoc* del profilo del cliente ovvero registrazioni delle operazioni consigliate come operazioni eseguite in seguito all'iniziativa del cliente.

Nel caso di alcuni intermediari sono stati rilevati criteri di elaborazione dei budget annuali e degli incentivi al personale potenzialmente distortivi dei comportamenti, in quanto prevalentemente riferiti ai prodotti finanziari venduti piuttosto che al servizio fornito alla clientela. Nelle procedure di elaborazione del budget non è stato valorizzato il profilo dei clienti, pur presente nei database aziendali per la valutazione di adeguatezza, e le procedure di gestione delle informazioni sui profili dei clienti sono apparse inadeguate; le procedure di verifica di adeguatezza dei prodotti sono risultate facilmente eludibili mediante la registrazione delle transazioni come ordini impartiti dal cliente anziché effettuate in presenza di un consiglio personalizzato. Infine, i contratti relativi ai servizi d'investimento sono usualmente privi di una definizione del perimetro dei prodotti/strumenti finanziari per i quali l'intermediario presta il servizio di consulenza.

A fronte di tali carenze strategiche e procedurali la Commissione ha richiesto l'attuazione di misure correttive. Benché tutti gli intermediari abbiano avviato una revisione delle strategie aziendali e delle procedure interne, la percezione dei rischi di *compliance* e la conseguente definizione di interventi correttivi sono risultate alquanto disomogenee quanto a tempestività e concretezza.

Nel corso del 2012 la vigilanza continuerà a verificare la correttezza nello svolgimento dei servizi di investimento prestati dagli intermediari, avvalendosi anche di indicatori di anomalia che, secondo un approccio *risk based*, consentiranno di orientare gli accertamenti sulle aree più significative rispetto al numero di clienti potenzialmente coinvolti, al controvalore complessivo delle operazioni poste in essere e alle caratteristiche di complessità dei prodotti collocati.

Nel corso dell'anno la Commissione ha rilasciato 435 approvazioni riferibili a 843 documenti di offerta (prospetti di base, prospetti d'offerta, documenti di registrazione e supplementi) relativi a obbligazioni, *covered warrants* e *certificates* di emittenti sia italiani sia esteri. A fronte dei prospetti trasmessi, secondo quanto si evince dalle segnalazioni trimestrali ricevute dall'Istituto, le obbligazioni bancarie collocate sul mercato nel 2011 ammontano a circa 130 miliardi di euro, in sensibile aumento rispetto ai circa 100 miliardi relativi all'anno precedente.

L'attività di vigilanza ha riguardato anche i messaggi pubblicitari, in continuità con la comunicazione 11021864 del 24 marzo 2011, volta a fornire indicazioni sulla corretta interpretazione delle disposizioni in materia di messaggi pubblicitari concernenti le offerte al pubblico e/o le ammissioni alle negoziazioni di prodotti finanziari *non equity*.

Come di consueto, infine, la vigilanza sugli strumenti *non equity* ha avuto ad oggetto anche prodotti finanziari emessi da compagnie di assicurazione di tipo *unit-linked*, *index-linked* e capitalizzazione; i documenti depositati presso l'Istituto nel corso dell'anno sono stati 667 (641 nel 2010) tra primi prospetti e successivi aggiornamenti.

6 L'attività di *enforcement*

L'integrità, la trasparenza, l'efficienza e il regolare funzionamento dei mercati finanziari sono tra i principali fattori di crescita e di sviluppo economico.

In tale contesto, la vigilanza sulla correttezza dei comportamenti rappresenta uno dei compiti primari affidati alla Consob quale presupposto affinché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari dotati di regole certe, giuste e uniformemente applicate.

In questa prospettiva, i molteplici processi di vigilanza svolti dalla Commissione trovano il loro culmine nell'esplicazione della propria potestà sanzionatoria, la quale è improntata a criteri di adeguatezza, proporzionalità e dissuasività; è dalla corretta e coerente applicazione pratica di tali principi che dipende, in ultima analisi, l'efficacia stessa dei controlli e della vigilanza.

Nel corso degli anni la Commissione ha svolto una crescente attività di accertamento degli illeciti di settore, portando a compimento oltre mille procedimenti di carattere sanzionatorio.

Ad alcuni di questi procedimenti non è stata data pubblicità in quanto, nel corso del 2011, la Consob ha adottato la prassi di non pubblicare, anche in assenza di domanda dell'interessato, la sanzione ex art. 195, comma 3 del Tuf quando, per mancanza di lesività in concreto del comportamento sanzionato, la pubblicazione sarebbe sproporzionata.

Assume particolare rilievo, in questa prospettiva, l'attività sanzionatoria svolta in materia di abusi di mercato. Avvalendosi dei poteri attribuiti dalla legge n. 62/2005, infatti, la Commissione ha assunto, nel periodo dal 2006 al 2011, circa 60 provvedimenti sanzionatori per abusi di mercato, per un controvalore complessivo superiore a 56 milioni di euro, per quanto riguarda le sanzioni pecuniarie applicate, e a 75 milioni di euro per quanto riguarda i beni oggetto di confisca (di cui circa 50 milioni relativi a casi di abuso di informazione privilegiata).

Con riguardo ai provvedimenti sanzionatori assunti dalla Commissione nel 2011, quelli per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato sono stati in totale 7, di cui 2 concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e 5 di manipolazione del mercato. Le sanzioni pecuniarie applicate, di importo pari a complessivi 2,4 milioni di euro, hanno riguardato 9 soggetti (8 persone fisiche e una persona giuridica); sono state inoltre accertate due violazioni dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (cosiddetta 'responsabilità dell'ente'), a fronte delle quali sono state comminate sanzioni per un importo pari a complessivi 220 mila euro.

I procedimenti concernenti violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare, conclusi nel 2011 con l'adozione di provvedimenti sanzionatori, sono stati in totale 11 e hanno riguardato due banche, sette Sim e due Sgr. Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 1,4 milioni di euro, sono state comminate nei confronti di 43 esponenti aziendali.

Con riferimento ai promotori finanziari sono stati adottati complessivamente 116 provvedimenti sanzionatori, di cui 92 radiazioni dall'albo; sono state, inoltre, effettuate 68 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte.

Infine, i provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina in materia di emittenti e di informativa al pubblico assunti dalla Commissione nel 2011 sono stati in tutto 63, a fronte dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per un importo complessivo pari a circa 4 milioni di euro.

7 Ipotesi di riforma del regime sanzionatorio

I dati relativi all'attività di *enforcement* di cui al paragrafo precedente evidenziano l'incisiva attività di repressione e deterrenza esercitata dall'Istituto rispetto a illeciti connotati, in via di principio, da particolare gravità. Non va tuttavia trascurata la necessità di assicurare che la reazione dell'ordinamento sia pur sempre proporzionata all'effettivo grado di lesività dei comportamenti. A tal proposito, già nelle precedenti Relazioni si esprimeva l'auspicio di una riforma dell'attuale disciplina in materia di confisca (obbligatoria) per i casi di abusi di mercato, al fine di rimuovere taluni suoi effetti talmente afflittivi da avere indotto gli organi giurisdizionali competenti a sollevare questione di legittimità costituzionale.

Infatti, soltanto attraverso una costante opera di aggiornamento e di evoluzione del quadro normativo e regolamentare, sia in ambito comunitario sia interno, è possibile assicurare il mantenimento di un apparato sanzionatorio effettivamente in grado di rispondere alle finalità di trasparenza, correttezza e regolare prestazione dei servizi d'investimento e di ordinato svolgimento delle negoziazioni di strumenti finanziari.

In questa prospettiva, la crescente mole di attività sanzionatoria ha da qualche tempo indotto a riflettere sull'opportunità di introdurre incisive misure di deflazione del contenzioso e di riconsiderare l'entità delle sanzioni irrogabili in presenza di condotte illecite di minore gravità e dannosità per il mercato.

È proprio su tali riflessioni che si fonda la riforma prefigurata dall'art. 6, comma 2, lettera l), della legge 15 dicembre 2011, n. 217 (Legge comunitaria 2010), la quale, di recente, ha conferito delega al governo di apportare modifiche alla vigente disciplina in materia sanzionatoria di competenza della Consob.

Tale riforma è appunto rivolta a introdurre efficaci misure di deflazione del contenzioso prevedendo, tra l'altro, l'estensione del principio del *favor rei* in presenza di mutamenti della disciplina applicabile, l'estensione dell'istituto dell'oblazione e di altri strumenti deflativi del contenzioso, nonché l'introduzione, con gli opportuni adattamenti, dell'istituto cosiddetto degli 'impegni' – sulla falsariga di quanto già da tempo previsto in materia Antitrust – per le violazioni di natura organizzativa o procedurale previste nell'ambito della disciplina degli intermediari e dei mercati.

Un ulteriore caposaldo della nuova disciplina è costituito, infine, dalla revisione dei minimi e dei massimi edittali, sempre in linea coi principi di proporzionalità, dissuasività e adeguatezza previsti dalla normativa dell'Unione Europea.

Proprio in ambito europeo è possibile cogliere ulteriori prospettive di evoluzione dell'apparato sanzionatorio, considerate le recenti proposte di

riforma delle discipline comunitarie in materia di servizi d'investimento, di abusi di mercato e di *Transparency* avanzate dalla Commissione Europea.

Tali prospettive di riforma dovrebbero favorire il superamento dell'attuale difformità dei regimi sanzionatori nazionali, ponendo così le basi di un rinnovato impegno per perseverare nell'azione incisiva ed efficace della Consob in materia sanzionatoria.

III L'attività regolamentare

L'attività regolamentare dell'Istituto nel corso dell'anno è stata caratterizzata, oltre che dal processo di recepimento delle disposizioni comunitarie, dall'avvio di un progetto di revisione complessiva della regolamentazione domestica volto a individuare, ferma restando la necessaria tutela degli investitori, le principali aree normative e prassi di vigilanza che presentano costi diretti e indiretti superiori ai relativi benefici, a favorire la canalizzazione del risparmio verso il mercato di borsa e a incentivare la quotazione delle medie imprese.

Tale progetto di revisione è stato rafforzato da due ulteriori fattori: da un lato l'intervento del legislatore italiano che, tramite la legge di stabilità 2012 (legge 183/2011), ha introdotto il principio secondo cui, salvi casi eccezionali, *«gli atti di recepimento di direttive comunitarie non possono prevedere l'introduzione o il mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive stesse»*; dall'altro la sempre maggiore attenzione del legislatore comunitario verso il principio di proporzionalità degli oneri normativi e regolamentari a carico delle piccole e medie imprese.

1 Il recepimento delle direttive europee e altri interventi in attuazione del Tuf

Nel corso del 2011 la Commissione ha effettuato, previa consultazione del mercato, numerosi interventi di modifica alla normativa secondaria. Molti di essi sono stati realizzati a valle di direttive comunitarie, spesso integrandone il contenuto con elementi che tutelano la specificità del contesto nazionale, ovvero con provvedimenti *ad hoc* volti a disciplinare fenomeni nuovi che le norme precedenti avevano dimostrato di non poter cogliere in modo efficace. Altre misure, ad esempio in tema di equilibrio dei generi nelle società quotate, sono state adottate su impulso esclusivo del legislatore nazionale.

Tra gli interventi attinenti al processo di recepimento di direttive comunitarie si sottolineano, in particolare, quelli in materia di offerte pubbliche di acquisto (Direttiva 2004/25/CE) e diritti degli azionisti nelle società quotate (Direttiva 2007/36/CE). Inoltre nel maggio 2011 la Commissione ha posto in consultazione talune proposte di modifica del Regolamento Emittenti, poi in parte adottate alla fine del gennaio 2012, che recepiscono le

direttive 2009/65/CE (cosiddetta Ucits IV) e 2010/73/CE (modificativa della Direttiva Prospetto e della Direttiva *Transparency*); nella stessa sede sono state avanzate anche talune proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali *cash-settled*, che sono state definitivamente adottate nel settembre 2011.

In materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio (Opa), l'attività di regolamentazione ha tenuto conto delle questioni emerse nell'esperienza applicativa della vigente disciplina, nonché dell'analisi comparata degli ordinamenti dei principali paesi. Le modifiche hanno riguardato sia le disposizioni generali sulla procedura e sullo svolgimento dell'offerta, sia quelle in materia di Opa obbligatoria, mirando a rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza, l'efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario, la parità di trattamento per investitori italiani ed esteri e la riduzione dei costi di *compliance* per gli offerenti.

In particolare i principali interventi hanno riguardato la possibilità di riapertura dei termini delle offerte, l'eliminazione dell'obbligo di promozione di un'offerta concorrente a un corrispettivo superiore a quello dell'offerta originaria, l'introduzione nel comunicato dell'emittente di un parere sull'offerta degli amministratori indipendenti e una più chiara indicazione dei casi di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica d'acquisto totalitaria.

In materia di diritti degli azionisti sono state apportate al Regolamento Emittenti alcune modifiche alla disciplina della sollecitazione di deleghe di voto, al fine di ovviare alle criticità riscontrate durante la prima esperienza applicativa. Infatti dopo l'entrata in vigore della delibera 17592 del 14 dicembre 2010 (che ha recepito il decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27), l'adempimento degli obblighi informativi a carico degli intermediari si era dimostrato notevolmente oneroso.

Nel mese di dicembre la Commissione ha poi affrontato un ulteriore tema di derivazione comunitaria (Raccomandazione 2004/913/CE e Raccomandazione 2009/385/CE), modificando la disciplina in materia di trasparenza delle remunerazioni degli amministratori delle società quotate, in attuazione dell'articolo 123 del Tuf. Sviluppando i principi già enunciati in precedenti atti di *moral suasion*, la Consob ha esteso gli obblighi di *disclosure* nel Regolamento Emittenti, prevedendo che le società mettano a disposizione del pubblico almeno 21 giorni prima dell'assemblea una relazione sulla remunerazione degli amministratori, il cui contenuto deve corrispondere allo schema previsto dal medesimo Regolamento. Tale schema ha inteso fornire al mercato una sintesi più dettagliata e al tempo stesso fedele del complesso dei compensi assegnati ai dirigenti con responsabilità strategiche.

Infine, in attuazione della delega contenuta negli articoli 147-ter e 148 del Tuf, nel mese di dicembre 2011 è stata avviata la consultazione su una modifica del Regolamento Emittenti, poi entrata in vigore nel mese di febbraio 2012, in materia di equilibrio tra generi nella composizione degli

organi di amministrazione e controllo delle società quotate italiane. Con tale intervento si è mirato a favorire l'accesso alle cariche sociali da parte del genere meno rappresentato prevedendo che a questo spetti almeno un terzo degli organi di amministrazione e controllo.

La modifica regolamentare prevede che le società quotate introducano adeguati meccanismi di selezione e nomina dei componenti degli organi (e di sostituzione dei medesimi in corso di mandato) idonei a garantire il rispetto delle quote di genere, effettuando l'arrotondamento all'unità superiore ai fini del calcolo delle percentuali di riparto.

2 La semplificazione dei regolamenti dell'Istituto

Nel febbraio 2011 la Commissione ha istituito tre Tavoli di confronto con le principali associazioni dell'industria finanziaria e dei risparmiatori, aventi ad oggetto 'Concorrenza fra sistemi di regole e vigilanza', 'Raccolta bancaria a mezzo obbligazioni, prospetto e regole di condotta' e 'Semplificazione regolamentare del mercato finanziario italiano' (si veda il paragrafo 2 del precedente Capitolo I '*Il contesto istituzionale ed economico*').

Ad esito del lavoro svolto nell'ambito dei Tavoli e degli ulteriori approfondimenti effettuati ai fini dell'individuazione delle aree di *goldplating* regolamentare e normativo, è stato approvato un primo pacchetto di modifiche del Regolamento Emittenti e del Regolamento Mercati.

Nell'ambito di tali modifiche, un intervento particolarmente significativo ha riguardato la facoltà di deroga statutaria (*opt-out*) dall'obbligo di produrre documenti informativi *ad hoc* sulle operazioni straordinarie (fusioni, scissioni, acquisizioni e cessioni). Tale iniziativa potrà costituire un primo tassello verso un processo di ulteriore ampliamento dell'autonomia statutaria nella definizione del grado di trasparenza che una società quotata intende assumere nei confronti del mercato, fermi restando gli standard minimi previsti dalle direttive europee.

Numerosi interventi sono stati effettuati anche con riferimento alle Ipo e alle altre offerte pubbliche di strumenti finanziari. Da un lato sono state introdotte le *pre-istruttorie (pre-filing)* per l'approvazione dei prospetti, al fine di facilitare i rapporti tra emittenti e autorità di vigilanza e accelerare i tempi di approvazione dei prospetti medesimi; dall'altro sono state semplificate le modalità di effettuazione di un'offerta al pubblico attraverso lo snellimento della documentazione da allegare alla domanda. Sono stati così ridotti i costi per gli emittenti, soprattutto per quelli di minori dimensioni, limitando gli oneri connessi alla produzione e alla trasmissione della documentazione.

Ulteriori modifiche hanno riguardato, infine, la semplificazione e lo snellimento di ulteriori obblighi previsti dal Regolamento Emittenti in materia di *internal dealing* e adesione ai codici di comportamento.

Inoltre il confronto con il mercato e i risparmiatori ha permesso all'Istituto di individuare alcune aree critiche nell'ambito della normativa primaria. Si è così avviato un dibattito su una serie di temi quali la semplificazione della disciplina sul cumulo degli incarichi, l'armonizzazione della nozione di indipendenza dell'amministratore, la possibilità per le quotate di emettere azioni a voto limitato o a voto plurimo, l'estensione della facoltà di emettere obbligazioni per le società non quotate e la possibilità di modificare in via statutaria la soglia dell'Opa obbligatoria.

Per i mesi a venire è prevista l'adozione di un secondo pacchetto di modifiche regolamentari, riguardante, tra l'altro, gli emittenti titoli diffusi, le offerte pubbliche di acquisto, la trasparenza su partecipazioni rilevanti e patti parasociali, la *corporate governance* delle società di dimensioni medie e piccole, la gestione dell'informazione continua. Su questi temi la Commissione ha pubblicato un documento di consultazione lo scorso 22 marzo 2012; l'obiettivo è quello di completare l'opera di semplificazione e razionalizzazione entro la prima metà dell'anno in corso.

IV Le linee di indirizzo per il 2012

1 La nuova struttura organizzativa

Il 1° ottobre scorso è divenuta operativa la nuova struttura organizzativa della Consob.

L'assetto organizzativo, riveniente dalle riflessioni e dagli approfondimenti svolti nella prima metà del 2011, risponde a molteplici finalità, il perseguimento delle quali ha tracciato le principali direttrici attraverso le quali effettuare i cambiamenti resi necessari dall'evoluzione registrata negli ultimi anni nella struttura e nelle dinamiche del sistema finanziario.

Il contesto che si è venuto a realizzare nell'ultimo decennio, a seguito del processo di armonizzazione europea e dei profondi mutamenti intervenuti nel funzionamento e nelle modalità organizzative e operative dei mercati, ha reso non differibile l'adeguamento dell'articolazione operativa e funzionale della Consob.

L'esigenza di una profonda opera di razionalizzazione sinergica delle attività strumentali – con la conseguente ottimizzazione dell'utilizzo delle risorse umane e finanziarie dell'Istituto e il miglioramento della qualità dei servizi forniti alle funzioni di vigilanza e supporto – ha motivato la costituzione della Divisione Amministrazione, nel cui ambito sono state ricondotte le attività di gestione del personale, organizzazione, amministrazione di beni e servizi, gestione dei sistemi informativi. Il coordinamento unitario del complesso delle attività strumentali pone le basi per il progressivo sviluppo di una politica integrata, efficiente e coerente di fornitura dei servizi di *back office*, valorizzando le complementarità esistenti nelle diverse aree di produzione di servizi strumentali. In tale ambito si inserisce anche la costituzione di uno specifico Ufficio preposto allo svolgimento delle attività funzionali ad assicurare e a migliorare gli strumenti di prevenzione e protezione della salute e sicurezza sul lavoro.

Le altre unità organizzative sono state definite privilegiando le specializzazioni nelle funzioni di vigilanza e supporto.

In particolare, la Divisione Emittenti è stata sostituita da due nuove unità organizzative: la Divisione Informazione Emittenti e la Divisione *Corporate Governance*. L'articolazione su due Divisioni delle attività precedentemente accorpate in un'unica struttura organizzativa – deputata, fino

ad allora, alla vigilanza sulla correttezza e sulla trasparenza delle informazioni fornite dagli emittenti strumenti finanziari, sulle società di revisione e sugli organi di controllo societari, nonché sugli assetti proprietari e sul mercato del controllo societario – è tesa a rafforzare la specializzazione delle funzioni di vigilanza sugli emittenti, anche avuto riguardo alla significativa crescita delle competenze attribuite all'Istituto, soprattutto in materia di *corporate governance*.

L'esigenza di adeguamento al mutato contesto esterno ha determinato, nell'ambito della preesistente Divisione Mercati, il rafforzamento della vigilanza sull'informazione continua degli emittenti, incorporando in essa le attività di realizzazione di modelli di analisi delle informazioni finanziarie diffuse dagli emittenti. Inoltre, mediante la costituzione di nuove unità organizzative a ciò deputate, è stata rafforzata la vigilanza sull'organizzazione e il funzionamento delle nuove piattaforme di negoziazione (Mtf e internalizzatori sistematici) e sulle strutture di *post-trading*, nonché in materia di *Initial public offering* (Ipo) di titoli azionari. Ulteriori presidi di vigilanza sono stati posti in materia di regole di ammissione a negoziazione dei titoli azionari nei mercati regolamentati e negli Mtf e sulla loro attuazione da parte delle società di gestione, così come sul corretto funzionamento dei mercati regolamentati, sia a pronti sia di strumenti derivati.

Allo stesso modo nell'ambito dell'unità organizzativa preposta alla vigilanza sugli intermediari (Divisione Intermediari) è stata inglobata anche la funzione di presidio e controllo sui prospetti informativi relativi alle offerte al pubblico di strumenti finanziari *non equity*, con l'obiettivo di valorizzare le sinergie esistenti con l'azione sul corretto comportamento degli intermediari nel collocamento di tali titoli.

La nuova articolazione della Divisione Ispettorato in più Uffici è, a sua volta, funzionale a favorire la specializzazione operativa sulle principali aree di azione (emittenti e revisori da un lato, intermediari e mercati dall'altro), il che vale anche per la vigilanza volta a rilevare eventuali pratiche abusive nell'offerta al pubblico e nella prestazione dei servizi di investimento, nonché in materia di prevenzione di fenomeni di riciclaggio.

Per corrispondere all'esigenza di potenziare e razionalizzare le attività di supporto mediante una loro ripartizione tra attività di supporto alla vigilanza, con il coordinamento del Direttore Generale, e attività di staff alla Commissione è stata, altresì, riconsiderata l'allocazione gerarchico-funzionale di alcune unità organizzative, mentre altre sono state costituite *ex novo*.

In tale contesto, gli uffici Programmazione finanziaria e bilancio, Relazioni internazionali e Attività parlamentare e di Governo sono stati riallocati e posti in posizione di staff alla Commissione.

Rientrano tra le unità organizzative di nuova costituzione la Divisione Strategie Regolamentari, costituita con l'obiettivo di assicurare un coordinamento unitario delle attività di elaborazione e attuazione della nor-

mativa secondaria di competenza Consob, tenendo conto delle priorità e delle linee guida strategiche dell'Istituto, sostenute da una sistematica attività di analisi dell'impatto della regolamentazione volta ad assicurare il rispetto dei principi di proporzionalità e sostenibilità della produzione normativa, nonché della qualità del linguaggio.

Parte delle attività precedentemente svolte dalle Divisioni Studi Economici e Studi Giuridici sono confluite nella neocostituita Divisione Studi, con ciò valorizzando la complementarità tra cultura economica e cultura giuridica nella elaborazione di analisi e studi a supporto delle attività istituzionali e, in particolare, della pianificazione strategica, individuata quale *mission* di un apposito Ufficio, così come il coordinamento della gestione delle banche dati dell'Istituto.

La Divisione Tutela del Consumatore è chiamata a perseguire la tutela degli investitori mediante la tenuta dei rapporti con il pubblico e con le associazioni di risparmiatori/consumatori. A essa spetta, altresì, la cura delle iniziative editoriali, ivi inclusa la gestione e lo sviluppo del sito internet istituzionale, e lo svolgimento di attività funzionali all'espletamento dei compiti propri della Camera di conciliazione e arbitrato, la gestione degli esposti e la vigilanza su fenomeni di 'abusivismo' in materia finanziaria.

Oltre che all'articolazione e alle competenze delle unità organizzative preposte allo svolgimento delle varie funzioni istituzionali e amministrative, modifiche sono state apportate anche al Regolamento di organizzazione e funzionamento dell'Istituto.

È stata, in particolare, data attuazione alla previsione legislativa relativa all'istituzione della posizione funzionale di Segretario Generale, a cui sono stati assegnati compiti di supporto e assistenza nei confronti del vertice istituzionale; modifiche sono state apportate anche con riferimento alla posizione funzionale e al rapporto di servizio del Direttore Generale, a cui fa capo il coordinamento operativo delle Divisioni e di taluni Uffici non coordinati, e del Vice Direttore Generale.

Per tali incarichi apicali – in ciò innovando rispetto al precedente assetto normativo interno – è ora prevista la durata a tempo determinato (cinque anni per il Direttore Generale e il Vice Direttore Generale; fino a sette per il Segretario Generale), la revocabilità anche prima della scadenza del termine e la possibilità di rinnovo alla scadenza. Conseguenti modifiche sono state apportate anche alla normativa disciplinante i rapporti di lavoro subordinato a tempo determinato, per tenere conto della eventualità che siano chiamati a ricoprire tali incarichi soggetti non facenti parte del personale di ruolo della Consob.

Infine, per corrispondere a una sempre più avvertita esigenza di snellimento e semplificazione dei processi interni, si è proceduto a una riconsiderazione e graduazione dei livelli decisionali e autorizzativi, in particolare con riguardo all'assunzione di impegni di spesa, individuando nel Direttore

Generale ovvero nei dirigenti preposti alle Divisioni competenti per materia i soggetti a cui ricondurre le relative responsabilità decisionali.

2 Gli obiettivi operativi per il 2012

2.1 Gli obiettivi di vigilanza

Con riferimento all'analisi dei rischi e alla relativa definizione degli obiettivi strategici illustrati nel Piano Strategico 2010-2012, approvato dalla Commissione il 28 luglio 2010, l'Istituto ha individuato gli obiettivi operativi di vigilanza per l'anno 2012 come nel seguito sinteticamente esposti.

La vigilanza sugli *Emittenti* sarà caratterizzata dal potenziamento dei controlli informativi e ispettivi motivati dalla particolare situazione congiunturale, che determina ampie incertezze nella definizione delle stime, delle assunzioni e delle previsioni necessarie ai fini della redazione della documentazione finanziaria. Il peggioramento del quadro congiunturale richiede una più intensa vigilanza sugli emittenti al fine di garantire l'integrità dell'informativa finanziaria resa dagli stessi.

Per cogliere i potenziali segnali di anomalie nell'informativa finanziaria delle società quotate, si prevede l'individuazione e l'utilizzo di alcuni allertatori utili a selezionare tempestivamente gli emittenti quotati che presentino rischi di distorsione dell'informazione e/o di emersione di tensioni finanziarie. A tal fine la Commissione intende potenziare l'utilizzo degli elementi informativi acquisiti dalle società di revisione e dagli organi di controllo interno anche attraverso la rimodulazione dell'informazione periodica richiesta a revisori e a sindaci. Inoltre, la vigilanza sull'informativa finanziaria sarà focalizzata sulle poste di bilancio particolarmente sensibili alla crisi, concentrando gli interventi sul settore bancario e sugli emittenti compresi nel FtseMib.

L'Istituto intende anche rafforzare la vigilanza sull'informazione finanziaria 'derivata' divulgata al pubblico attraverso gli studi degli analisti finanziari e delle agenzie di rating. Pertanto, al fine di ottenere una maggiore tempestività e frequenza nell'individuazione di casi che necessitano l'emana-zione di *profit warning* e una maggior completezza degli *earning surprise* oggetto di comunicazione da parte degli emittenti, è prevista una stretta interazione con gli analisti finanziari, le agenzie di rating e le società. All'attività di vigilanza si affiancheranno anche iniziative di *investor education* volte, da un lato, a rendere il pubblico pienamente consapevole della natura e dei limiti delle competenze di vigilanza dell'Istituto in materia di rating, dall'altro, a mitigare la propensione da parte degli investitori a fare un eccessivo affidamento sul rating stesso.

Un'altra area strategica sulla quale la Commissione concentrerà alcune iniziative nell'anno 2012 è quella volta al miglioramento dei mecca-

nismi di governo societario, in modo da contenere l'incentivo a comportamenti opportunistici da parte degli azionisti di maggioranza, che costituiscono un potenziale fattore di rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza. A tal fine sono previste la realizzazione di un database di *corporate governance*, in applicazione del relativo modello di analisi degli assetti proprietari e dei modelli di controllo degli emittenti, e la verifica del corretto funzionamento del voto di lista nelle assemblee di nomina degli organi sociali.

Inoltre, dato che le operazioni con parti correlate rappresentano uno degli strumenti principali per realizzare transazioni potenzialmente dannose per gli azionisti di minoranza, nel caso in cui queste avvengano a prezzi diversi rispetto a quelli di mercato, l'Istituto si prefigge di rafforzare l'efficacia della vigilanza su dette operazioni anche tramite la verifica della sussistenza dei presupposti per l'applicabilità dell'esenzione in tutte le operazioni ordinarie di maggiore rilevanza.

Con riguardo alle attività di vigilanza sugli intermediari, nel 2012 l'attività di verifica, beneficiando delle azioni di chiarimento, indirizzo ed *enforcement* condotte dall'Istituto negli anni precedenti, potrà focalizzarsi sui concreti comportamenti per i quali risultino a particolare rischio il rispetto delle regole di correttezza e trasparenza nei confronti della clientela 'al dettaglio'.

In particolare, secondo un approccio di vigilanza *risk based*, che traduce in via operativa i principi di necessaria economicità ed efficacia dell'azione amministrativa a risorse date, saranno selezionati gli interventi, anche ispettivi, alla luce di criteri che valorizzino le evidenze di un sistema di allertatori automatici di anomalia, sulla base delle segnalazioni di vigilanza fornite dagli intermediari e delle risultanze delle istruttorie di verifica dei prospetti su prodotti *non equity*.

A tale ultimo riguardo, beneficiando anche delle migliori sinergie assicurate dalla riorganizzazione interna dell'Istituto, la vigilanza sulle condotte degli operatori potrà in particolare orientarsi in maniera più tempestiva a verificare i comportamenti in occasione della distribuzione alla clientela *retail* di prodotti a specifica complessità per i quali, quindi, maggiormente responsabilizzanti (e difficili da rispettare) risultano le regole di relazione con l'investitore (agire nel suo migliore interesse raccomandando prodotti effettivamente adeguati).

Inoltre nel 2012 sarà necessario proseguire la vigilanza, anche tramite ispezioni, sulla coerenza con l'impostazione della Mifid delle strategie di offerta di servizi di investimento da parte degli intermediari e promuovere l'innalzamento della qualità e lo sviluppo di una maggiore concorrenza nei servizi di consulenza. A tal fine andrà verificata la correttezza dello svolgimento dei servizi di investimento in termini di modalità e articolazione delle prestazioni nel miglior interesse della clientela. La Commissione si focalizzerà,

pertanto, sui comportamenti operativi più significativi che, rispetto alle caratteristiche dei prodotti trattati e alle conoscenze qualitative e quantitative sul singolo intermediario, risultano, in una prospettiva *risk based*, quelli più rilevanti in termini di rischio di non conformità alle norme.

Le attività pianificate per il 2012 relativamente alla vigilanza sul settore del risparmio gestito avranno ad oggetto il tema del conflitto di interessi e, in particolare, delle modalità di gestione delle situazioni di conflitto nell'investimento in titoli emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo societario delle Sgr.

Con riguardo alle Sgr che gestiscono fondi immobiliari proseguirà anche nel 2012 l'azione di vigilanza sull'adeguamento alle prescrizioni contenute nella comunicazione congiunta Consob-Banca d'Italia del 29 luglio 2010, recante '*Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento*'.

In relazione alla necessità di rafforzare la qualità delle informazioni sugli scambi e il livello di trasparenza delle negoziazioni sui mercati secondari di strumenti finanziari, l'Istituto si prefigge di raggiungere un livello di trasparenza più rigoroso a livello nazionale (vigilanza sul rispetto degli obblighi attuali di trasparenza) e di corretto adempimento degli obblighi di *transaction reporting*, pervenendo a una riduzione del numero di incongruenze nelle relative segnalazioni e nella diffusione di informazioni *post-trade* da parte dei soggetti vigilati.

Inoltre, per rendere più efficace l'attività di vigilanza sulle transazioni concluse sulle diverse piattaforme di negoziazione aventi ad oggetto strumenti finanziari *non equity*, verrà condotta un'indagine sui sistemi di *Smart order routing* utilizzati dagli intermediari su Mtf e internalizzatori sistematici, in modo da individuare i criteri in base ai quali gli intermediari indirizzano gli ordini.

Con riferimento agli abusi di mercato sarà incrementata l'efficacia dell'azione di vigilanza mediante il potenziamento della fase di segnalazione e selezione delle fattispecie di abuso. In tale ottica, è prevista la realizzazione di un sistema integrato di vigilanza mediante un database in grado di accogliere dati, informazioni e segnalazioni che convergono in Istituto da varie fonti. L'individuazione di un sistema di allertatori e di *pattern* di analisi standardizzati consentiranno un più omogeneo e rapido esame dei casi rilevanti e di maggior impatto sull'integrità dei mercati.

Con riguardo all'*enforcement* della disciplina sugli abusi di mercato, la Consob ne accrescerà l'efficacia focalizzando il proprio sforzo sulla vigilanza sui presidi di prevenzione degli abusi. In tal modo sarà possibile individuare, tramite l'analisi di un campione significativo di emittenti, procedure e prassi frequentemente utilizzate in materia di modalità di gestione delle informazioni privilegiate. Inoltre verranno attuati specifici interventi di *moral*

suasion al fine di porre termine a condotte che, sebbene siano difficilmente riconducibili ad abusi di mercato, sono lesive dell'integrità del mercato stesso.

2.2 Le infrastrutture di vigilanza

Sotto il profilo organizzativo e funzionale interno, un'innovazione meritevole di attenzione è data dall'avvio, a partire dal corrente anno, di alcuni progetti che si pongono l'obiettivo di introdurre elementi di ammodernamento delle attuali modalità operative e di interrelazione con l'esterno, nell'ottica di promuovere e consolidare nel tempo un 'modello di servizio' più efficiente e aperto nei rapporti con i soggetti vigilati e, più in generale, con gli operatori di mercato. Ciò risponde anche all'esigenza di una semplificazione degli adempimenti, che ci si propone di favorire mediante la definizione e messa in opera di strumenti di canalizzazione delle informazioni verso l'Istituto volti a evitare sovrapposizioni e ridondanze, che minimizzino i costi di raccolta delle informazioni e che valorizzino i database a fini informativi, di analisi e vigilanza.

Si tratta di progetti – parte dei quali già avviati nel corso del 2011 a livello di studio e di prototipo – che, in considerazione dell'ampiezza degli interventi previsti e del loro impatto anche in termini finanziari e operativi, troveranno adeguata e compiuta realizzazione in un arco temporale pluriennale, ancorché con fasi di rilascio progressive. Ci si riferisce, in particolare, ai progetti finalizzati alla dematerializzazione dei flussi documentali e alla loro gestione integrata tramite il *datawarehouse* dell'Istituto.

A fini dell'attuazione di tale progetto e avendo riguardo al *corpus* normativo in materia di digitalizzazione, è stata pianificata la realizzazione in corso d'anno di un apposito studio di fattibilità accompagnato dalle definizione e messa in esecuzione di alcuni progetti-pilota.

Lo studio di fattibilità è volto ad analizzare e censire, con carattere di esaustività, i flussi documentali Consob da/verso l'esterno e delineare tempi e modi per l'introduzione di sistemi di trattamento dematerializzati del complesso della documentazione dell'Istituto. La messa in esecuzione, entro il corrente anno, di alcuni progetti-pilota di particolare impatto – anche in termini deflazionistici degli attuali flussi documentali cartacei – riguarderà essenzialmente l'invio alla Consob dei prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico di prodotti *equity* e *non equity*, oltre a quelli relativi a operazioni di Ipo, il che dovrebbe tradursi anche in apprezzabili benefici operativi per i soggetti vigilati.

Al fine di assicurare la fluidità dello scambio di dati, la sicurezza e la tempestività dell'interoperabilità con i soggetti esterni, sono previsti alcuni interventi nelle diverse aree in cui si svolge l'attività di vigilanza dell'Istituto.

A supporto della vigilanza sugli emittenti verranno effettuati interventi sul Sistema Informativo Teleraccolta informazione Emittenti, per miglio-

rare l'efficienza della vigilanza sull'informazione finanziaria, e sul Sistema Informativo Teleraccolta *governance* Emittenti, allo scopo di rafforzare i presidi di vigilanza sugli assetti proprietari delle società quotate, anche in recepimento della Direttiva *Transparency*. Nell'ambito della vigilanza *Corporate Governance*, è prevista l'elaborazione di un report di segnalazione dei potenziali fattori di rischio dei sistemi di governo degli emittenti quotati. Si intendono realizzare, inoltre, interventi finalizzati a rafforzare i presidi di vigilanza sugli assetti azionari delle società quotate attraverso la mappatura degli incroci azionari.

Per quanto riguarda le infrastrutture a supporto della vigilanza sugli intermediari, è pianificata la realizzazione di un sistema automatico di valorizzazione dei dati e delle informazioni funzionale a incrementare il potenziale di rilevazione dei fenomeni o condotte degli intermediari anomali. Si prevede inoltre lo sviluppo, secondo un'ottica *risk based*, di un sistema standardizzato per la vigilanza sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti delle Sgr.

Infine allo scopo di migliorare il presidio sull'offerta fuori sede svolta dai promotori finanziari, verranno sviluppate nuove funzionalità del Sistema Informativo Vigilanza e Albo Promotori finanziari (Saivap) che ne consentano l'utilizzo come mezzo di monitoraggio statistico delle segnalazioni degli intermediari.

Nell'ambito della vigilanza sui mercati si prevede la realizzazione, seppure in via parziale, del sistema integrato di vigilanza in diretta e in differita dei mercati mobiliari. Tale sistema, in termini generali, è teso a incrementare l'efficacia dell'attività di vigilanza attraverso una migliore selezione qualitativa e quantitativa dei casi oggetto di *enforcement* per abusi di mercato. Esso consentirà inoltre di integrare e automatizzare i processi di vigilanza sulle negoziazioni effettuate nei mercati regolamentati e nelle piattaforme di negoziazione alternative. Ulteriori obiettivi progettuali di sviluppo informatico nell'area mercati sono finalizzati a semplificare le procedure di offerta al pubblico e di quotazione tramite l'elaborazione di una procedura volta alla ricezione e al trattamento *on line* della relativa documentazione e alla realizzazione di un sistema informativo per l'attuazione del regolamento in materia di vendite di titoli allo scoperto.

L'introduzione di sistemi di trattamento dematerializzati della documentazione cartacea produce notevoli impatti anche da un punto di vista organizzativo e procedurale, comportando una riconsiderazione dei processi lavorativi interni di gestione documentale, un adeguato potenziamento architettonico e applicativo degli apparati informatici, un'intensa attività formativa del personale per ridefinirne le metodologie operative.

Agli interventi sulle infrastrutture dei sistemi informatici si affiancherà la revisione dell'assetto del patrimonio informativo a disposizione dell'Istituto mediante la creazione di un sistema strutturato di *dataware-*

house, che consentirà l'effettuazione di analisi sofisticate a supporto delle attività di vigilanza tramite strumenti di *business intelligence*.

3 La gestione finanziaria e il finanziamento della Consob

Per effetto della progressiva riduzione del contributo pubblico, ormai quasi azzerato, da anni l'onere del finanziamento dell'Istituto ricade pressoché integralmente sul mercato. Per il 2011, in particolare, le entrate complessive al netto dell'avanzo di amministrazione, pari a 128,4 milioni di euro, sono riferibili al Fondo a carico dello Stato solo per lo 0,3 per cento, mentre il 90,8 per cento circa attiene a contributi di vigilanza e il restante 8,9 per cento a entrate diverse (essenzialmente interessi attivi e somme liquidate a favore della Consob da provvedimenti giudiziari).

La spesa prevista per l'anno 2012 presenta una sensibile riduzione complessiva. Grazie alle significative misure di contenimento dei costi approvate dalla Commissione nel dicembre 2011, infatti, la spesa effettiva programmata per il 2012 è pari a 122,9 milioni di euro, con una riduzione di 9,5 milioni di euro rispetto all'anno precedente.

Gli interventi di contenimento della spesa hanno consentito di ridurre le entrate contributive riconducibili ai soggetti vigilati. Il gettito previsto dal regime contributivo nel 2012 è diminuito di 10,7 milioni (-9,2 per cento circa rispetto all'anno precedente), portandosi a 105,9 milioni di euro rispetto ai 116,6 del 2011.

Nel corso del 2012, inoltre, sarà avviata una revisione dei criteri di tariffazione, da adottare per il regime contributivo 2013, al fine di correlare le contribuzioni dovute alla dimensione effettiva dei soggetti vigilati. Tale revisione riguarderà, in particolare, le categorie degli intermediari e degli emittenti titoli quotati nei mercati regolamentati.

La Commissione ha inteso, inoltre, rafforzare i presidi di controllo sulla regolarità amministrativo-contabile della gestione economico-finanziaria mediante l'istituzione del Collegio dei revisori dei conti, insediatosi nei primi mesi del 2012. Il Collegio risulta composto da tre membri nominati – sentite le associazioni di categoria maggiormente rappresentative dei soggetti tenuti alla contribuzione – tra soggetti di comprovata ed elevata esperienza amministrativo-contabile, acquisita nello svolgimento di attività di controllo nei confronti di amministrazioni pubbliche ovvero, nella qualità di iscritti all'Albo dei revisori dei conti e nei confronti di organismi finanziari.

Nel corso del 2012, infine, verrà istituita una apposita commissione di studio per la revisione organica del Regolamento per l'amministrazione e la contabilità della Consob.

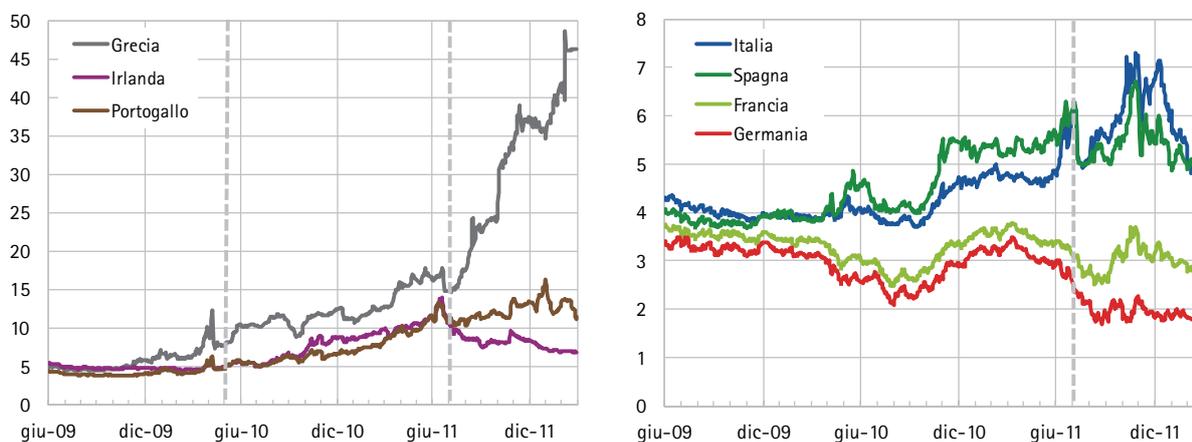
L'evoluzione del quadro di riferimento B



1 La crisi del debito sovrano nell'Area euro

Il 2011 è stato segnato dall'inasprimento della crisi del debito sovrano nell'Area euro. A partire dal mese di luglio il crescente clima di incertezza circa la capacità dei paesi periferici, e in particolare della Grecia, di risanare i conti pubblici ha bruscamente determinato un aumento della percezione del rischio sovrano per altri paesi. I titoli di Stato di Spagna, Italia e, a partire dall'inizio di novembre, Francia e Belgio hanno sperimentato rialzi significativi dello *spread* rispetto al *Bund* tedesco, che nel frattempo registrava una riduzione dei rendimenti di oltre 100 punti base (cosiddetto *flight to quality*). Nei primi mesi del 2012 sono emersi segnali di normalizzazione dei mercati; a partire dalla seconda metà di marzo, tuttavia, si sono riaccese le tensioni per i titoli di Stato italiani e spagnoli (Fig. 1).

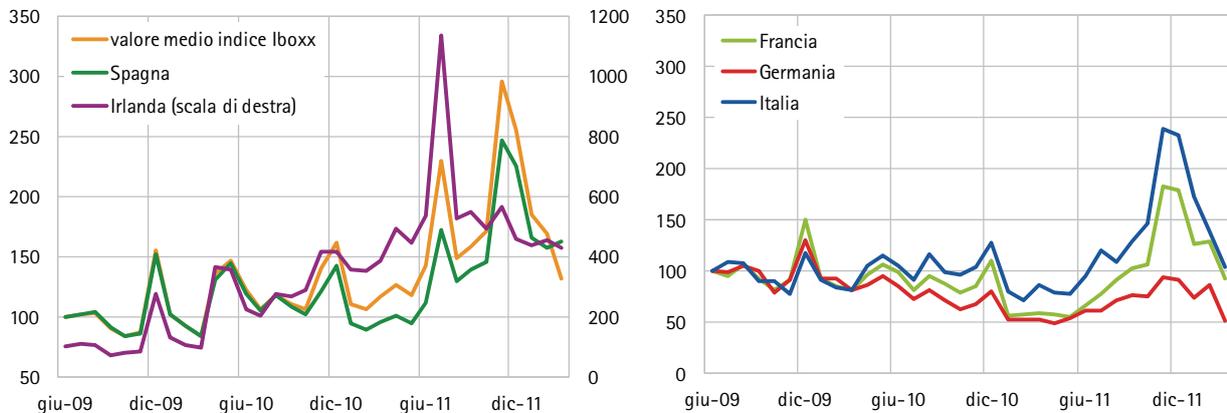
Fig. 1 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni nell'Area euro
(valori percentuale; dati giornalieri dal 30/06/2009 al 30/03/2012)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

All'aumento dei rendimenti dei titoli governativi si è affiancata una significativa riduzione del livello di liquidità del mercato, che, sebbene sia stata più accentuata nelle economie periferiche, ha interessato anche gli altri paesi coinvolti dal contagio; nei primi mesi del 2012 sono emersi segnali di distensione (Fig. 2).

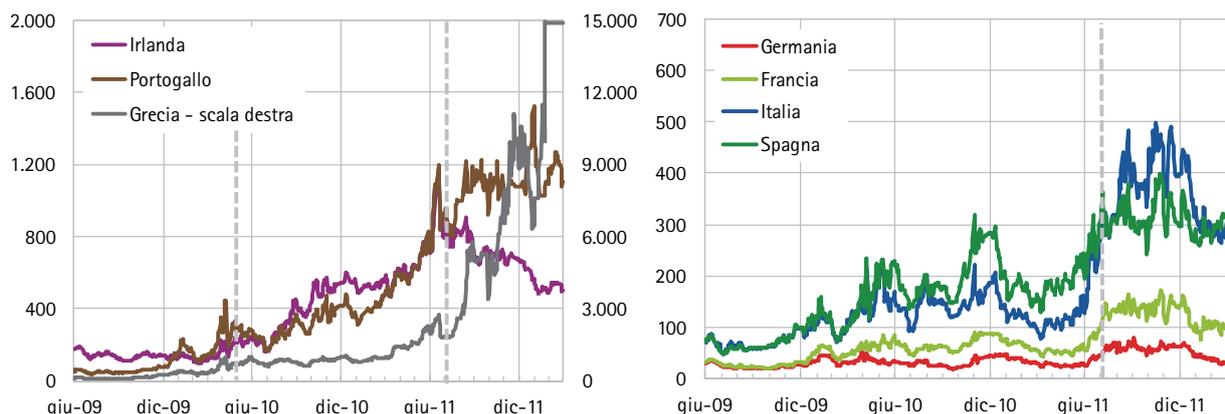
Fig. 2 Indicatore di liquidità del mercato dei titoli di Stato nell'Area euro
(dati mensili da giugno 2009 a marzo 2012; giugno 2009=100)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. L'indicatore di liquidità è stato calcolato come media dei *relative quoted spread* riferiti ai costituenti dell'indice *sovereign Iboxx* distinto per paese. Un aumento dell'indicatore corrisponde a un ampliamento dei *bid-ask spread* e, pertanto, segnala una riduzione del livello di liquidità nel mercato dei titoli di Stato (*illiquidity index*).

Le tensioni sul mercato obbligazionario si sono riflesse anche nelle quotazioni e nella volatilità dei *credit default swap* (Cds) sovrani che hanno registrato un sensibile incremento a partire dalla metà del 2011 (Fig. 3 e Fig. 4). Ha fatto eccezione, tuttavia, l'Irlanda che nello stesso periodo ha sperimentato una flessione della percezione del rischio sovrano anche grazie al permanere di prospettive di crescita positive (si veda il successivo paragrafo 2).

Fig. 3 Premi dei *credit default swap* sovrani a 5 anni nell'Area euro
(punti base; dati giornalieri dal 30/06/2009 al 30/03/2012)

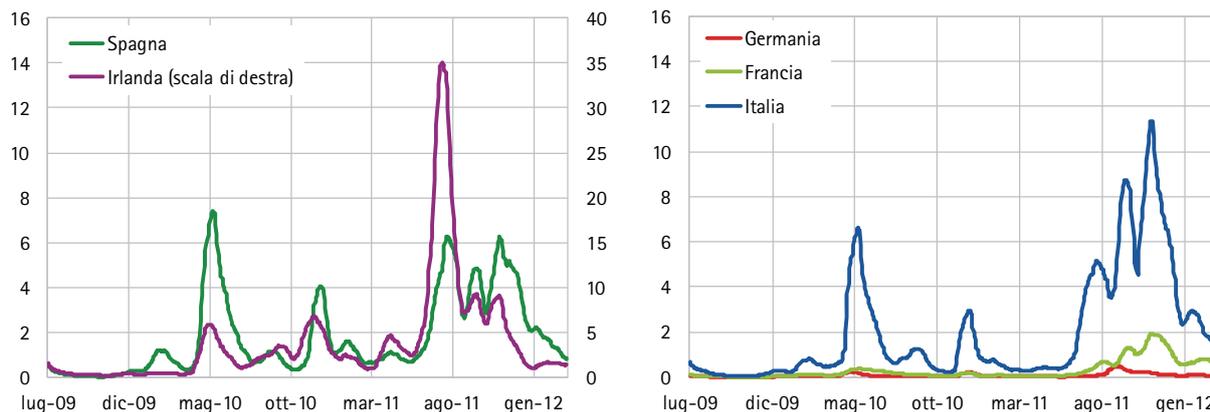


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters

I timori crescenti sulla solvibilità a breve dei paesi più duramente colpiti dal contagio hanno determinato un'inversione della curva dei rendimenti di titoli di Stato (Fig. 5). In particolare per il Portogallo il differenziale tra i rendimenti dei decennali e i rendimenti dei titoli pubblici a 2 anni si è portato a valori negativi nella prima parte

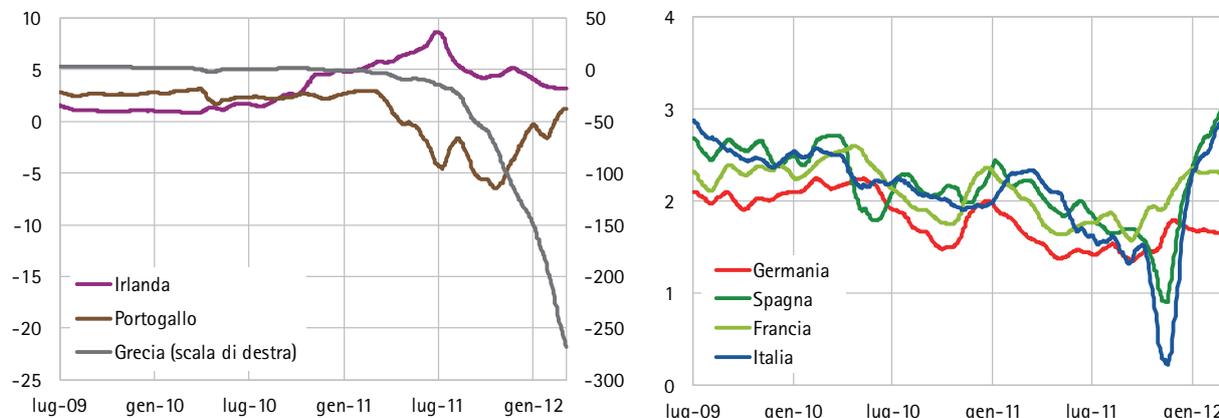
del 2011 per poi risalire a valori di poco superiori allo zero nei primi mesi del 2012; per la Grecia la significativa contrazione del differenziale, avviatasi all'inizio del 2011, non accenna ad arrestarsi. Tra le economie non periferiche l'Italia ha sperimentato un'inversione della curva dei tassi, con un differenziale attestatosi a valori vicini allo zero, a fine 2011, e una successiva normalizzazione nei primi mesi del 2012.

Fig. 4 Volatilità dei *credit default swap* sovrani
(valori percentuali su base annua; dati giornalieri dal 01/08/2009 al 30/03/2012)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. La volatilità viene stimata applicando un modello Garch multivariato. Media mobile su 20 giorni

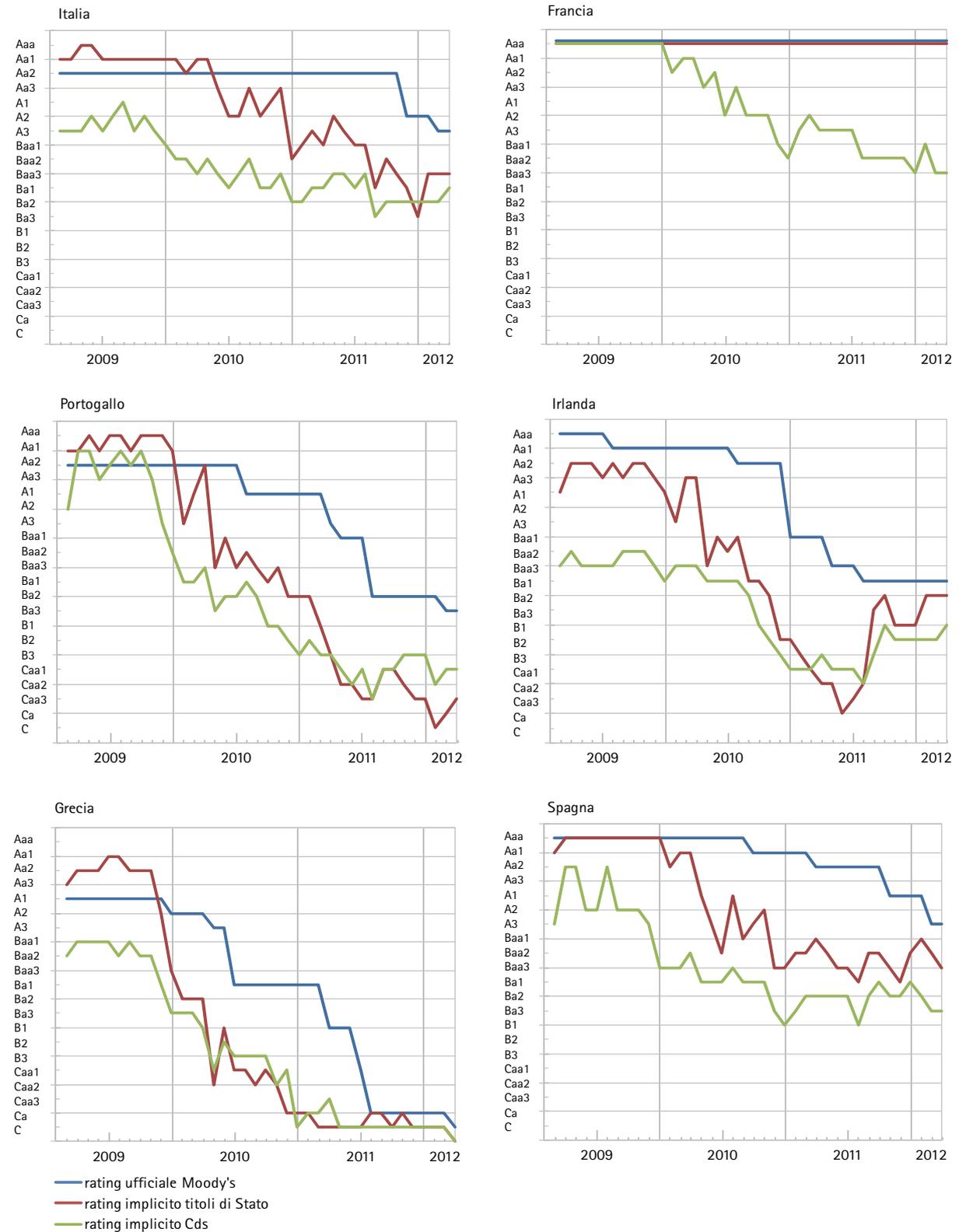
Fig. 5 Differenziale dei rendimenti a scadenza dei titoli di Stato a 10 e 2 anni per alcuni paesi dell'Area euro
(valori percentuali; dati giornalieri dal 31/07/2009 al 30/03/2012)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Media mobile su 20 giorni del differenziale tra i rendimenti a scadenza dei titoli di Stato a 10 anni e quelli a 2 anni.

La percezione del rischio di insolvenza implicita nei rendimenti dei titoli di Stato e nelle quotazioni dei Cds (ad eccezione di Irlanda, Grecia e Spagna) ha continuato a esibire un divario significativo rispetto al rating ufficiale (Fig. 6). La maggior parte degli interventi delle agenzie di rating, che soprattutto nella seconda metà del 2011 e all'inizio del 2012 hanno più volte declassato il giudizio sui paesi in difficoltà, sono stati annunciati, quindi, in un contesto in cui il mercato e gli operatori avevano già scontato il deterioramento del rischio sovrano.

Fig. 6 Rating ufficiali e rating impliciti dei titoli di Stato di alcuni paesi dell'Area euro
(dati mensili da febbraio 2009 a marzo 2012)



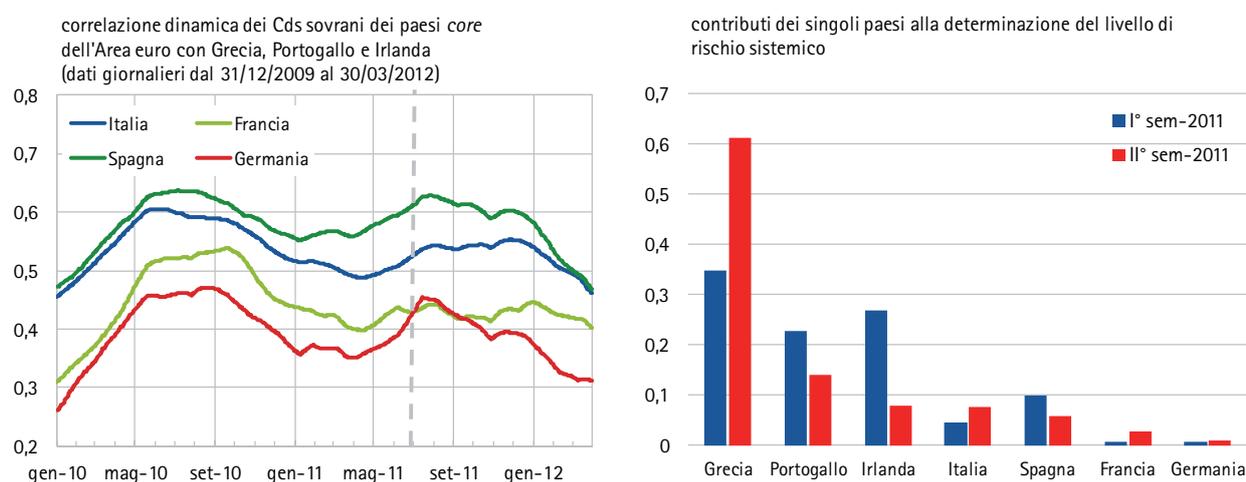
Fonte: elaborazioni su dati Moody's.

Il contagio e le tensioni sui mercati finanziari sono stati alimentati dal peggioramento delle prospettive di crescita delle economie avanzate, che ha ulteriormente accresciuto i timori sulla sostenibilità dei conti pubblici dei paesi più vulnerabili, e dalle incertezze che hanno connotato le risposte alla crisi da parte delle istituzioni internazionali.

La trasmissione del contagio dai paesi periferici agli altri paesi dell'Area euro può essere rappresentata attraverso la correlazione tra le quotazioni dei rispettivi Cds e il contributo dei singoli paesi al livello di rischio sistemico (Fig. 7). In particolare, dall'andamento della correlazione si evince che l'interdipendenza con i paesi in maggiore difficoltà rimane più elevata per Spagna e Italia rispetto a Francia e Germania, sebbene a partire dall'inizio del 2012 abbia segnato una flessione marcata rispetto ai valori raggiunti nei mesi precedenti.

La correlazione media con le quotazioni dei Cds di Portogallo, Irlanda e Grecia mostra un andamento crescente per tutti i paesi non periferici considerati (Germania, Francia, Italia e Spagna) fino ad agosto 2011 e, ad eccezione della Francia, una flessione marcata nei primi mesi del 2012, quando si è riportata a livelli pari a quelli rilevati all'inizio dell'anno precedente. Tale correlazione continua a registrare valori maggiori per i paesi più esposti alla crisi del debito sovrano, ossia Spagna e Italia, segnalando una interdipendenza più intensa con le economie periferiche.

Fig. 7 Co-movimento delle quotazioni dei *credit default swap* sul debito sovrano (correlazione dinamica) e contributi al rischio sistemico dei principali paesi dell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Il grafico di sinistra riporta il valore medio della correlazione stimata secondo il modello di Engle (2002) dei Cds sovrani dei paesi core dell'Area euro con Grecia, Portogallo e Irlanda. Il grafico di destra riporta le stime, normalizzate all'unità, dei *factor loading* della prima componente principale delle quotazioni dei Cds sovrani.

Riquadro 1

La riforma della *governance* economica europea e i meccanismi per la gestione delle crisi sovrane

Nel corso dell'anno è proseguito il processo di riforma della *governance* economica europea avviato nel 2010. In occasione delle riunioni dei capi di Stato e di governo dell'Area euro del 26 ottobre e del 9 dicembre 2011, è stato raggiunto un accordo, sia pure non unanime, su un insieme di misure che rendono più rigoroso il controllo dei conti pubblici dei paesi membri.

In particolare il cosiddetto *six pack* comporta l'obbligo di recepire nella legislazione nazionale, a livello costituzionale o equivalente, regole di bilancio coerenti con quelle fissate in ambito europeo con il Patto di stabilità e crescita; tali regole devono prevedere un meccanismo di correzione automatica delle eventuali deviazioni la cui conformità alle regole comunitarie verrà valutata dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea. La Commissione Europea ha inoltre presentato proposte di regolamento che prevedono, per i paesi dell'Area, un maggiore coordinamento nella fase di preparazione dei programmi di bilancio, che dovranno essere presentati alla Commissione prima della loro approvazione da parte dei rispettivi parlamenti nazionali secondo un calendario comune, e maggiori poteri di sorveglianza da parte della Commissione stessa sui paesi che ricevono assistenza finanziaria o sono in grave difficoltà finanziaria.

Inoltre con il cosiddetto *fiscal compact*, firmato il 2 marzo scorso da 25 paesi dell'Unione e in vigore dal gennaio 2013 a condizione che riceva almeno 12 ratifiche nazionali, si stabilisce che il deficit strutturale non possa eccedere lo 0,5 per cento del Pil e che il debito pubblico in rapporto al Pil debba diminuire ogni anno di un ammontare pari a 1/20 della distanza tra il suo livello effettivo e la soglia del 60 per cento. Sono previsti tuttavia fattori attenuanti e deroghe, in modo da permettere agli Stati membri di utilizzare la politica fiscale in chiave anticiclica o in risposta a shock esogeni.

Il 23 novembre 2011 la Commissione Europea ha sottoposto a consultazione una proposta relativa all'introduzione dei cosiddetti *Stability bonds*, ossia di titoli che verrebbero emessi in comune dagli Stati membri per finanziare i rispettivi fabbisogni.

Nel secondo semestre del 2011, inoltre, tra i paesi periferici è aumentato in modo significativo il peso della Grecia nella componente sistemica che spiega l'andamento delle quotazioni dei Cds nei paesi dell'Area euro, mentre si è ridotto quello di Portogallo e Irlanda. È cresciuto, inoltre, il contributo di Italia e Francia.

Finora il Fondo monetario internazionale (Fmi) ha partecipato a più riprese all'erogazione di finanziamenti ai paesi periferici e, in particolare, alla Grecia. Al fine

La proposta prevede diverse soluzioni, a seconda che gli *Stability bonds* sostituiscano in tutto o in parte le emissioni nazionali e siano assistiti da garanzie congiunte o separate. I titoli dovrebbero essere strutturati in modo da godere del massimo rating; questa caratteristica insieme all'elevata liquidità consentirebbero di ridurre la spesa aggregata per interessi sul debito pubblico dei paesi dell'Eurozona.

Un altro tema sul quale le istituzioni europee sono intervenute a più riprese concerne il potenziamento dei meccanismi di gestione della crisi istituiti nel 2010, ossia lo *European Financial Stability Facility* (Efsf), che resterà attivo per il finanziamento dei programmi avviati fino alla metà del 2013, e lo *European Stability Mechanism* (Esm), la cui operatività è stata anticipata al luglio 2012 rispetto alla previsione iniziale del 2013. La capacità d'intervento dell'Efsf è stata aumentata attraverso due opzioni, che possono essere impiegate simultaneamente. La prima prevede la concessione di garanzie parziali sulle nuove emissioni di titoli pubblici dei paesi dell'Area euro. La seconda stabilisce la costituzione di una o più società veicolo (*co-investment funds*, Cif) che potrebbero acquistare titoli di Stato sul mercato, primario e secondario, utilizzando le risorse finanziarie fornite da investitori privati e dall'Efsf; quest'ultimo si farebbe carico delle prime perdite che dovessero verificarsi sugli investimenti dei Cif. Nel complesso la capacità di prestito dell'Efsf e dell'Esm sarà pari a 500 miliardi di euro; tuttavia è già in corso una verifica di adeguatezza delle risorse stanziato poiché è fondato il timore che esse siano insufficienti a far fronte a eventuali esigenze di rifinanziamento che dovessero coinvolgere, oltre ai paesi periferici, anche altri paesi europei colpiti da fenomeni di contagio. Qualora la Bce e la Commissione Europea verificassero il ricorrere di condizioni di emergenza, inoltre, l'Esm potrebbe decidere con una maggioranza qualificata dell'85 per cento dei partecipanti con diritto di voto, anziché all'unanimità (come si stabiliva in precedenza).

Sempre in tema di risorse, è al vaglio l'ipotesi di aumentare le disponibilità del Fondo Monetario Internazionale (Fmi) destinabili al sostegno dei paesi in difficoltà. I paesi dell'Unione Europea sarebbero disposti a fornire risorse aggiuntive fino a 150 miliardi di euro, mentre il Regno Unito ha subordinato la propria partecipazione, per un importo pari a 30 miliardi, al coinvolgimento dei paesi *extra-Ue* membri del Fondo.

di favorire il ritorno del debito pubblico ellenico al 120 per cento del Pil entro il 2020, le istituzioni internazionali hanno auspicato la ristrutturazione del debito con il coinvolgimento degli investitori privati tramite un accordo volontario, poi raggiunto nella prima decade di marzo 2012. Nonostante questo precedente, che ha comportato per i creditori privati una perdita stimabile complessivamente attorno al 70 per cento del capitale e degli interessi, è stato deciso che le decisioni relative alla Grecia sono da considerarsi uniche ed eccezionali e che l'eventuale futuro coinvolgimento degli investitori privati nella risoluzione delle crisi sovrane si baserà sulle pratiche del Fmi.

Oltre agli interventi a sostegno dei paesi periferici, nel corso dell'anno le istituzioni europee, in continuità con il processo di riforma della *governance* economica europea avviato nel 2010, hanno definito misure che mirano a rafforzare il controllo della stabilità dei conti pubblici dei paesi membri (accordi cosiddetti *six pack* e *fiscal compact*). Ulteriori aree di intervento hanno riguardato il rafforzamento dei meccanismi di gestione della crisi istituiti nel 2010, ossia lo *European Financial Stability Facility* (Efsf) e lo *European Stability Mechanism* (Esm; Riquadro 1).

Il Consiglio Europeo, infine, con decisione del 26 ottobre 2011, ha richiesto un significativo intervento di rafforzamento patrimoniale degli istituti di credito europei a fronte del quale la *European Banking Authority* (Eba) ha formulato una raccomandazione ufficiale. Per mitigare le difficoltà di raccolta degli istituti di credito, infine, la Commissione Europea ha previsto la possibilità di concedere garanzie pubbliche nazionali alle passività bancarie di nuova emissione, stabilendo regole uniformi per tutti i paesi Ue in termini di accesso, costi e condizioni per le banche (si veda il Riquadro 'Le garanzie pubbliche sulle obbligazioni emesse dalle banche italiane' nel Capitolo III 'I mercati').

A partire dalla seconda metà del 2011, a fronte del deterioramento del quadro macroeconomico, la Banca centrale europea (Bce) ha sospeso il tentativo di normalizzazione della *stance* di politica monetaria, avviato nella prima parte dell'anno, e ha potenziato i programmi di sostegno della liquidità attraverso una serie di misure non convenzionali (cosiddette Ltro, *Long term refinancing operations*). Tali misure hanno ampliato il bilancio della Bce portandolo a una dimensione comparabile a quella del bilancio della statunitense *Federal Reserve* (Fed). Rimangono tuttavia significative le differenze in termini di composizione dell'attivo e del passivo dei bilanci delle due banche centrali a fronte delle diversità negli strumenti impiegati per sostenere l'economia reale (Riquadro 2).

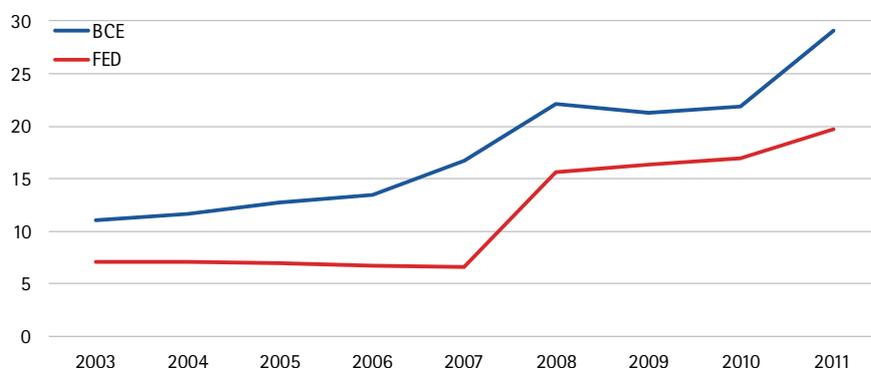
Riquadro 2

Le misure adottate dalla Banca centrale europea e dalla *Federal reserve* e gli effetti sui rispettivi bilanci

Dall'inizio delle turbolenze sui mercati finanziari nell'agosto 2007, la Bce e la Fed hanno utilizzato in modo innovativo i tradizionali strumenti di politica monetaria e, al contempo, hanno introdotto misure non convenzionali. Ciò ha determinato un ampliamento dei relativi bilanci in termini sia assoluti sia relativi.

In particolare a partire dalla fine del 2008 il totale degli attivi di bilancio della Bce si è raddoppiato, portandosi a fine 2011 a 3.000 miliardi di euro circa (quasi il 30 per cento del Pil dell'Area euro), mentre quello della Fed è triplicato, raggiungendo poco meno di 3.000 miliardi di dollari (20 per cento circa del Pil Usa).

Totale attivo di Bce e Fed in rapporto al Pil
(valori percentuali)

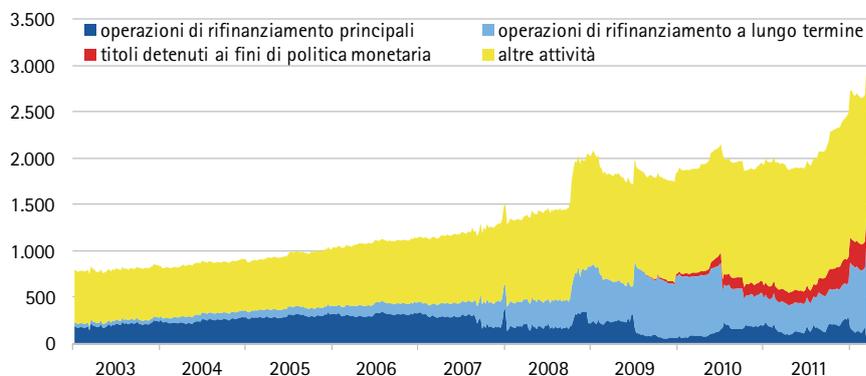


Fonte: elaborazioni su dati Bce e Fed.

Le due banche centrali hanno fronteggiato la crisi ricorrendo a strumenti differenti, tenuto conto della struttura dei rispettivi mercati finanziari e del ruolo delle banche nel finanziamento dell'economia. La Fed ha intrapreso azioni miranti ad assicurare l'erogazione diretta di credito a famiglie e imprese e ha varato piani di acquisto di titoli pubblici e privati mediante emissione di moneta (cosiddetto *quantitative easing*). La Bce, invece, ha privilegiato l'offerta di liquidità alle banche, al fine di contenere la contrazione dell'erogazione di credito, e ha sempre sterilizzato le misure non convenzionali di politica monetaria (cosiddetto *credit easing*).

A partire da ottobre 2008, infatti, la Bce ha condotto tutte le operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi; ha esteso le tipologie di attività stanziabili nelle operazioni di mercato aperto e ha aumentato sia il numero sia la frequenza delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine, aumentando così la dimensione dell'attivo. Non ha invece inciso sulla dimensione del bilancio la ricomposizione per scadenza delle operazioni di rifinanziamento, che nel 2007 erano costituite per il 70 per cento circa da operazioni di rifinanziamento principali (a una settimana), mentre all'inizio del 2012 risultano composte quasi esclusivamente da operazioni di rifinanziamento a lungo termine (anche a seguito delle due operazioni a 36 mesi condotte a dicembre 2011 e febbraio 2012).

Composizione dell'attivo della Bce
(dati settimanali; valori in miliardi di euro)



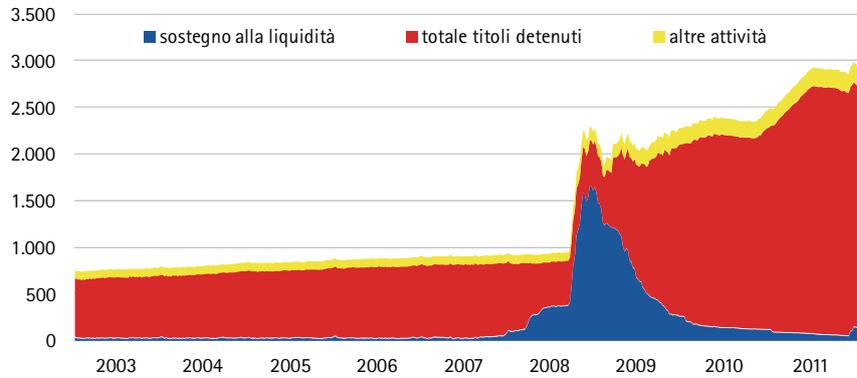
Fonte: elaborazioni su dati Bce.

A partire dal 2009 la Bce è intervenuta anche direttamente in alcuni mercati dei titoli. Il primo intervento ha riguardato il segmento delle obbligazioni garantite (*covered bond*), tra gli strumenti primari di raccolta per le banche dell'Area euro: complessivamente nel periodo maggio 2009 – febbraio 2012, la Banca centrale ha acquistato 68 miliardi di euro attraverso due programmi di acquisto (il *Covered Bond Purchase Programme* conclusosi nel giugno 2010 con acquisti pari a 60 miliardi, e il *Covered Bond Purchase Programme 2*, annunciato il 3 novembre 2011 per un importo pari a 40 miliardi di euro). Il secondo intervento ha riguardato il comparto dei titoli di Stato, attraverso il cosiddetto *Securities Markets Programme*: tale misura, avviata il 10 maggio 2010 al fine di garantire liquidità e spessore ai segmenti dei titoli di Stato interessati dalla crisi e salvaguardare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, ha condotto all'acquisto di titoli per un controvalore pari a circa 219 miliardi di euro alla data del 5 marzo 2012.

La Fed ha erogato liquidità, mediante il finanziamento diretto a banche e *dealer*, soprattutto nel corso della crisi del 2007-2008: in quel periodo, infatti, ha introdotto la *term auction facility* (Taf), che eroga liquidità a un mese attraverso un meccanismo di asta e a fronte di una più vasta categoria di garanzie; la *term securities lending facility*, che consente di ottenere titoli del Tesoro in cambio di titoli di emittenti privati; la *primary dealer credit facility*, che permette di ottenere prestiti a brevissimo termine al tasso di sconto e a fronte di adeguate garanzie. Inoltre, le operazioni mensili pronti contro termine (*repos*) sono aumentate dai 30 miliardi di dollari circa, registrati mediamente fino alla prima metà del 2007, fino ai 130 miliardi nel maggio 2008. Il sostegno alla liquidità è rientrato nel corso del 2009, con il ritorno alla normalità dei mercati interbancario e monetario: l'ammontare di prestiti erogati con il Taf, che aveva raggiunto un massimo di quasi 500 miliardi di dollari all'inizio del 2009, risulta quasi azzerato ad aprile 2010. A partire dal 2009 sono soprattutto le variazioni del portafoglio titoli ad aver influito su dimensione e composizione del bilancio della Fed. Dopo aver venduto, tra giugno 2007 e settembre 2008, titoli del Tesoro per circa 300 miliardi di dollari, con lo scopo di compensare la liquidità offerta tramite i programmi di sostegno alla liquidità, a partire dal 2009, in accordo col Tesoro statunitense e coerentemente con una politica di *quantitative easing*, la Fed ha iniziato ad acquistare titoli del Tesoro a medio-lungo termine, titoli di debito di agenzie federali e titoli assistiti da ipoteca emessi da agenzie federali, portando a gennaio 2012 il portafoglio complessivo a oltre 2.500 miliardi di dollari. Nel settembre 2011 la Fed ha dato avvio all'operazione '*twist*', con l'obiettivo di allungare la scadenza dei titoli di Stato in portafoglio, acquistando 400 miliardi di dollari di titoli governativi con scadenza 6-30 anni e cedendo 400 miliardi di dollari di titoli pubblici a breve termine. A gennaio 2012 i titoli detenuti dalla Fed rappresentano la quasi totalità dell'attivo.

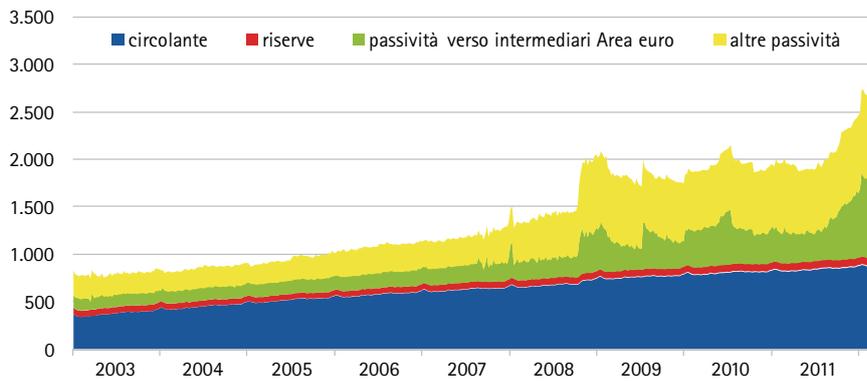
La differenza principale tra le due banche centrali riguarda però la composizione del passivo. In estrema sintesi la Bce, al fine di non immettere liquidità aggiuntiva nel sistema, ha sempre sterilizzato le misure non convenzionali di politica monetaria attraverso operazioni di *fine-tuning* di deposito a tempo determinato, condotte con cadenza settimanale. La Fed, invece, ha finanziato i programmi di sostegno della liquidità e di acquisto di titoli tramite un ampliamento significativo delle proprie riserve, ossia della base monetaria.

Composizione dell'attivo della Fed
(dati settimanali; valori in miliardi di dollari)



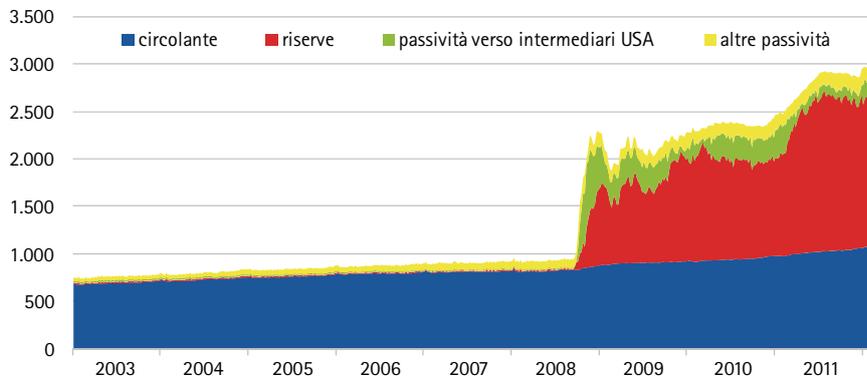
Fonte: elaborazioni su dati Fed.

Composizione del passivo della Bce
(dati settimanali; valori in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Bce. La voce 'passività verso intermediari Area euro' indica le passività in euro verso istituzioni creditizie dell'Area euro e comprende i conti correnti, i depositi *overnight*, i depositi a tempo determinato, le operazioni temporanee di *fine-tuning*, i depositi connessi a scarti di garanzia e le altre passività.

Composizione del passivo della Fed
(dati settimanali; valori in miliardi di dollari)

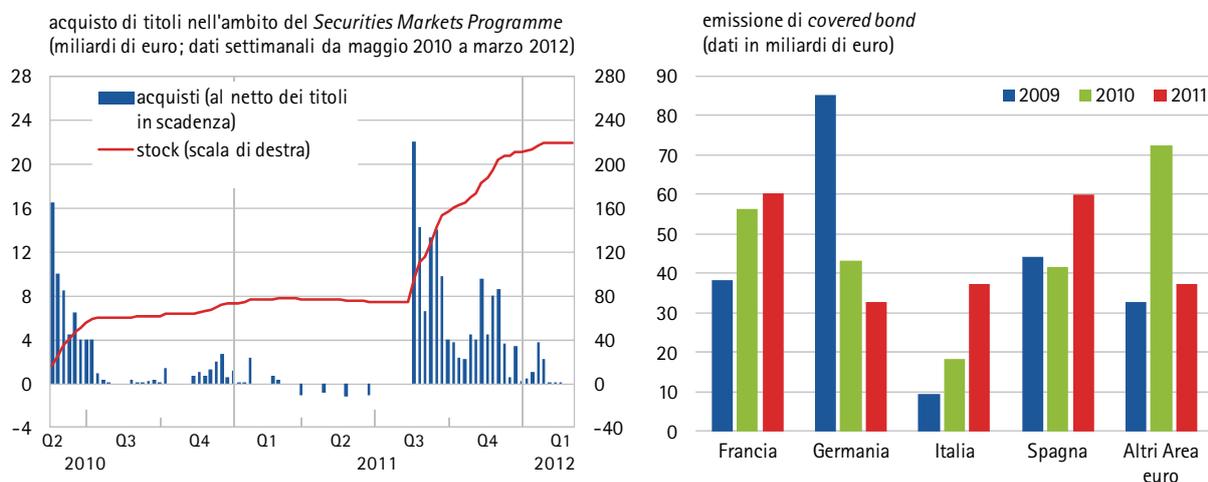


Fonte: elaborazioni su dati Fed.

Oltre a ridurre a più riprese il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, portandolo all'uno per cento dall'1,50 fissato nel mese di luglio 2011, nel mese di agosto la Bce ha riattivato il *Securities Market Programme* acquistando titoli di Stato sul mercato secondario per un ammontare complessivo di 219 miliardi di euro (Fig. 8).

Al fine di allentare le tensioni sul fronte della raccolta a breve per le banche europee, la Bce ha poi lanciato un nuovo programma di acquisto, sul mercato primario e secondario, di *covered bond* emessi dalle banche per 40 miliardi di euro (da completarsi entro il 2012); inoltre alle operazioni di rifinanziamento esistenti ha affiancato operazioni di rifinanziamento a 12 e 13 mesi, con il meccanismo dell'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi, almeno fino a luglio 2012.

Fig. 8 Acquisti di titoli nell'ambito del *Securities Market Programme* della Bce ed emissioni di *covered bond* nell'Area euro



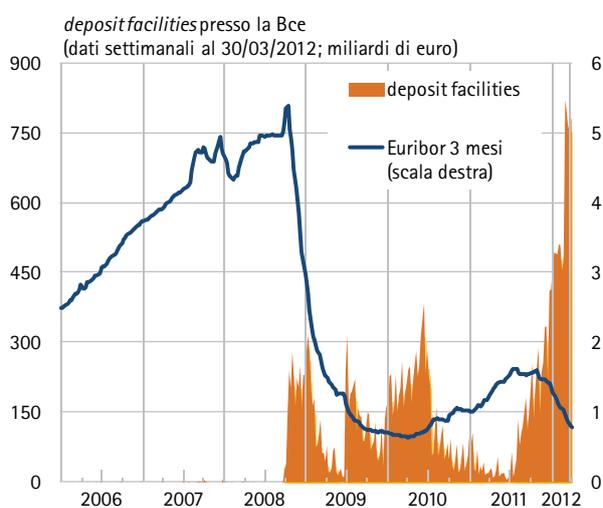
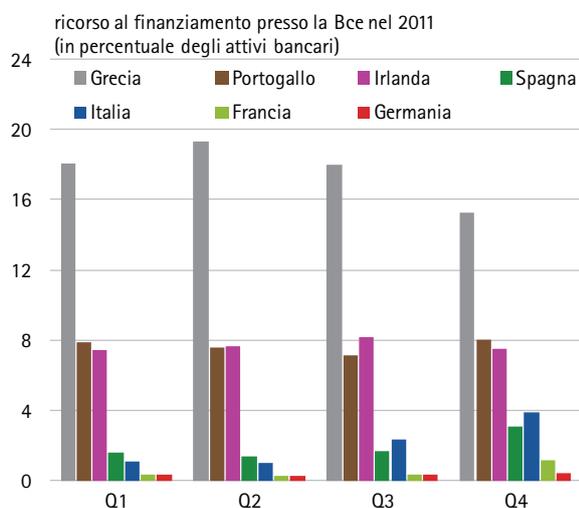
Fonte: elaborazioni su dati Bce e Dealogic.

Nei mesi di dicembre 2011 e di febbraio 2012 sono state effettuate due aste di rifinanziamento a 36 mesi e al tasso dell'uno per cento, nel corso delle quali la Bce ha concesso prestiti pari complessivamente a poco più di 1.000 miliardi di euro (con un aumento netto di liquidità pari a circa 500 miliardi di euro).

La Bce, infine, ha ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria dal 2 all'uno per cento nel gennaio 2012 e ha ampliato l'insieme delle garanzie stanziabili nelle operazioni di rifinanziamento.

Nel 2011 il ricorso al finanziamento dell'Eurosistema è stato consistente soprattutto per le banche dei paesi più esposti alla crisi del debito sovrano (Fig. 9). Dopo gli istituti di credito greci, che nel quarto trimestre hanno avuto accesso a finanziamenti presso la Banca centrale per un importo pari a circa il 16 per cento degli attivi totali, gli istituti irlandesi e portoghesi sono i maggiori prenditori di fondi (intorno all'8 per cento degli attivi); seguono le banche italiane (4 per cento) e quelle spagnole (3 per cento).

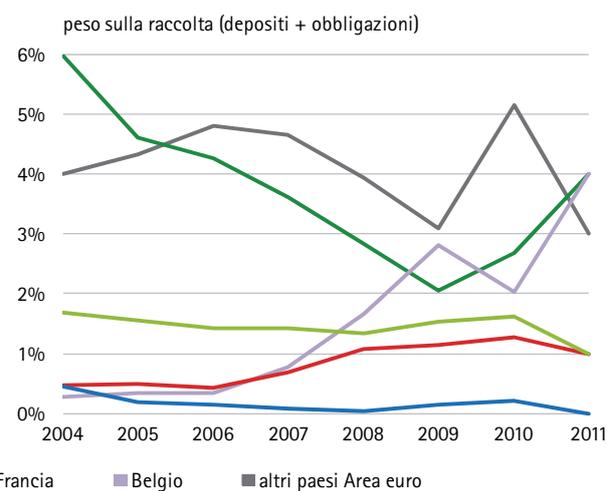
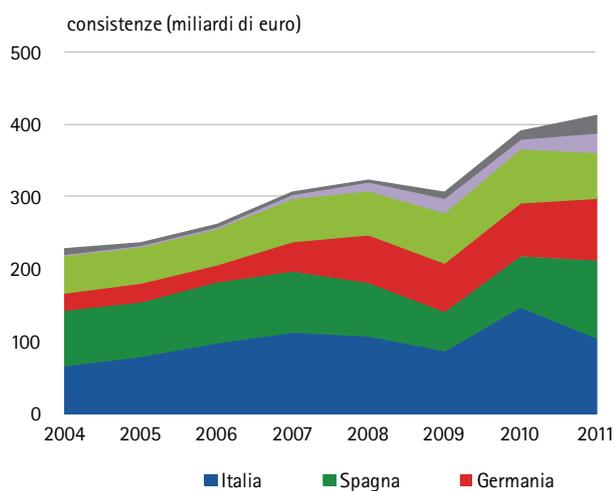
Fig. 9 Ricorso al finanziamento dell'Eurosistema da parte delle banche di alcuni paesi europei, *deposit facilities* presso la Bce ed Euribor a 3 mesi



Fonte: elaborazioni su dati Bce, Banche Centrali e Thomson Reuters.

Per effetto delle tensioni sul mercato interbancario, segnalate dall'accresciuta propensione delle banche a depositare la liquidità in eccesso presso la Bce (Fig. 9), nel corso del 2011 è aumentato anche il ricorso alla raccolta a breve collateralizzata, sebbene il peso sulla raccolta complessiva (depositi e obbligazioni) abbia registrato un incremento solo per Spagna e Belgio (Fig. 10).

Fig. 10 Raccolta tramite operazioni collateralizzate (repo) delle banche di alcuni paesi europei (consistenze di fine periodo; dati a gennaio 2012)

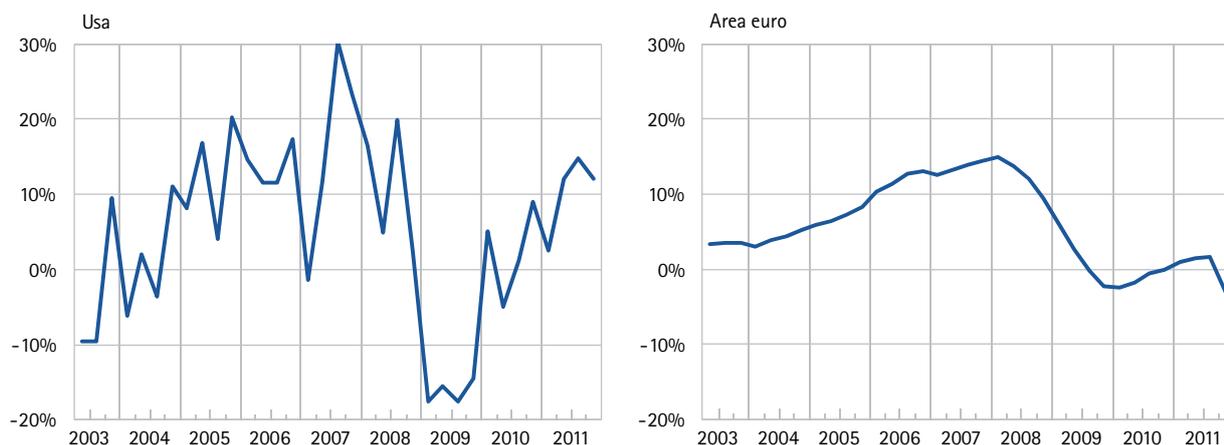


Fonte: elaborazioni su dati Bce.

Le misure non convenzionali della Bce dovrebbero avere un riflesso positivo sull'erogazione di credito, allentando il crescente irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti a imprese non finanziarie e famiglie emerso già dall'inizio del 2011 e amplificatosi nella seconda metà dell'anno.

Nel terzo trimestre del 2011, in particolare, il tasso di crescita degli impieghi alle imprese non finanziarie ha fatto registrare valori negativi nell'Area euro, mentre è rimasto ampiamente positivo negli Usa, benché in flessione (Fig. 11).

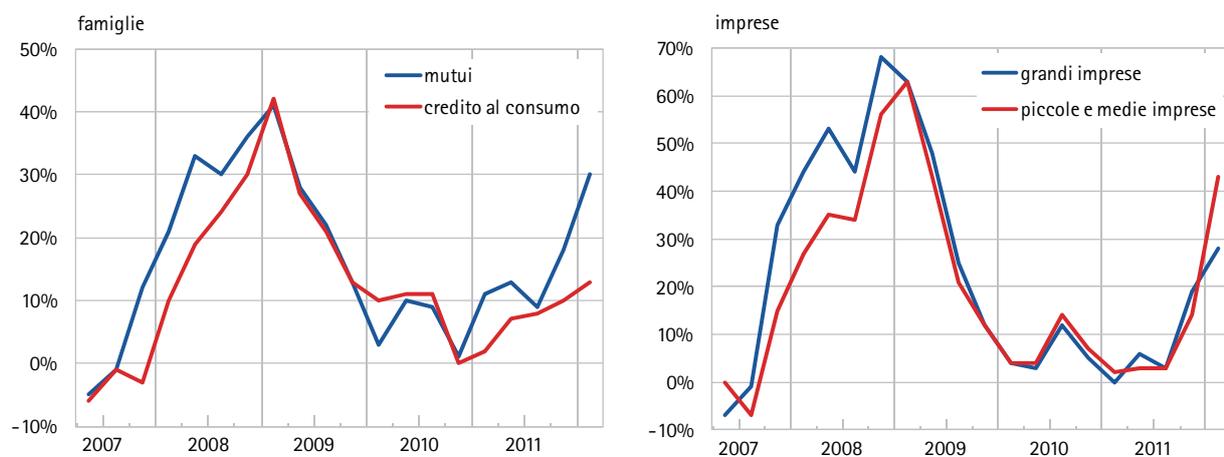
Fig. 11 Tasso di crescita dei prestiti bancari alle società non finanziarie
(dati trimestrali dal II trimestre 2003 al IV trimestre 2011)



Fonte: elaborazioni su dati Fed e Bce.

Sulla base dei risultati della *Bank Lending Survey*, indagine condotta dalla Banca centrale europea su un campione di banche dell'Eurozona, la quota degli istituti finanziari che hanno ristretto i criteri di concessione dei prestiti ha largamente superato la quota degli istituti che hanno allentato i parametri per l'erogazione di finanziamenti. Il fenomeno è più accentuato per la concessione di mutui a famiglie e per i prestiti a piccole e medie imprese (Fig. 12).

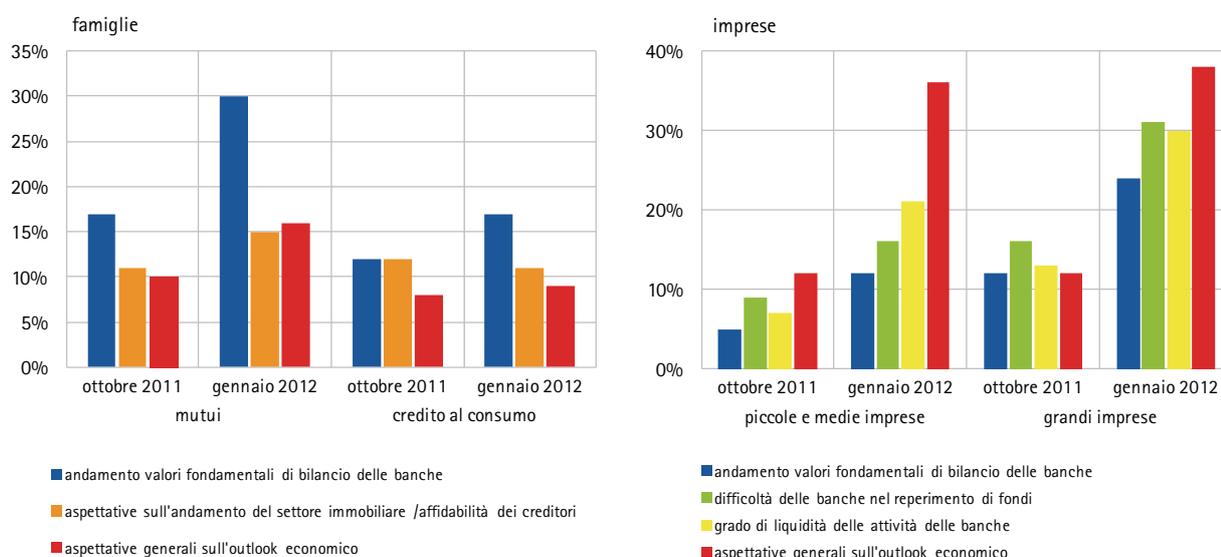
Fig. 12 Indicatori di restrizione delle condizioni di accesso al credito per famiglie e imprese nell'Area euro
(dati mensili da aprile 2007 a gennaio 2012)



Fonte: elaborazioni su dati Bce. L'indicatore di restrizione delle condizioni di concessione dei prestiti alle banche è calcolato come quota percentuale delle banche che hanno segnalato un irrigidimento nei criteri per la concessione dei prestiti al netto della quota percentuale delle banche che hanno segnalato un allentamento.

La dinamica dell'erogazione del credito alle imprese è riconducibile prevalentemente al deterioramento delle aspettative sull'*outlook* macroeconomico, alla difficoltà di reperimento dei fondi e alla riduzione della liquidità dell'attivo delle banche; per le famiglie, e con particolare riguardo all'erogazione di mutui, rileva anche il peggioramento delle aspettative sull'andamento del settore immobiliare (Fig. 13).

Fig. 13 Fattori che contribuiscono alla restrizione delle condizioni di accesso al credito per famiglie e imprese nell'Area euro



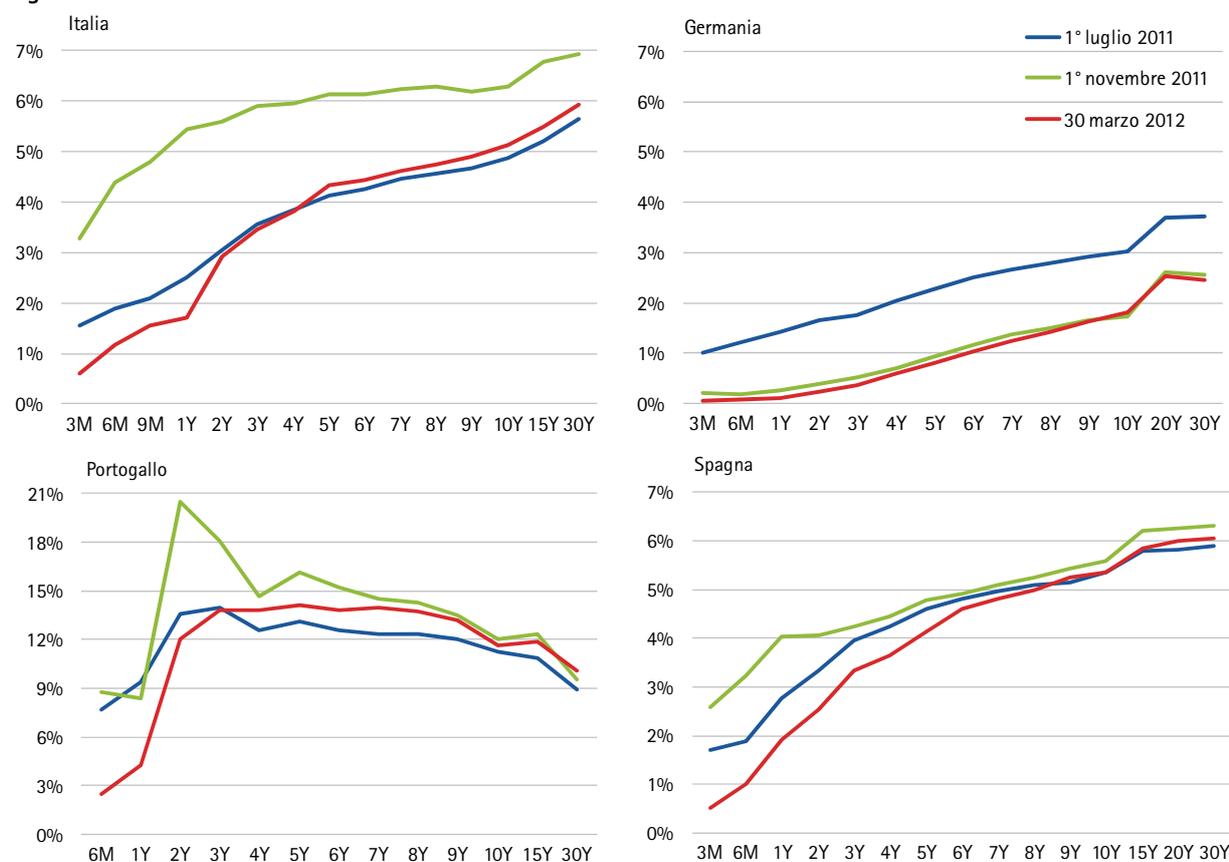
Fonte: elaborazioni sui dati dell'indagine *Ecb Lending Survey* condotta presso le banche.

Con riguardo ai titoli di Stato, nel complesso il mercato secondario ha beneficiato degli interventi diretti della Bce e, probabilmente, anche degli acquisti effettuati dalle banche utilizzando la liquidità in eccesso (cosiddetto *carry trade*).

I più recenti andamenti dei mercati finanziari sembrerebbero indicare che le iniziative delle istituzioni europee e le politiche di consolidamento fiscale intraprese dai paesi dell'Area euro abbiano contribuito a un allentamento delle tensioni manifestatesi a partire da luglio 2011. Le curve dei tassi *sovereign* di Italia e Spagna, che avevano subito per prime il contagio del *repricing* del rischio sovrano dei paesi periferici, esibiscono ad oggi una parziale traslazione verso il basso rispetto a luglio 2011 (Fig. 14).

Per l'Italia, in particolare, la riduzione dei tassi è stata più marcata sul tratto a breve, mentre lo *spread* del Btp a 10 anni rispetto al *Bund* tedesco oscilla ad oggi poco sopra i 330 punti base, dai circa 550 rilevati nei primi giorni di novembre 2011 (dato al 30 marzo).

Fig. 14 Curva dei tassi d'interesse dell'Area euro



Fonte: Thomson Reuters.

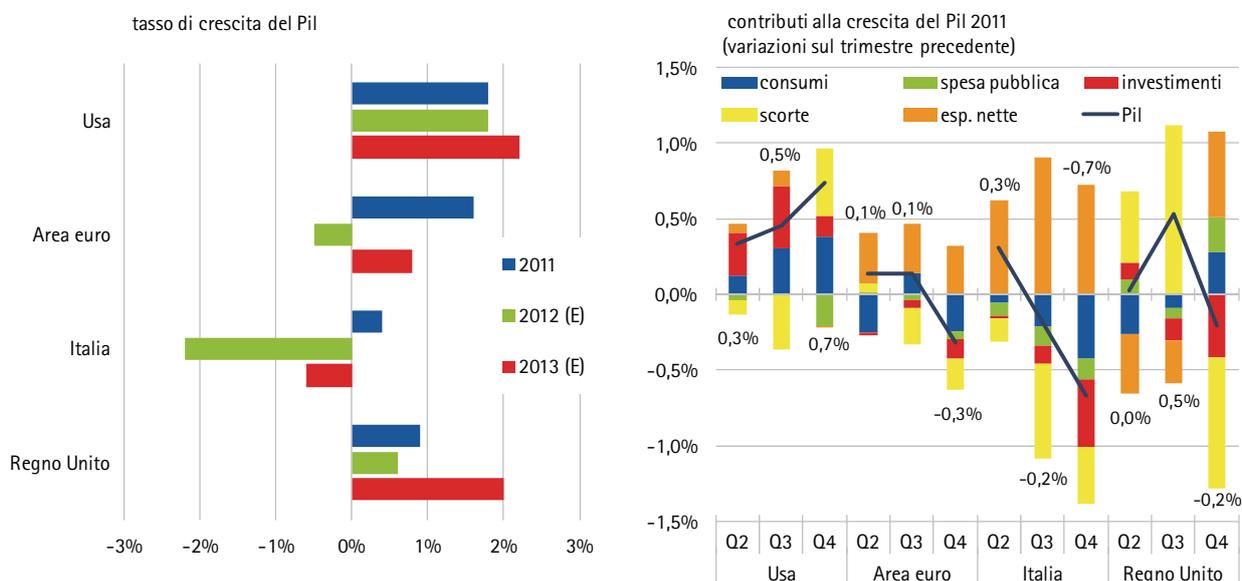
2 Andamenti dell'economia reale

L'avvio della normalizzazione delle condizioni sui mercati finanziari dell'Area euro costituisce un presupposto fondamentale per la sostenibilità dei conti pubblici e per la ripresa economica. Rimangono elevati, tuttavia, le incertezze e i forti rischi al ribasso per l'attività economica nell'Area: secondo le stime pubblicate dal Fmi lo scorso gennaio, l'Eurozona avrebbe sperimentato un tasso di crescita pari all'1,6 per cento nel 2011, che dovrebbe portarsi a -0,5 per cento nel 2012 per poi risalire a 0,8 punti percentuali l'anno successivo (Fig. 15).

In particolare nel quarto trimestre del 2011 l'Area euro ha registrato una flessione del Pil pari allo 0,3 per cento, soprattutto a causa della dinamica dei consumi e del contributo negativo delle scorte.

Per l'Italia si stima un rallentamento dallo 0,4 per cento nel 2011 a -2,2 per cento nel 2012; l'attività economica ha peraltro subito una flessione già negli ultimi due trimestri dell'anno trascorso, per effetto della crescente contrazione di consumi e investimenti e nonostante il contributo positivo delle esportazioni nette.

Fig. 15 Andamento dell'economia nei principali paesi avanzati



Fonte: elaborazione su dati Fmi, Commissione Europea e Thomson Reuters.

Con riguardo alle economie avanzate al di fuori dell'Area euro, il Regno Unito è cresciuto dello 0,9 per cento nel 2011, mentre gli Stati Uniti hanno registrato una variazione positiva del prodotto pari a 1,8 punti percentuali, grazie all'andamento dei consumi interni e della variazione delle scorte. Il Giappone, invece, ha scontato lo shock subito nel marzo del 2011 (quando fu colpito da un incidente nucleare), registrando una flessione del Pil pari allo 0,9 per cento (Fig. 16). Le prospettive per il 2012 sono disomogenee per i 3 paesi, poiché il tasso di crescita del Pil rispetto al 2011 è previsto in flessione nel Regno Unito (+0,6 per cento), stabile per gli Stati Uniti (+1,8 per cento) e in deciso aumento per il Giappone (+1,7 per cento).

Con particolare riguardo al Giappone, le recenti manovre della banca centrale hanno consentito un indebolimento dello yen che contribuirà a sostenere le esportazioni e a contenere la deflazione, mentre la ricostruzione dovrebbe continuare a rafforzare la domanda interna. I conti pubblici restano, tuttavia, in una condizione di criticità e la bilancia commerciale è in deficit dal secondo trimestre del 2011.

Le principali economie emergenti registrano tassi di crescita ancora sostenuti, seppure in rallentamento dal 2010, a causa dell'indebolimento progressivo della componente della domanda estera (Fig. 16); per alcuni paesi come la Cina, inoltre, i ritmi di sviluppo sperimentati sinora non appaiono sostenibili nel medio periodo a meno di profonde riforme strutturali (Riquadro 3). Anche la dinamica inflazionistica sembra attenuarsi in prospettiva, sebbene sia destinata a mantenersi su livelli molto elevati rispetto a quella delle economie avanzate.

Riquadro 3

Le prospettive di crescita dell'economia cinese

Dopo circa 30 anni di performance economica straordinaria, caratterizzata da una crescita media annuale del Pil attorno al 10 per cento, la Cina è attualmente la seconda economia mondiale e la prima economia per livello di esportazioni e di produzione manifatturiera.

A fronte del previsto rallentamento dell'attività economica mondiale il Fmi, nel rapporto *China Economic Outlook* pubblicato lo scorso 6 febbraio, ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita della Cina, che nel 2012 dovrebbe attestarsi all'8,2 per cento (+9,2 nel 2011). Infatti, mentre la domanda interna continua a espandersi a tassi elevati, le esportazioni nette hanno già iniziato a contribuire negativamente all'incremento del Pil (-0,5 per cento nel 2011). Il tasso di inflazione, inoltre, è previsto in diminuzione anche se esistono significativi rischi al rialzo dovuti a un'offerta rigida dei beni alimentari e alla conseguente reattività dei prezzi anche a piccoli shock (come il manifestarsi, ad esempio, di avverse condizioni meteorologiche).

Tra gli elementi che possono frenare la crescita, oltre alle condizioni congiunturali, rilevano anche fattori strutturali rispetto ai quali hanno segnalato l'opportunità di agire in modo tempestivo sia il Fmi sia la Banca Mondiale (quest'ultimo nel rapporto *China 2030*, pubblicato il 27 febbraio 2012). Tali istituzioni hanno evidenziato, infatti, che la crescita dell'economia cinese ai ritmi registrati negli ultimi anni non è sostenibile, soprattutto sul piano ambientale e sociale, a meno di significative riforme strutturali orientate al pieno sviluppo dell'economia di mercato.

Tra i vari interventi si suggerisce la liberalizzazione delle attività produttive e distributive, ad oggi controllate in gran parte da imprese di proprietà pubblica, la privatizzazione del sistema bancario e la riforma del settore agricolo. Si auspicano, inoltre, investimenti in istruzione e ricerca e nelle fonti di energia pulita e rinnovabile.

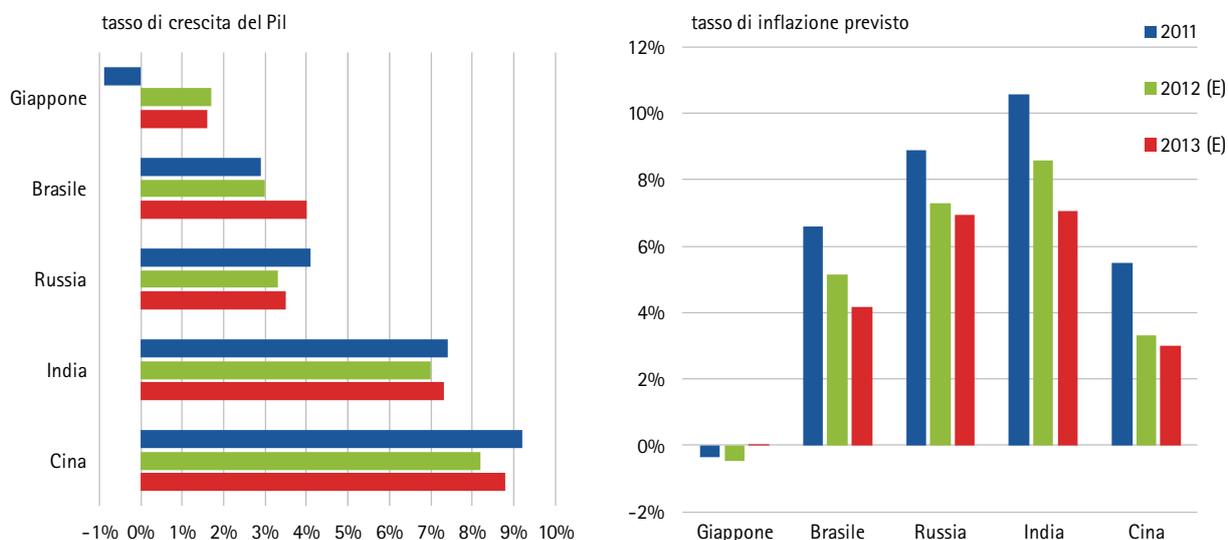
Le crescenti diseguaglianze in termini di sicurezza sociale e distribuzione del reddito richiedono una riforma che tuteli i diritti dei lavoratori e che estenda significativamente l'assistenza sanitaria e i servizi pubblici essenziali.

Viene altresì sottolineata l'importanza di intervenire sul sistema fiscale e sull'allocazione delle risorse pubbliche ai governi locali, in modo da contenere sprechi e fenomeni di corruzione.

Infine, si raccomanda una maggiore integrazione con l'economia globale, auspicando anche la ripresa dei negoziati sul commercio multilaterale di Doha e l'integrazione del settore finanziario cinese con quello mondiale.

La necessità di intraprendere riforme urgenti è stata riconosciuta dal primo ministro cinese che, nel marzo 2012, ha abbassato l'obiettivo di crescita per il 2012 al 7,5 per cento, anche in considerazione del rallentamento economico globale, e ha annunciato un aumento della spesa pubblica per l'istruzione e nuove regole sull'espropriazione delle terre rurali. Il primo ministro cinese, infine, ha indicato che lo yuan è ormai vicino all'equilibrio sui mercati valutari e che pertanto ne verrà consentita una maggiore flessibilità.

Fig. 16 Andamento dell'economia in Giappone e nei principali paesi emergenti



Fonte: elaborazione su dati Fmi, Commissione Europea e Thomson Reuters.

Nel corso del 2011 il protrarsi della fase di debolezza congiunturale nelle economie avanzate, l'inasprirsi della crisi europea del debito sovrano e le conseguenti turbolenze sui mercati finanziari hanno determinato un progressivo deterioramento del clima di fiducia di imprese e famiglie. Nell'Area euro in particolare, le misure di consolidamento dei conti pubblici intraprese da vari governi europei hanno contribuito a ridurre il reddito disponibile, indebolendo i consumi delle famiglie e alimentando un diffuso pessimismo sulle possibilità di ripresa.

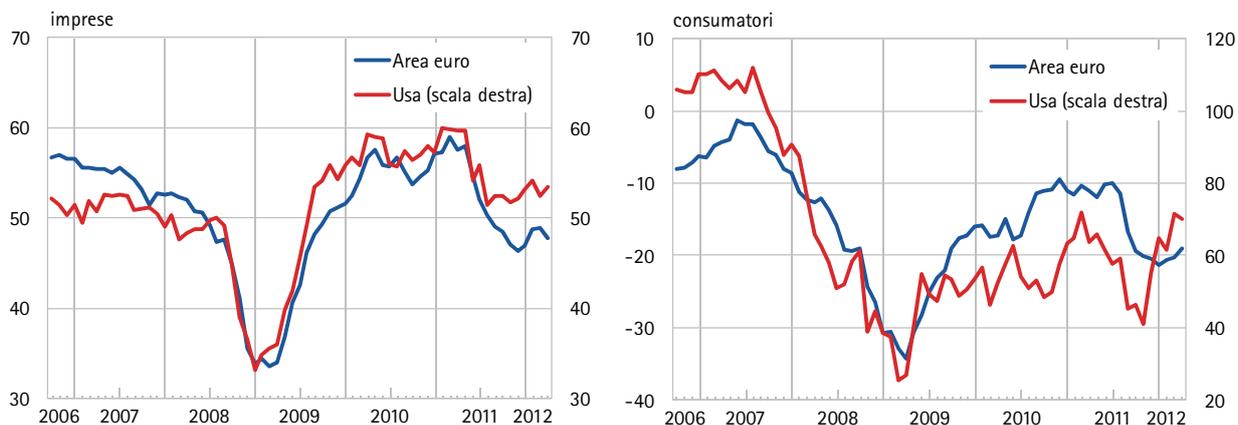
A partire dalla seconda metà dell'anno, tuttavia, negli Stati Uniti prima e in Europa poi l'andamento dei principali indicatori ha registrato una inversione di tendenza, almeno in parte dovuta alle aspettative, poi realizzate, della ristrutturazione del debito pubblico della Grecia (Fig. 17).

Gli indicatori di fiducia dei consumatori elaborati da Commissione Europea e *US Conference Board* segnalano, infatti, un generalizzato miglioramento delle attese delle famiglie. Anche gli indicatori di riferimento per le imprese (PMI composito) sono risaliti dai minimi raggiunti tra luglio e novembre; nell'Area euro, tuttavia, i valori del PMI restano al di sotto della soglia dei 50 punti, quota che demarca il limite tra aspettative di espansione e recessione.

I livelli di disoccupazione rimangono elevati nella maggior parte dei paesi avanzati. Nell'Area euro le condizioni del mercato del lavoro si sono indebolite con il peggioramento dell'attività economica: unica eccezione è la Germania con un tasso di disoccupazione in diminuzione dalla metà del 2010.

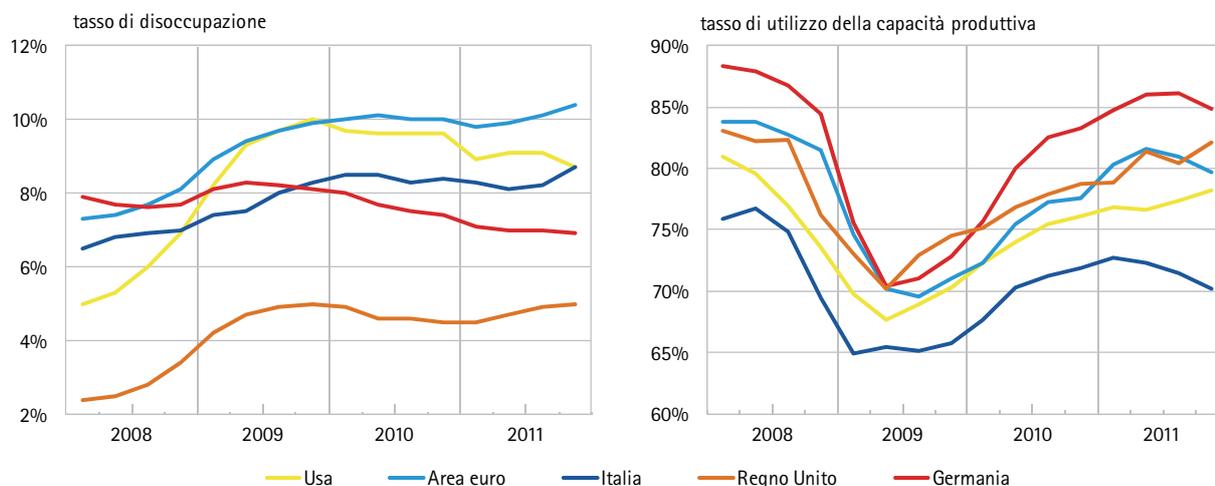
Negli Stati Uniti il dato continua a oscillare attorno a valori di poco superiori all'8 per cento (Fig. 18).

Fig. 17 Clima di fiducia delle imprese e dei consumatori
(dati mensili da settembre 2006 a marzo 2012)



Fonte: Thomson Reuters, Markit Economics, Commissione Europea e US Conference Board.

Fig. 18 Disoccupazione e utilizzo della capacità produttiva
(dati trimestrali)



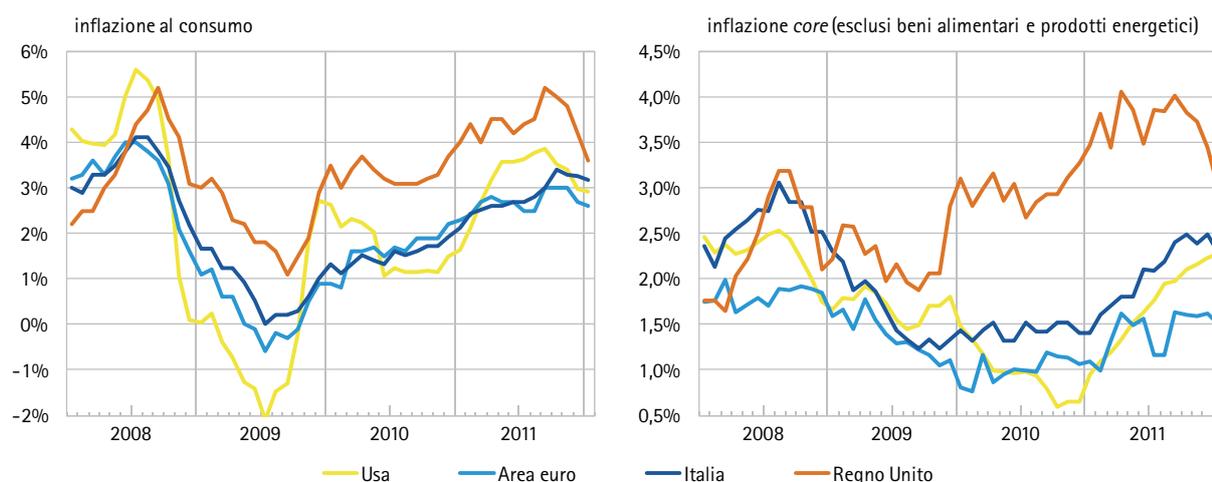
Fonte: Thomson Reuters.

Dalla fine del 2010 nell'Eurozona il tasso di inflazione è rimasto stabilmente al di sopra del 2 per cento, soprattutto a causa della dinamica dei prezzi energetici e alimentari, in linea con l'incremento dei prezzi delle materie prime a livello mondiale (Fig. 19).

In Italia l'inflazione ha registrato, nel mese di gennaio 2012, un aumento rispetto allo stesso periodo del 2011 pari al 3,2 per cento, soprattutto a causa degli incrementi dei prezzi dei beni alimentari e dei prodotti energetici. Infatti, al netto dei beni energetici e degli alimentari, l'inflazione si attesta al 2,3 per cento.

Negli Stati Uniti l'aumento dell'indice dei prezzi al consumo è stato pari al 2,9 per cento a gennaio 2012, in significativa discesa rispetto al massimo del 3,9 per cento raggiunto nel settembre 2011 grazie al calo dei prezzi energetici e alimentari. Nel Regno Unito l'inflazione, sebbene in diminuzione dalla metà del 2011, resta relativamente elevata, attestandosi a gennaio 2012 al 3,6 per cento (2,9 per l'inflazione core).

Fig. 19 Inflazione
(dati mensili da gennaio 2008 a gennaio 2012)



Fonte: Thomson Reuters.

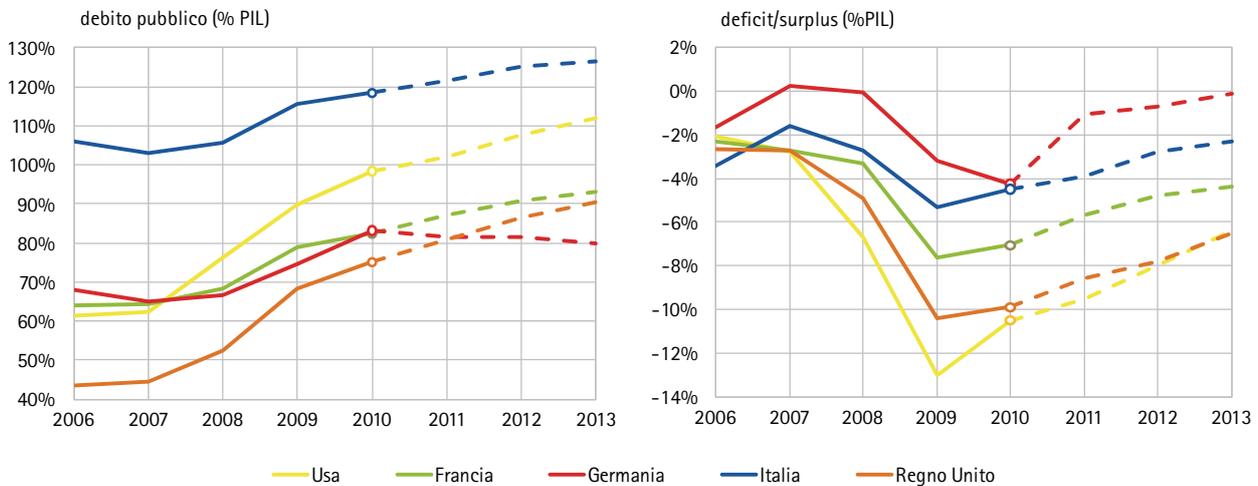
3 La finanza pubblica nei paesi avanzati

A partire dalla seconda metà del 2011 diversi governi dell'Area euro, tra cui quello italiano, hanno intrapreso rigorose politiche di consolidamento dei conti pubblici. Le prospettive di rallentamento della crescita, che in alcuni casi sono già sfociate nella recessione, rischiano tuttavia di pregiudicare il conseguimento degli obiettivi di risanamento dei bilanci pubblici, almeno nei tempi programmati.

Nei paesi dell'Eurozona si stima, infatti, che il debito pubblico in rapporto al Pil crescerà moderatamente nel prossimo biennio e che, ad eccezione della Germania, i conti pubblici rimarranno in deficit (Fig. 20).

Nel 2011 il deficit in rapporto al Pil della Germania si è attestato all'uno per cento, dato migliore del previsto grazie a una dinamica più favorevole delle entrate. In Italia il deficit si è portato al 4,8 per cento del Pil; tuttavia a fronte delle tre manovre correttive approvate nel 2011 (per un ammontare di 48,8 miliardi di euro nel 2012, 75,7 miliardi nel 2013 e 81,3 nel 2014) si dovrebbe raggiungere il pareggio di bilancio corretto per il ciclo nel 2013.

Fig. 20 Deficit e debito pubblico nei paesi avanzati



Fonte: *World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internazionale, gennaio 2012.

Per gli Stati Uniti lo scenario di finanza pubblica è sempre più incerto. Il debito pubblico in rapporto al Pil ha superato la soglia del 100 per cento e il deficit pubblico è previsto stabilmente negativo sia nel 2012 sia nel 2013. Le elezioni del prossimo novembre concorrono a creare una situazione di stallo politico che aumenta l'incertezza sulla sostenibilità dei conti federali statunitensi nel lungo periodo.

La spirale negativa che potrebbe innescarsi tra calo dell'attività produttiva e deterioramento dei conti pubblici alimenta i timori di una persistente vulnerabilità dell'Area euro e, in particolare, dei paesi più esposti al rischio sovrano, come Spagna e Portogallo (Riquadro 4).

4 Il mercato delle materie prime e la bilancia dei pagamenti

A seguito del rallentamento dell'economia globale, nei primi mesi del 2011 le quotazioni del petrolio hanno registrato una battuta d'arresto per poi tornare a crescere a partire da settembre. Un trend analogo ha caratterizzato il prezzo dell'oro e delle materie prime in generale (Fig. 21).

Secondo le analisi della statunitense *Commodity Futures Trading Commission*, le politiche monetarie accomodanti delle banche centrali e il conseguente aumento dei livelli di liquidità potrebbero aver alimentato la componente speculativa della domanda di petrolio, spingendone il prezzo al rialzo. L'andamento delle quotazioni dell'oro può essere in parte spiegato dal ruolo di bene rifugio che esso riveste nelle fasi economiche recessive, in quanto consente di diversificare i rischi di investimento.

Riquadro 4

I fattori di vulnerabilità di Spagna e Portogallo

Nella seconda metà del 2011 la crescita spagnola è rallentata fino a diventare negativa nell'ultimo trimestre, a causa dell'impatto della crisi del debito sovrano sul settore finanziario e sulle condizioni di erogazione del credito, della diminuzione della spesa pubblica e del peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro, più grave del previsto. Inoltre, secondo le ultime previsioni della Commissione Europea, che non tengono conto dell'impatto recessivo delle misure di consolidamento fiscale in corso, l'economia spagnola dovrebbe contrarsi dell'uno per cento nel 2012.

Il rapporto tra deficit e Pil nel 2011 è salito all'8,5 per cento, superando le stime che lo davano al 6 per cento, a fronte della decelerazione dell'attività economica e dell'eccesso di spesa delle regioni e degli enti previdenziali.

La Spagna si è tuttavia impegnata a ridurre il deficit al 5,3 per cento del Pil nel 2012, in modo da raggiungere l'obiettivo del 3 per cento nel 2013. Tale impegno rende indispensabile un'ulteriore manovra di consolidamento dei conti pubblici, che si aggiungerebbe alle misure correttive già attuate, pari, rispettivamente, a 3,6 punti di Pil nel 2011 e a 2,6 e 2,1 punti di Pil nel biennio successivo. La nuova manovra di bilancio, oltre ai possibili effetti recessivi, rischia di essere comunque insufficiente a ristabilire la sostenibilità dei conti pubblici spagnoli, che nel medio periodo dovranno affrontare un aumento della spesa correlata all'invecchiamento della popolazione tra i più elevati dell'Area euro.

Anche per il Portogallo i timori maggiori sono legati al rallentamento della crescita, che tuttavia nel 2011 è stato inferiore al previsto grazie all'andamento positivo delle esportazioni e a una dinamica dei consumi più favorevole delle attese. Per il 2012 è prevista una diminuzione del Pil reale del 3,3 per cento, con riflessi negativi sul tasso di disoccupazione, che nell'ultimo trimestre del 2011 ha raggiunto il 14,3 per cento. A fine 2011 il deficit si è attestato al 4 per cento del Pil, ampiamente al di sotto dell'obiettivo programmato (5,9). Tuttavia, tale risultato è dovuto principalmente a un ingente trasferimento di risorse dai fondi pensione del sistema bancario al sistema previdenziale pubblico, pari a circa il 3,5 per cento del Pil.

Al fine di portare il disavanzo nel 2012 al 4,5 per cento del Pil, il Portogallo dovrà attuare ulteriori misure di consolidamento fiscale, pari a circa il 6 per cento del Pil; due terzi della manovra riguarderanno la spesa e comporteranno una riduzione delle pensioni e delle retribuzioni del settore pubblico.

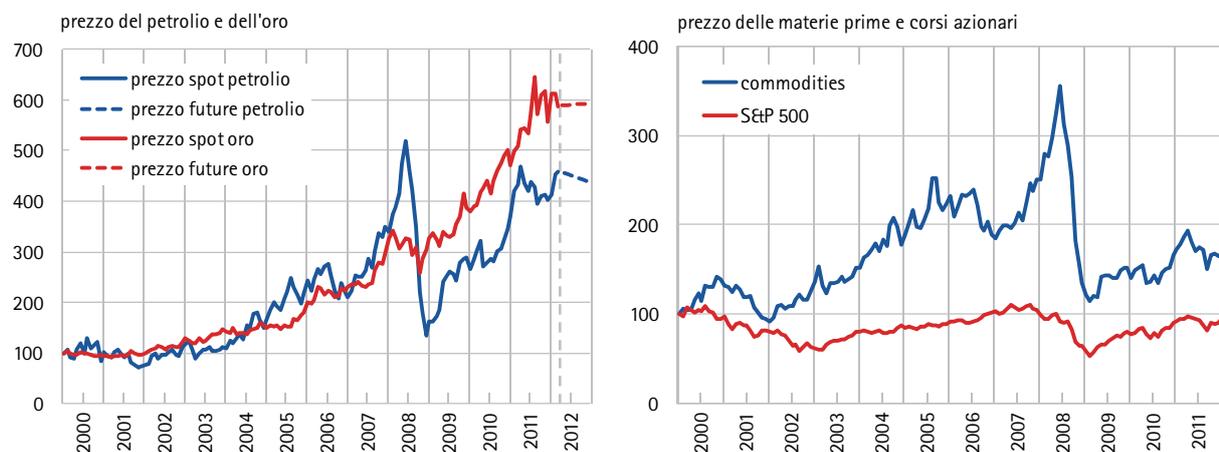
Benché abbia rispettato il programma di risanamento concordato (come rilevato anche dagli esperti della Commissione Europea, Bce e Fmi nel febbraio scorso), è difficile che il Portogallo riesca a emettere debito a medio e lungo termine nel 2013 anche alla luce del declassamento del merito di credito a *speculative grade* da parte di Standard&Poor's.

Le quotazioni dei *futures* su oro e greggio segnalano, per i prossimi mesi, una sostanziale stabilità dei prezzi.

Con riferimento al petrolio, tale aspettativa è riconducibile alle deboli prospettive di crescita delle principali economie avanzate che, come evidenziato anche dall'Agenzia internazionale per l'energia nel suo ultimo rapporto del novembre 2011, contribuiranno negativamente alla crescita della domanda globale.

Tuttavia il prezzo del greggio potrà essere spinto al rialzo dal calo dell'offerta dovuto alle tensioni geopolitiche in Siria e Libia e al previsto embargo dell'Unione Europea nei confronti dell'Iran. Nel medio periodo, inoltre, rimarranno significative le pressioni riferibili ai paesi emergenti, il cui contributo all'espansione della domanda globale di beni energetici nei prossimi 25 anni si stima pari al 90 per cento.

Fig. 21 Prezzi del petrolio, dell'oro e delle materie prime
(dati mensili da gennaio 2000 a marzo 2012; gennaio 2000=100)



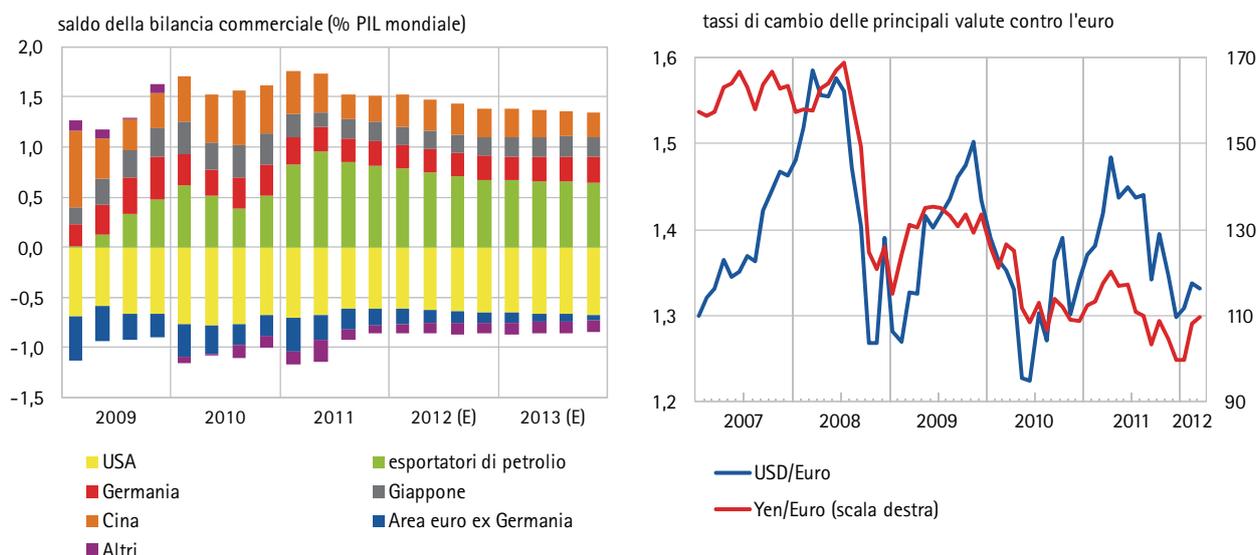
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

A partire dalla seconda metà del 2011, con l'inasprirsi della crisi del debito sovrano, l'euro si è indebolito rispetto alle principali monete estere. Nei primi mesi del 2012, tuttavia, la moneta unica ha cominciato ad apprezzarsi. Tale fenomeno, dovuto principalmente all'allentarsi delle tensioni nell'Area euro, discende anche dalla decisione della statunitense Fed di mantenere inalterato il tasso ufficiale di riferimento (se necessario anche fino al 2014) e dalla politica monetaria accomodante della Banca centrale giapponese (Fig. 22).

Il conto finanziario della bilancia dei pagamenti, che rappresenta le operazioni finanziarie transfrontaliere dell'Area euro, è in sostanziale equilibrio con un saldo mediamente compreso, nel periodo 2007-2011, tra -1 e +1 per cento del Pil (Fig. 23). Nel corso del 2011 l'Area euro è stata caratterizzata, in continuità con quanto rilevato negli anni precedenti, da afflussi netti di investimenti di portafoglio e deflussi netti di investimenti diretti; il contributo delle attività di riserva e dei derivati finanziari è stato marginale,

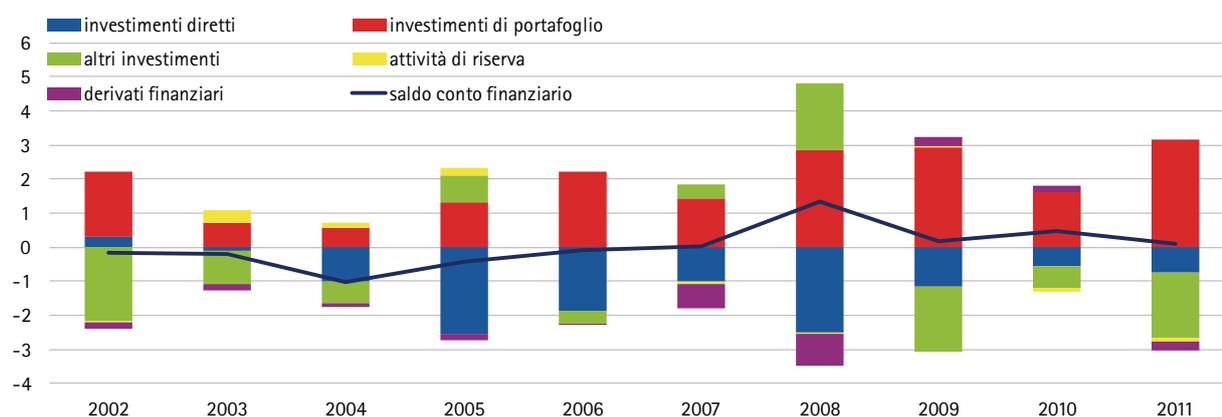
mentre la componente residuale 'altri investimenti' è risultata più ampia rispetto all'anno precedente (a fronte di una corrispondente variazione nella composizione delle attività delle banche dell'Eurozona).

Fig. 22 Andamento dei principali tassi di cambio e squilibri della bilancia commerciale
(dati mensili da gennaio 2007 a marzo 2012)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Ocse.

Fig. 23 Conto finanziario dell'Area euro per tipologia di investimento
(valori in percentuale del Pil)

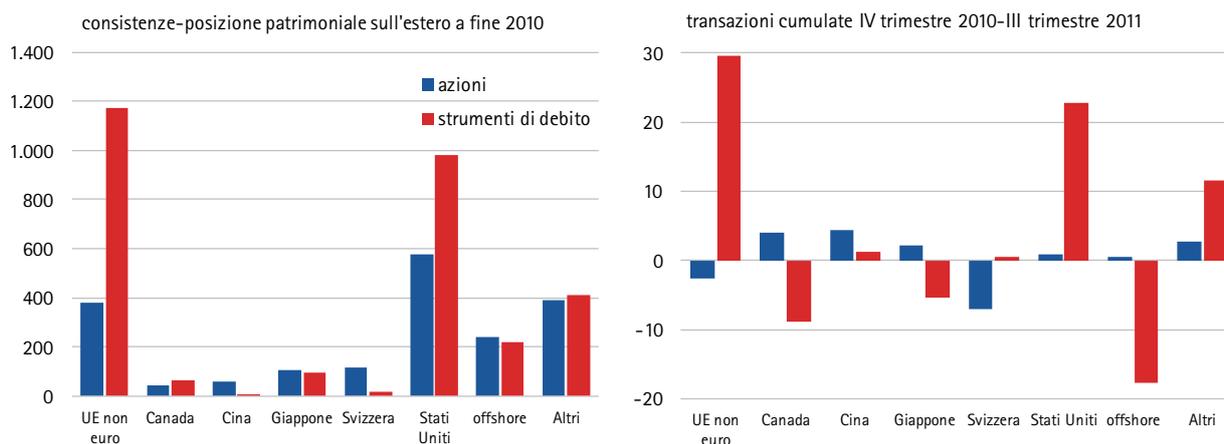


Fonte: elaborazioni su dati Bce.

Nel 2010 la posizione patrimoniale sull'estero dell'Area euro si è caratterizzata per un'elevata concentrazione di investimenti verso gli Stati membri dell'Unione Europea non euro (Regno Unito, in particolare) e verso gli Usa.

Le transazioni cumulate relative agli investimenti di portafoglio per il periodo compreso tra il quarto trimestre del 2010 e il terzo trimestre del 2011 confermano la prevalenza di flussi significativi verso gli Stati UE non euro e gli Usa ed evidenziano una significativa riduzione degli investimenti in titoli emessi da residenti in centri finanziari *offshore* (Fig. 24).

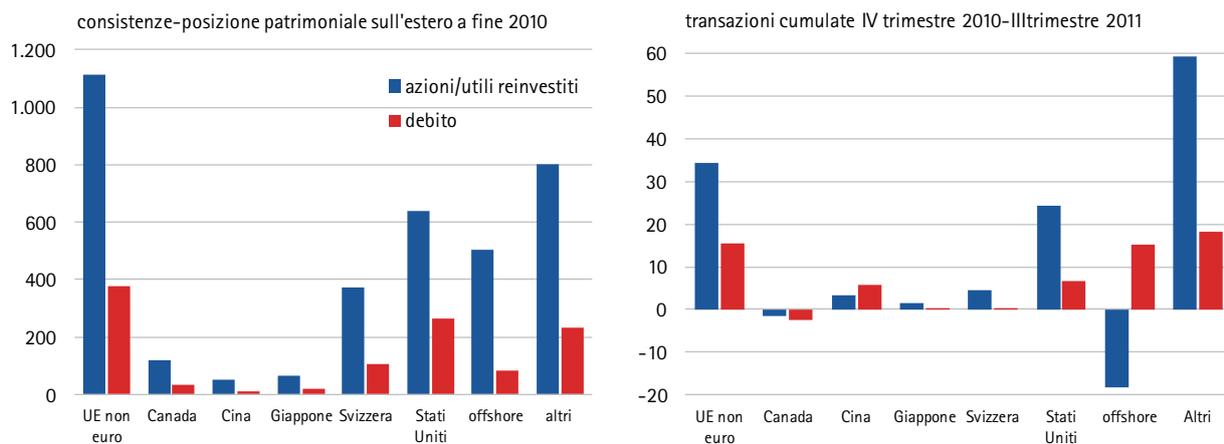
Fig. 24 Scomposizione geografica degli investimenti di portafoglio
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Bce.

Anche le transazioni cumulate relative agli investimenti diretti per il medesimo periodo (IV trimestre 2010 – III trimestre 2011) mostrano la prevalenza di flussi verso gli Stati UE non euro e gli Usa, oltre che verso la categoria 'altri' (Fig. 25).

Fig. 25 Scomposizione geografica degli investimenti diretti
(miliardi di euro)



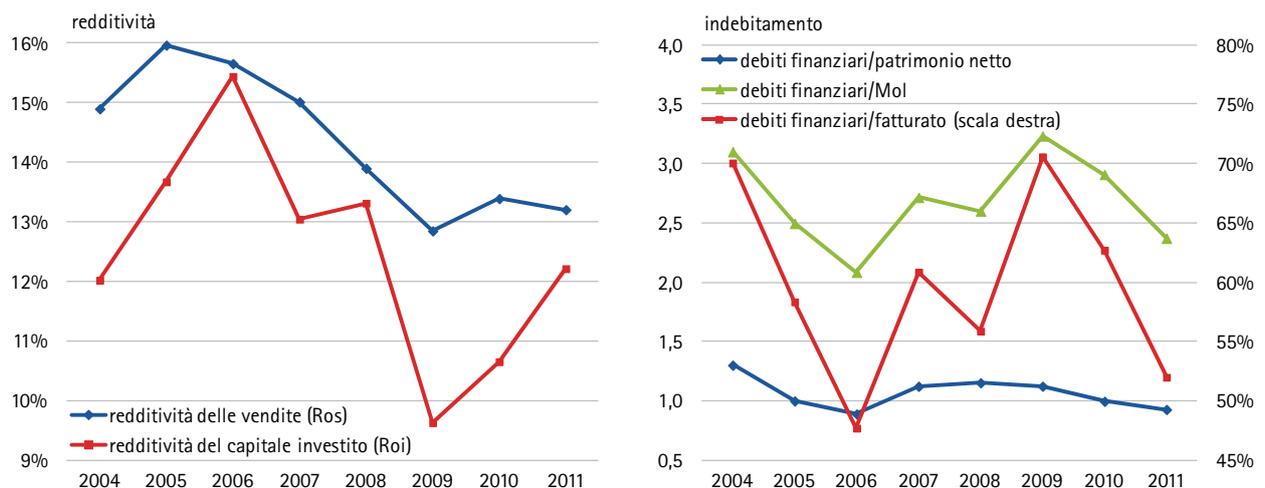
Fonte: elaborazioni su dati Bce.

1 I bilanci delle imprese non finanziarie

Nel 2011 i principali gruppi quotati non finanziari italiani hanno evidenziato una crescita contenuta della redditività, a fronte di un quadro congiunturale connotato, nel complesso, da deboli segnali di ripresa e da aspettative che non riflettevano ancora l'impatto sull'attività economica dell'inasprimento della crisi del debito sovrano nell'Area euro (che pure aveva cominciato a contagiare l'Italia a partire dalla fine del mese di maggio).

Sulla base dei dati contabili preliminari per il 2011, la redditività del capitale investito (Roi) risulta cresciuta rispetto al 2010 dal 10,7 al 12,2 per cento circa, mentre la redditività delle vendite (Ros) registra una sostanziale stabilità (dal 13,4 al 13,2 per cento circa; Fig. 26). A fine 2011 la leva finanziaria (rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto) si è mantenuta attorno all'unità, in linea rispetto al dato di fine 2010; si è ridotto invece il rapporto tra debiti finanziari e fatturato (dal 63 al 52 per cento) e anche il rapporto fra debiti finanziari e Mol (dal 2,9 al 2,4), confermando una tendenza registrata già a partire dal 2009.

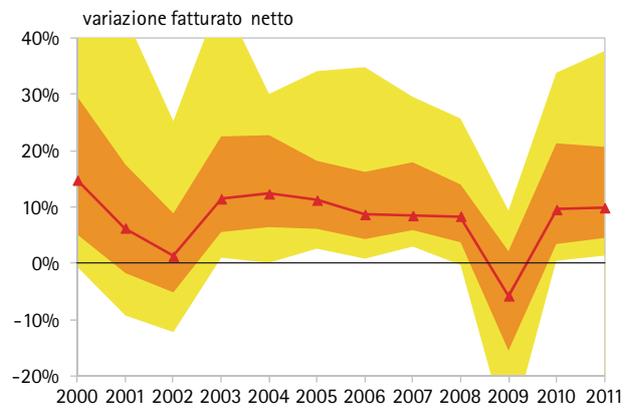
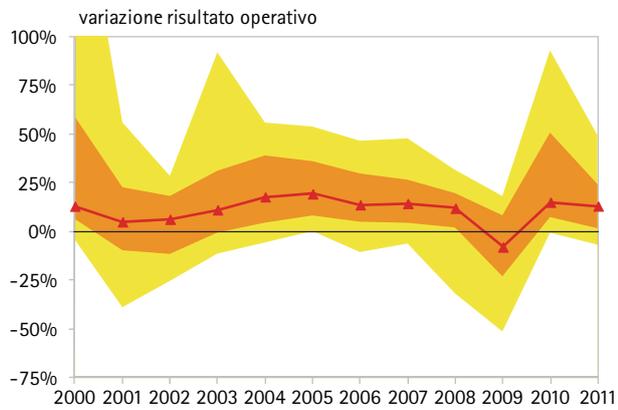
Fig. 26 Indicatori di redditività e indebitamento dei principali gruppi quotati non finanziari italiani



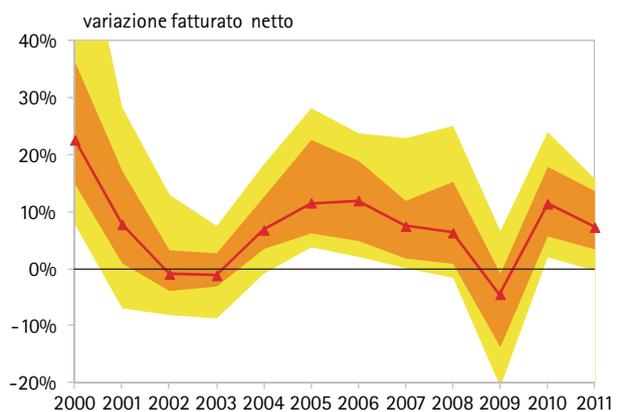
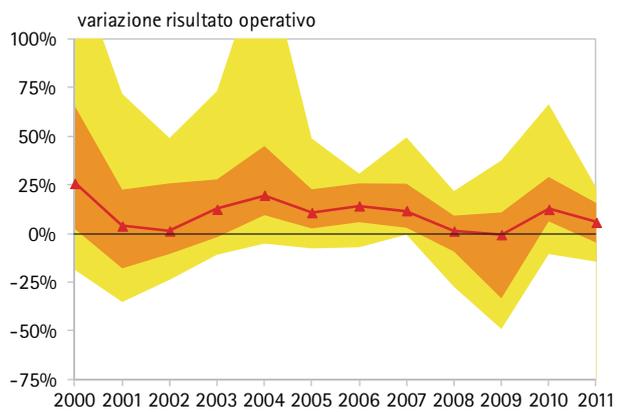
Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S; i dati 2011 sono preliminari (fonte Worldscope). Confronta Note metodologiche.

Fig. 27 Andamento del risultato operativo e del fatturato delle imprese quotate non finanziarie nei principali paesi avanzati

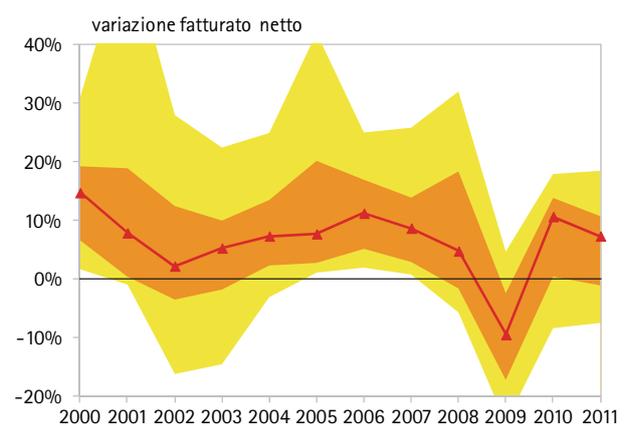
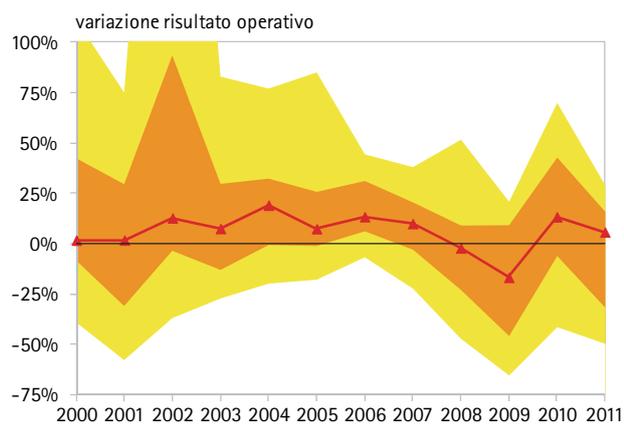
USA



AREA EURO



ITALIA



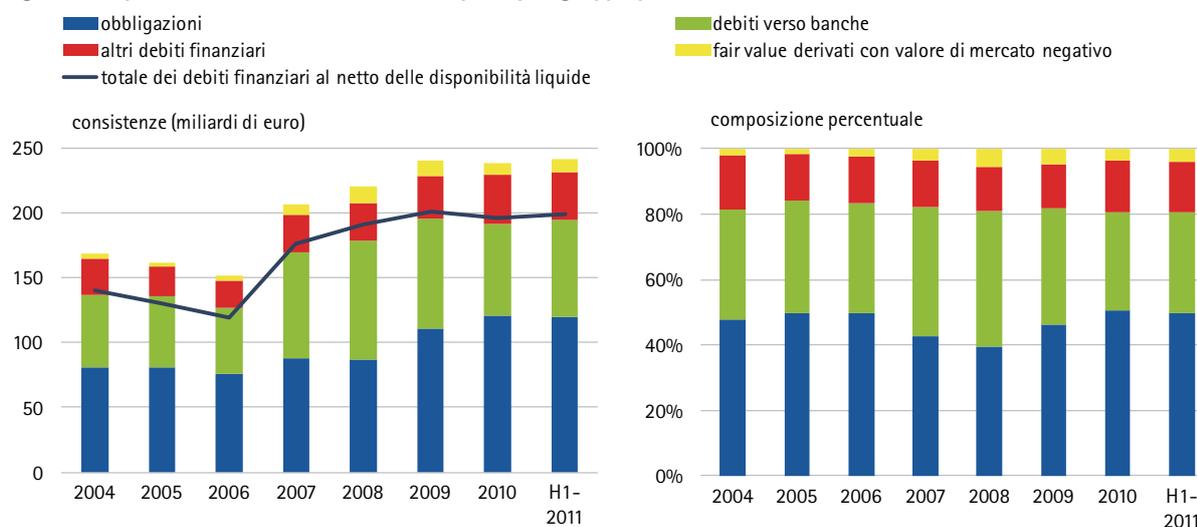
- range 90°-10° percentile
- range interquartile
- mediana

Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle società dell'indice S&P100 (Usa), Dow Jones EuroStoxx 50 (Area euro) e sui principali gruppi quotati italiani (campione di cui alla Fig. 26). 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.

L'andamento del risultato operativo e del fatturato dei grandi gruppi quotati italiani nel 2011 è risultato parzialmente disallineato rispetto all'evoluzione evidenziata per le imprese dell'Area euro e degli Usa (Fig. 27). La quota delle società italiane che hanno registrato una crescita del risultato operativo si è attestata al 62 per cento circa del campione, contro il 65 e l'80 per cento circa, rispettivamente, delle imprese europee e statunitensi. Il divario è ancora più marcato rispetto alla crescita del fatturato, sperimentata dal 67 per cento circa delle società italiane considerate, contro il 90 e il 95 per cento circa, rispettivamente, delle imprese europee e statunitensi.

L'ammontare complessivo dei debiti finanziari delle imprese italiane, al netto delle disponibilità liquide, è aumentato da 196 miliardi di euro a dicembre 2010 a 199 miliardi di euro a giugno 2011 (+1,5 per cento; Fig. 28). Con riguardo alla composizione dei debiti finanziari non si rilevano variazioni significative rispetto alla fine del 2010: obbligazioni e debiti verso banche continuano a pesare, rispettivamente, per il 50 e il 30 per cento circa del totale dei debiti finanziari, mentre la quota degli altri debiti registra un lieve decremento (dal 15,7 al 15,3 per cento circa); è sostanzialmente stabile, infine, il peso del *fair value* dei derivati con valore di mercato negativo (4 per cento circa).

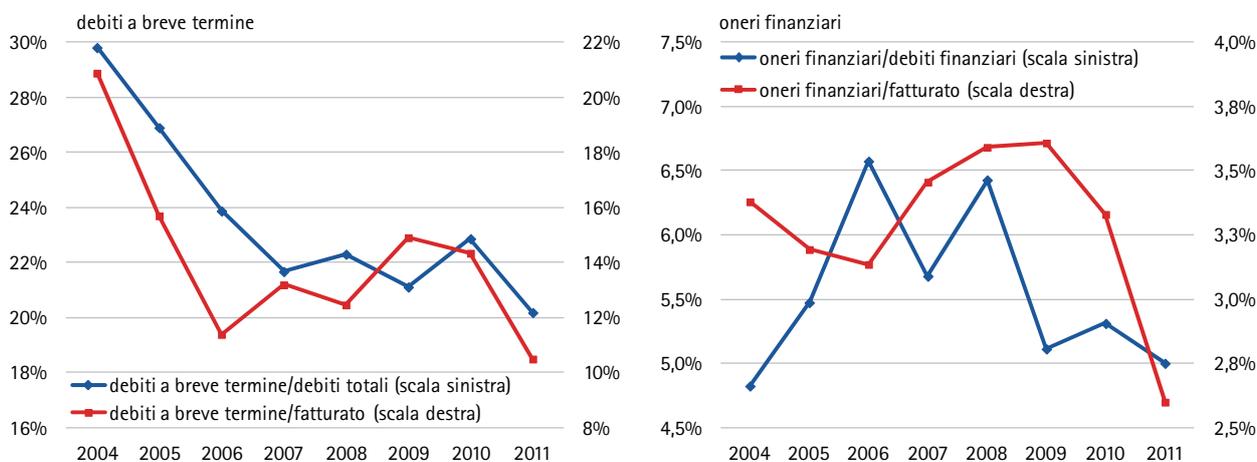
Fig. 28 Composizione dei debiti finanziari dei principali gruppi quotati non finanziari italiani



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

Nel 2011 il peso dei debiti a breve termine sui debiti totali si è ridotto, portandosi al 20,2 per cento circa dal 22,9 per cento a dicembre 2010. Anche il rapporto tra debiti a breve termine e fatturato è diminuito, passando dal 14,3 al 10,5 per cento circa (Fig. 29). Il costo medio del capitale di debito (rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari) ha subito una lieve flessione dal 5,3 per cento circa a fine 2010 al 5,0 per cento circa a fine 2011, mentre l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato è scesa dal 3,3 al 2,6 per cento nel periodo considerato.

Fig. 29 Incidenza dei debiti a breve termine e degli oneri finanziari per i principali gruppi quotati non finanziari italiani

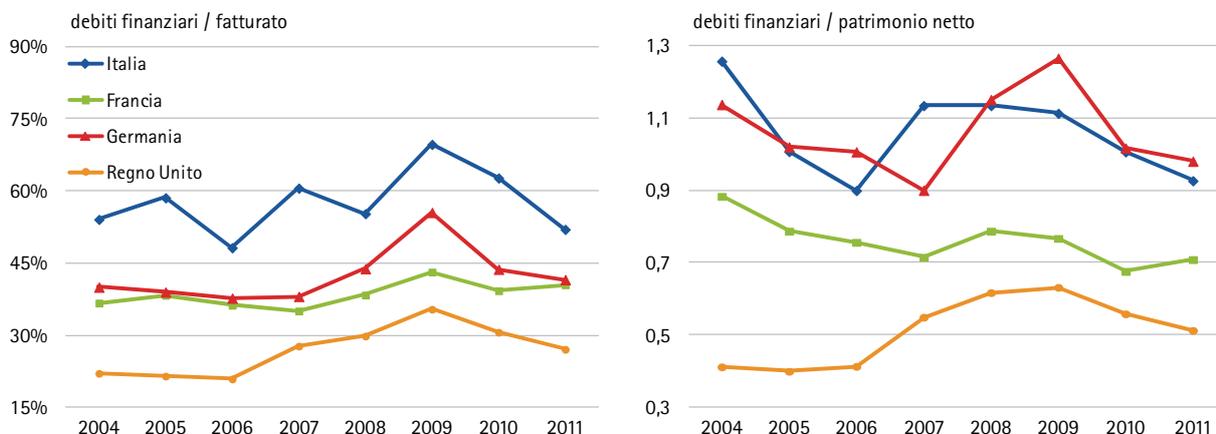


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S; i dati 2011 sono preliminari (fonte Worldscope) Confronta Note metodologiche.

Nel contesto europeo il livello di indebitamento delle maggiori imprese quotate non finanziarie italiane, seppure in riduzione anche nel 2011, continua a mantenersi su valori più elevati rispetto alle principali imprese quotate degli altri paesi avanzati (Fig. 30).

Sulla base di dati di bilancio riclassificati per rendere omogeneo il confronto fra diversi paesi risulta, infatti, che nel 2011 il rapporto fra debiti e fatturato delle società non finanziarie era pari al 40 per cento circa per Francia e Germania e al 27 per cento nel Regno Unito. Inoltre, il rapporto fra debiti e patrimonio netto delle società francesi e inglesi rimane a valori inferiori a quelli registrati per le società tedesche e italiane.

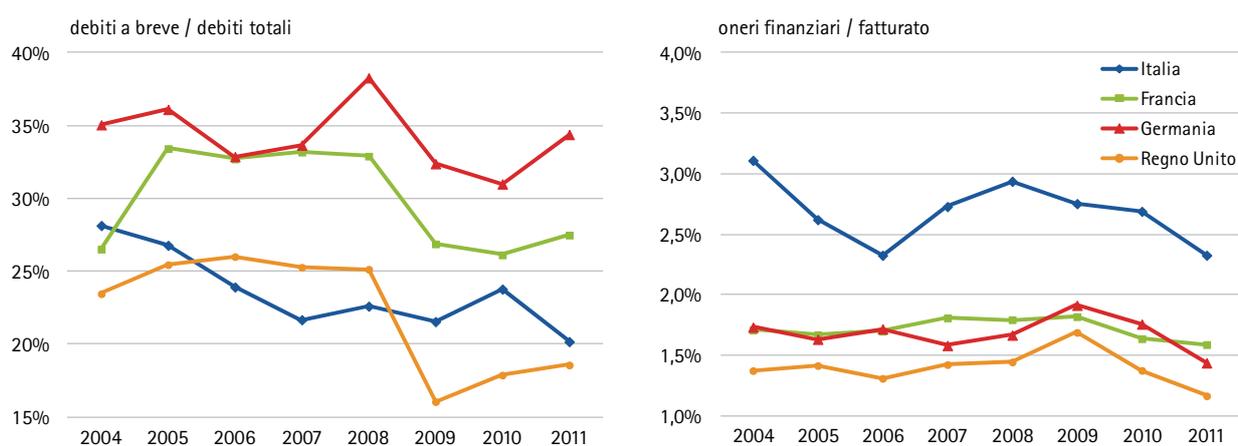
Fig. 30 Indicatori di indebitamento per i principali gruppi quotati non finanziari in alcuni paesi europei



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per Francia, Germania e Regno Unito i dati sono relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2012; per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 26. I dati 2011 sono preliminari.

L'incidenza dei debiti a breve termine sul totale dei debiti finanziari delle società italiane risulta inferiore a quello delle maggiori imprese francesi (27 per cento) e tedesche (34 per cento); il peso degli oneri finanziari sul fatturato delle imprese italiane, invece, continua ad attestarsi su valori nettamente più elevati rispetto a quelli registrati nei principali paesi europei (dall'1,2 per cento nel Regno Unito all'1,6 per cento nella Francia; Fig. 31).

Fig. 31 Incidenza degli oneri finanziari per i principali gruppi quotati non finanziari in alcuni paesi europei



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per Francia, Germania e Regno Unito i dati sono relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2012; per l'Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati di cui alla Fig. 26. I dati 2011 sono preliminari.

Sulla base dei flussi di cassa rilevati nei rendiconti finanziari, l'auto-finanziamento continua a rappresentare la fonte prevalente di risorse per i principali gruppi non finanziari quotati italiani (27 miliardi di euro circa nel primo semestre del 2011, pari al 97,4 per cento; Fig. 32).

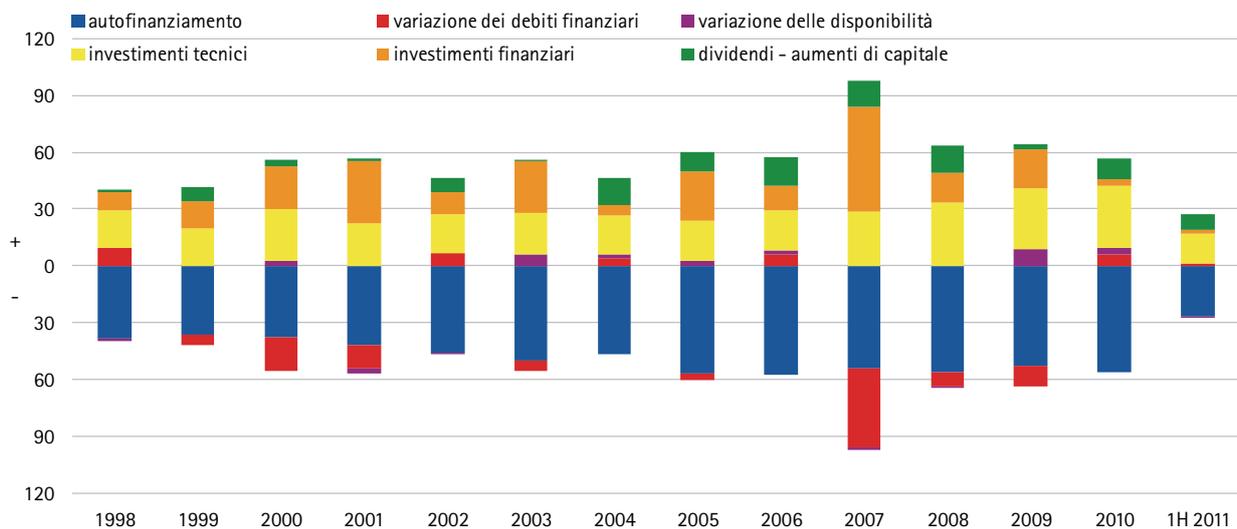
Nei primi sei mesi del 2011 le risorse finanziarie sono state utilizzate principalmente per realizzare investimenti tecnici per circa 15,9 miliardi di euro ed erogare dividendi agli azionisti per circa 8,6 miliardi di euro (al netto degli aumenti di capitale), mentre gli investimenti finanziari hanno assorbito soltanto 1,8 miliardi di euro (6,6 per cento dell'ammontare complessivo degli impieghi).

L'autofinanziamento risulta essere la fonte quasi esclusiva di risorse finanziarie anche per un campione censito da Mediobanca comprendente circa 2.000 società italiane (grandi imprese non finanziarie) e in parte coincidente con quello dei grandi gruppi quotati. Nel corso del 2010 l'ammontare dell'autofinanziamento al netto degli investimenti in capitale circolante netto è aumentato (circa 61 miliardi di euro contro 49 miliardi nel 2009) e ha rappresentato pressoché l'unico flusso di cassa in entrata (Fig. 33).

Nel 2010 sono quasi raddoppiate le risorse destinate agli azionisti (dividendi al netto degli aumenti di capitale) passate da 7,6 miliardi nel 2009 a 14 miliardi di euro (+84,2 per cento); sono lievemente aumentati gli investimenti tecnici (28,2 miliardi di euro contro 26,7 nel 2009; +5,8 per cento), mentre gli investimenti

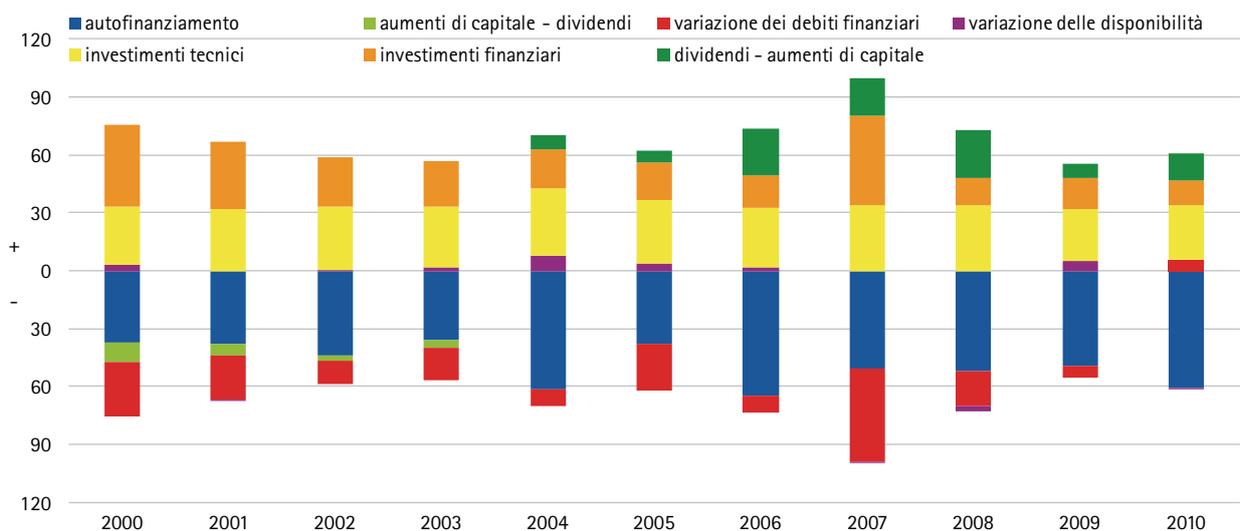
finanziari dal 2009 al 2010 hanno subito una riduzione da 16 a 12,5 miliardi di euro (-21,5 per cento).

Fig. 32 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.

Fig. 33 Impieghi (+) e fonti (-) di risorse finanziarie per le grandi imprese non finanziarie italiane
(miliardi di euro)



Fonte: Mediobanca, 'Dati cumulativi di 2.030 società italiane', edizione 2011. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

2 Assetti proprietari e governo societario

Le evidenze sugli assetti proprietari e di controllo delle società quotate italiane confermano come il modello più diffuso rimanga il controllo da parte di un unico soggetto. A fine 2011 oltre due società su tre risultavano controllate, di diritto o di fatto, da un unico azionista (175 emittenti su 261; Tav. 1).

Nella maggior parte dei casi (123 società), l'azionista di controllo esercita il controllo di diritto, detenendo oltre la metà del capitale ordinario in società che, complessivamente, rappresentano più di un quinto della capitalizzazione di mercato. Per un più ristretto gruppo di società (52 casi), invece, l'azionista di maggioranza, pur detenendo una partecipazione inferiore alla metà del capitale, è in grado di esercitare un'influenza dominante sulla società. Si tratta in questo caso di società a più elevata capitalizzazione, le quali rappresentano oltre il 45 per cento della capitalizzazione di borsa.

Queste evidenze appaiono in linea con le rilevazioni sugli assetti proprietari nel triennio precedente. Da un confronto nel medio termine, invece, emergono due tendenze. Da un lato, il peso in termini di capitalizzazione nel 2011 delle società controllate di diritto ha subito una flessione (dal 31,2 al 22,7) rispetto al 1998, pur essendo rimasta sostanzialmente stabile la rappresentatività numerica delle società caratterizzate da questo modello di controllo. Dall'altro lato, l'incidenza dei casi in cui un azionista esercita il controllo di fatto è aumentata, rispetto al 1998, in termini sia di valori di mercato (dal 40,8 al 45,7 per cento della capitalizzazione complessiva) sia numerici (da 34 a 52 società).

Tav. 1 Modelli di controllo delle società quotate

(situazione al 31 dicembre)

	società controllate di diritto		società controllate di fatto		società controllate da patto ²		società cooperative		società non controllate ³		totale	
	numero	peso ¹	numero	peso ¹	numero	peso ¹	numero	peso ¹	numero	peso ¹	numero	peso ¹
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	45	43,2	51	12,0	8	3,4	38	20,8	271	100,0
2011	123	22,7	52	45,7	50	11,6	8	3,2	28	16,8	261	100,0

Fonte: Consob. ¹ 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 italiane. ² Sono state classificate in questa categoria: i) le società quotate, non controllate da un unico azionista, sul cui capitale alla data del 31 dicembre esisteva un accordo parasociale avente ad oggetto almeno il 20 per cento del capitale; 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. ³ Categoria residuale che comprende le società non assimilabili a nessuno dei precedenti modelli di controllo.

Le rilevazioni confermano inoltre l'importanza degli assetti di controllo di tipo coalizionale, che riguardano le società quotate la cui *governance* è definita da un accordo parasociale avente ad oggetto il capitale della quotata stessa o della società non quotata che la controlla. Seppure in lieve

flessione rispetto al precedente triennio, le società a controllo coalizionale rappresentano quasi un quinto del totale degli emittenti quotati e circa il 12 per cento della capitalizzazione di mercato.

Da un confronto nel medio termine emerge come il peso di tali società sia notevolmente aumentato rispetto al 1998 per ciò che riguarda sia la numerosità (da 28 a 50) sia la rappresentatività del mercato (da 8,3 a 11,6 per cento).

Il peso delle cooperative quotate sul listino italiano rimane costante, contandosi, alla fine del 2011, 8 società operanti nel settore finanziario corrispondenti a circa il 3 per cento della capitalizzazione del mercato. La numerosità è rimasta invariata rispetto al triennio precedente, mentre la riduzione del peso in termini di capitalizzazione è connessa all'evoluzione negativa dei corsi azionari, che ha interessato in particolare il settore finanziario.

Per le società ad azionariato più diffuso, per tali intendendosi quelle rientranti nella categoria residuale delle società cosiddette non controllate, il confronto intertemporale evidenzia un *trend* positivo nel medio termine ma negativo rispetto all'anno precedente.

In particolare la numerosità delle società non controllate è cresciuta rispetto al 1998 (passando da 22 a 28 emittenti), mentre è rimasto stabile il peso in termini di capitalizzazione di mercato (dal 16,6 nel 1998 al 16,8 per cento nel 2011). Esse hanno subito, tuttavia, una flessione rispetto al 2010 (quando erano 38 e pesavano sulla capitalizzazione di mercato per il 20,8 per cento), in parte imputabile all'evoluzione dell'assetto di controllo che ha interessato le società a elevata capitalizzazione.

Complessivamente le evidenze confermano la prevalenza di modelli di controllo accentrati, pur delineando una maggiore diffusione rispetto al passato di strutture proprietarie più aperte, ossia di società controllate da patto e società non controllate, che alla fine del 2011 rappresentano oltre un quarto della capitalizzazione del mercato.

I dati sulle partecipazioni rilevanti, ossia superiori al due per cento del capitale ordinario con diritto di voto, sono in linea con le tradizionali caratteristiche del mercato italiano in termini di concentrazione proprietaria, la quale non ha subito variazioni di rilievo nel breve come nel medio termine (Tav. 2).

Nel 2011, infatti, la quota media detenuta dal primo azionista è pari a circa il 45 per cento del capitale ordinario con diritto di voto, sostanzialmente invariata rispetto al precedente triennio e in flessione marginale rispetto al 1998 (-1,9 punti percentuali).

La partecipazione media complessivamente detenuta dagli altri azionisti rilevanti è cresciuta rispetto al passato portandosi al 17,4 per cento dal 14 per cento circa del 1998.

L'azionariato diffuso, misurato dalla quota degli azionisti che detengono partecipazioni inferiori alla soglia di trasparenza proprietaria del 2 per cento, è pari a circa il 38 per cento del capitale. I dati del 2011 confermano il *trend* moderatamente positivo dell'azionariato non rilevante rispetto al precedente triennio e avvicinano i valori attuali a quelli più elevati registrati per il 1998.

Tav. 2 Concentrazione proprietaria delle società quotate¹

(situazione al 31 dicembre)

	primo azionista	altri azionisti rilevanti	mercato ²
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
2011	44,8	17,4	37,7

Fonte: Consob. ¹ Media semplice della quota di capitale ordinario con diritto di voto di tutte le società quotate italiane. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Media semplice della quota del capitale ordinario non detenuta da azionisti rilevanti.

Con riferimento alla partecipazione al capitale nelle società quotate italiane, i dati per il 2011 confermano la tendenza, già delineatasi nel precedente triennio, di riduzione del numero di società in cui gli investitori istituzionali detengono partecipazioni rilevanti.

Le società che hanno almeno un investitore istituzionale quale azionista rilevante rappresentano il 37,5 per cento del totale degli emittenti, dato inferiore non solo al precedente triennio ma anche al più lontano 1998 in cui le società con azionisti istituzionali rilevanti erano il 41 per cento del totale (Tav. 3). La quota media detenuta in tali società oscilla tra il 6 e il 7 per cento in tutte le finestre temporali osservate; l'evoluzione più recente mostra comunque una riduzione di circa un punto percentuale rispetto all'anno precedente.

Tav. 3 Partecipazione al capitale degli investitori istituzionali rilevanti¹

(situazione al 31 dicembre; dati in percentuale)

	1998	2008	2009	2010	2011
società con investitori istituzionali italiani o esteri con partecipazioni rilevanti ²	41,0	48,8	50,5	43,9	37,5
quota media investitori istituzionali italiani o esteri rilevanti ³	7,1	7,2	6,8	7,1	6,1
società con investitori istituzionali italiani con partecipazioni rilevanti ²	26,0	13,8	11,8	8,5	4,6
quota media investitori istituzionali italiani rilevanti ³	3,9	5,7	4,4	5,1	4,9
società con investitori istituzionali esteri con partecipazioni rilevanti ²	25,0	41,5	44,1	39,1	33,7
quota media investitori istituzionali esteri rilevanti ³	7,5	6,6	6,6	6,9	6,2

Fonte: Consob. ¹ Investitori istituzionali che detengono almeno il 2 per cento del capitale ordinario con diritto di voto. ² 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. ³ Media semplice del capitale ordinario detenuto dagli investitori istituzionali nelle società in cui questi sono presenti.

Rispetto alla nazionalità degli investitori istituzionali, nel periodo considerato il numero di società che contano investitori italiani fra gli azionisti rilevanti ha subito una continua e considerevole riduzione.

Nel 1998 gli investitori italiani erano presenti in circa una società su quattro, mentre nel 2011 essi partecipano in misura rilevante in meno del 5 per cento degli emittenti, quasi la metà rispetto allo stesso dato calcolato per il 2010. La quota mediamente detenuta è pari al 4,9 per cento ed è sostanzialmente in linea con il dato del triennio 2008-2010.

L'evoluzione della presenza di investitori istituzionali stranieri rilevanti nel capitale delle società quotate, invece, mostra un'inversione di tendenza. I dati attuali, secondo i quali gli investitori esteri sono azionisti rilevanti in circa una società su tre, mostrano una più diffusa presenza di tali investitori rispetto al 1998; tuttavia, l'evoluzione nel breve periodo indica una riduzione della loro presenza, che nel precedente triennio aveva interessato circa il 40 per cento del mercato. La quota media di partecipazione ha subito, invece, una leggera flessione nel corso dell'intero periodo considerato, in particolare negli ultimi due anni.

Per quanto concerne la partecipazione alle assemblee delle società italiane quotate da parte degli investitori istituzionali, nel corso del 2011 sono intervenuti in media 86 investitori istituzionali (a fronte di una media di 133 azionisti partecipanti complessivi; Tav. 4). I dati relativi alla quota sul capitale rappresentato in assemblea evidenziano comportamenti difforni da parte degli investitori italiani ed esteri. Mentre la quota media di investitori italiani rappresentata in assemblea è stata pari allo 0,3 per cento del capitale, gli esteri hanno raggiunto il 5,7 per cento, con un valore mediano pari allo 0,6 per cento.

Tav. 4 Partecipazione alle assemblee 2011 delle società quotate 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
tutte le società quotate	media	133	86	0,3	5,7
	min	1	0	0,0	0,0
	max	3.522	1.483	6,4	61,9
	mediana	20	7	0,0	0,6
FtseMib e MidCap	media	343	238	0,6	14,1
	min	3	6	0,0	0,0
	max	3.522	1.483	3,6	61,9
	mediana	139	98	0,0	10,2

Fonte: elaborazioni sui verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società italiane tenutesi nel 2011. Sono escluse le società cooperative.

Nelle società di maggiori dimensioni (società appartenenti agli indici FtseMib e MidCap) si osserva una presenza più diffusa degli investitori istituzionali (in media 238 a fronte di una media di 343 azionisti complessivi

partecipanti). I fondi esteri mostrano anche in questo caso un maggiore attivismo, arrivando a detenere in media il 14,1 per cento del capitale presente in assemblea (a fronte dello 0,6 per cento detenuto da investitori istituzionali italiani). I valori mediani indicano tuttavia che vi sono ancora numerose grandi società quotate italiane per cui la quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea da investitori istituzionali è prossima allo zero.

Con riguardo agli organi di amministrazione, si rileva una correlazione tra indice di appartenenza delle società e composizione di tali organi: le società a più elevata capitalizzazione, appartenenti agli indici FtseMib e MidCap, sono caratterizzate da organi di amministrazione più numerosi che contano una maggior presenza di amministratori indipendenti ed eletti da liste di minoranza.

In particolare i consigli di amministrazione contano mediamente 12,73 componenti per le società del FtseMib e 13,07 componenti per gli emittenti del Ftse MidCap, a fronte della media complessiva di mercato pari, per il 2010, a 10 membri (Tav. 5). Per tali società, inoltre, il peso degli amministratori indipendenti nel *board* (ai sensi del Codice di Autodisciplina ovvero, per le società che non vi aderiscono, in base ai criteri di indipendenza previsti dal Tuf) si attesta attorno al 40 per cento (rispettivamente 41,0 e 39,7 per cento per società del FtseMib e MidCap). Le società a minor capitalizzazione, quali quelle incluse nell'indice Star e le altre non comprese in nessuno degli indici considerati, sono caratterizzate da organi amministrativi più piccoli, in cui il peso degli amministratori indipendenti è pari al 35,9 per cento.

Tav. 5 Composizione degli organi di amministrazione delle società quotate in relazione al settore di attività
(situazione al 31 dicembre 2010)

indice	numero società	peso ¹	numero medio componenti del consiglio di amministrazione	percentuale media amministratori indipendenti ²	percentuale media amministratori eletti da liste di minoranza
FtseMib	37	82,1	12,73	41,0	14,4
Ftse MidCap ³	46	12,2	13,07	39,7	5,3
Star ³	69	3,2	9,59	35,9	3,4
altro	116	2,6	8,15	35,9	6,0
<i>totale</i>	<i>268</i>	<i>100,0</i>	<i>10,00</i>	<i>37,3</i>	<i>6,4</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario delle società quotate italiane pubblicate nel 2011 per l'esercizio 2010. ¹ Peso percentuale della capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun indice sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate. ² Rapporto tra il numero di consiglieri indipendenti agli effetti del Codice di autodisciplina ovvero, per le società che non vi aderiscono, ai sensi del Tuf, e il numero complessivo di membri dell'organo di amministrazione. ³ Le società che appartengono sia al segmento Star sia all'indice MidCap vengono incluse solo nella categoria Star.

Il peso degli amministratori di minoranza nel *board* è maggiore per le società dell'indice FtseMib, per le quali si attesta a circa il 14 per cento rispetto a un'incidenza media complessiva del 6,4 per cento. Tale evidenza si spiega anche alla luce della maggiore apertura degli assetti proprietari delle società a maggiore capitalizzazione, nonché della presenza e dell'attivismo degli investitori istituzionali. Inoltre, appartengono al FtseMib la gran parte delle società privatizzate, per le quali il regime del voto di lista, previsto dalla legge sulle privatizzazioni del 1994, fissa la riserva di

posti per le minoranze nella misura di un quinto dell'organo di amministrazione. Per tutte le altre società, in particolare per quelle appartenenti al segmento Star, la percentuale di amministratori di minoranza è invece molto più contenuta.

La composizione di genere degli organi di amministrazione a fine 2011 mostra che il 7,4 per cento degli incarichi è ricoperto da una donna e circa la metà delle società vede entrambi i generi rappresentati nel proprio *board* (Tav. 6). L'evoluzione degli ultimi quattro anni mostra un *trend* positivo sia nel numero di donne che siedono negli organi di amministrazione sia del numero di società in cui entrambi i generi sono rappresentati nel *board*.

Tav. 6 Presenza femminile nei consigli di amministrazione delle società quotate
(situazione al 31 dicembre)

	donne componenti gli organi di amministrazione		società in cui è presente almeno una donna nell'organo di amministrazione	
	numero	peso ¹	numero	peso ²
2008	170	5,9	126	43,8
2009	173	6,3	129	46,4
2010	182	6,8	133	49,6
2011	193	7,4	135	51,7

Fonte: Consob. ¹ Peso percentuale sul totale dei componenti degli organi di amministrazione. ² Peso percentuale sul numero totale delle società quotate italiane.

La presenza femminile è più elevata nelle società a minor capitalizzazione, ossia quelle appartenenti all'indice Star e quelle non comprese in altri indici (FtseMib e MidCap).

In particolare la frequenza con cui almeno una donna siede nell'organo amministrativo arriva al 58,8 per cento dei casi nelle società Star (Tav. 7). Anche il peso del genere femminile sul totale dei membri del *board* è maggiore negli emittenti Star o non inclusi negli indici, sebbene essi siano caratterizzati da organi meno numerosi. Le società a più elevata capitalizzazione, e in particolare quelle incluse nell'indice FtseMib, sono invece caratterizzate da una minor presenza femminile, sia in termini di percentuale di società in cui entrambi i generi sono rappresentati nell'organo amministrativo sia di peso relativo dei consiglieri appartenenti al genere femminile.

A questo proposito si ricorda che la legge n. 120 del 12 luglio 2011 ha introdotto le cosiddette 'quote di genere' per la composizione degli organi sociali delle società quotate (nonché delle società a controllo pubblico). In particolare la legge impone il rispetto di un criterio di composizione degli organi sociali, in base al quale al genere meno rappresentato spetta almeno un terzo di tali organi. Il legislatore ha previsto una gradualità nell'applicazione della norma, stabilendo che al primo rinnovo la quota del genere meno rappresentato sia almeno pari a un quinto degli organi sociali. Inoltre, il criterio di riparto trova applicazione per tre mandati. La legge entrerà in vigore nel prossimo agosto.

Tav. 7 Composizione degli organi di amministrazione delle società quotate nel 2011 in relazione al settore di attività
(situazione al 31 dicembre 2011)

indice	numero società	peso ¹	numero medio di componenti del consiglio di amministrazione	percentuale media delle società in cui è presente almeno una donna	percentuale media delle donne nei Cda
Ftse Mib	38	84,0	12,53	47,4	5,2
Ftse MidCap ²	42	10,4	13,21	50,0	5,7
Star ²	68	3,2	9,57	58,8	8,1
altro	113	2,4	8,19	49,6	8,9
<i>totale</i>	<i>261</i>	<i>100,0</i>	<i>9,99</i>	<i>51,7</i>	<i>7,6</i>

Fonte: Consob. ¹ Rapporto percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun indice e la capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate italiane. ² Le società che appartengono sia al segmento Star sia all'indice MidCap vengono incluse solo nella categoria Star.

Con riguardo al fenomeno dell'*interlocking*, lo svolgimento di incarichi in più società quotate interessa almeno un componente dell'organo di amministrazione per la maggior parte delle società quotate. Al proposito si ricorda il recente intervento legislativo che vieta, tra gli altri, l'assunzione di incarichi di gestione, sorveglianza e controllo in imprese o gruppi bancari, assicurativi e finanziari concorrenti (art. 36 del d.l. 201/2011 convertito nella legge 22 dicembre 2011, n. 214).

A fine 2011 per le società operanti nel settore finanziario (banche, assicurazioni e altri intermediari quotati) le evidenze mostrano che in appena un caso su dieci (4 società su 42) non sono presenti *interlocker*; nel settore non finanziario invece quasi una società su tre non è interessata da tale fenomeno (67 casi su 219) (Tav. 8). Nel complesso, quindi, la presenza di almeno un consigliere con incarichi in altre società quotate riguarda 190 società su 261, pari a quasi i tre quarti del mercato in termini numerici e al 96 per cento in termini di capitalizzazione. Il fenomeno è particolarmente rilevante per 40 società, che rappresentano un quarto della capitalizzazione complessiva di mercato, per le quali oltre la metà dei consiglieri esercita incarichi in altri emittenti.

Tav. 8 Società quotate interessate da *interlocking*
(situazione al 31 dicembre 2011)

quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica	società non finanziarie		società finanziarie	
	numero	peso ¹	numero	peso ¹
0%	67	3,9	4	0,1
< 25%	64	20,4	20	14,6
dal 25 al 50%	56	34,1	10	1,8
dal 50 al 75%	29	16,0	7	6,9
> 75%	3	1,0	1	1,2
<i>totale</i>	<i>219</i>	<i>75,4</i>	<i>42</i>	<i>24,6</i>

Fonte: Consob. ¹ Percentuale sulla capitalizzazione totale del settore.

Da ultimo, le evidenze sulla diffusione dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo confermano lo scarso ricorso ai sistemi dualistico e monistico (Tav. 9). Il numero di società che adottano i sistemi alternativi è pari a 10 ed è rimasto invariato rispetto all'anno precedente.

In particolare, 3 sono i casi di società che adottano il sistema monistico, mentre 7 sono gli emittenti organizzati secondo il modello dualistico. Come confermato dal peso sulla capitalizzazione di mercato, tra le società dualistiche, che rappresentano l'8 per cento del mercato, figurano alcune società a elevata capitalizzazione.

Tav. 9 Sistemi di amministrazione e controllo adottati dalle società quotate
(situazione al 31 dicembre 2011)

modello	numero società	peso ¹
tradizionale	251	91,8
dualistico	7	8,1
monistico	3	0,1
<i>totale</i>	<i>261</i>	<i>100,0</i>

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

3 La qualità del credito

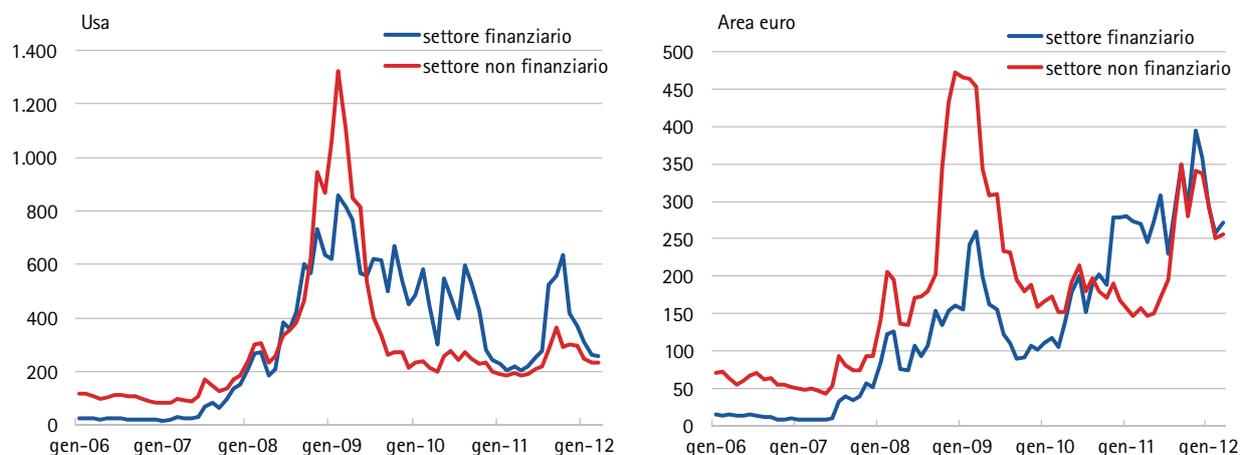
Nel 2011 le numerose revisioni al ribasso dei rating delle società quotate nell'Area euro hanno segnalato un peggioramento del profilo di rischio degli emittenti, soprattutto nel settore bancario.

Coerentemente con gli interventi delle agenzie di rating, da dicembre 2010 a fine 2011 le quotazioni medie dei *credit default swap* (Cds) a 5 anni delle società dell'Area euro sono cresciute in modo significativo passando da 279 a 357 punti base nel settore finanziario e da 167 a 338 punti base nel settore non finanziario (Fig. 34). Nel primo trimestre del 2012 tuttavia esse sono calate portandosi per entrambi i settori attorno a 250 punti base.

Negli Usa le quotazioni dei Cds hanno cominciato nuovamente a crescere a partire dal mese di giugno, in concomitanza con l'intensificarsi della crisi del debito sovrano in Europa, per poi portarsi, a fine marzo 2012, su livelli prossimi a quelli registrati a dicembre 2010.

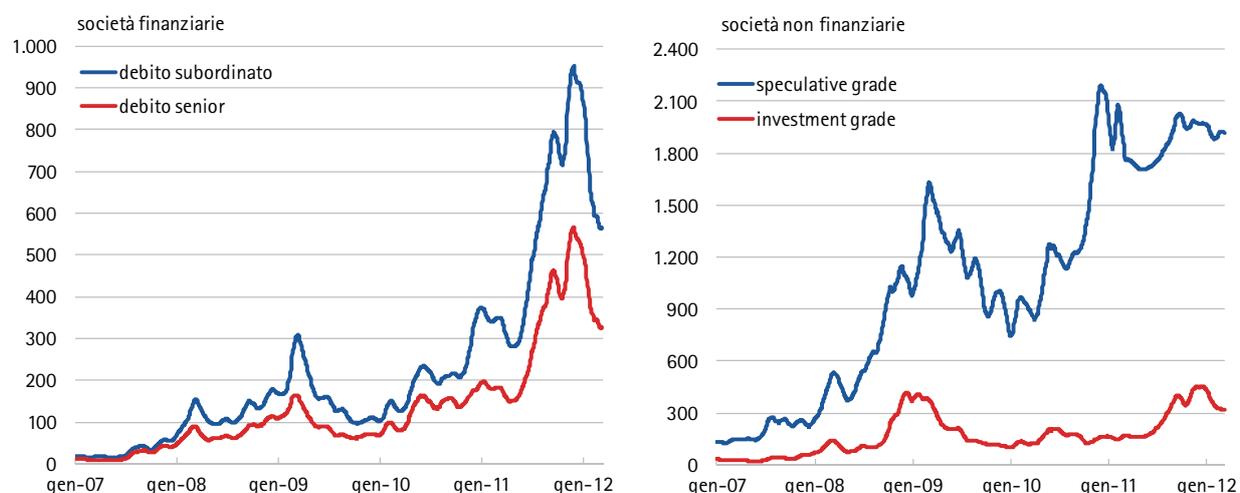
L'incremento tendenziale delle quotazioni dei Cds rilevato in Italia è ancora più marcato per tutte le società e, in particolare, per il debito subordinato delle banche e il debito speculativo del settore *corporate* (Fig. 35).

Fig. 34 Quotazioni dei contratti di *credit default swap* a 5 anni su emittenti quotati (punti base; dati mensili da gennaio 2006 a marzo 2012)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. I dati sono calcolati come medie degli indici Datastream settoriali relativi a *credit default swap* con scadenza a 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'uno per cento del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

Fig. 35 Quotazioni dei contratti di *credit default swap* a 5 anni su emittenti quotati italiani (punti base; dati giornalieri dal 24/01/2007 al 30/03/2012)

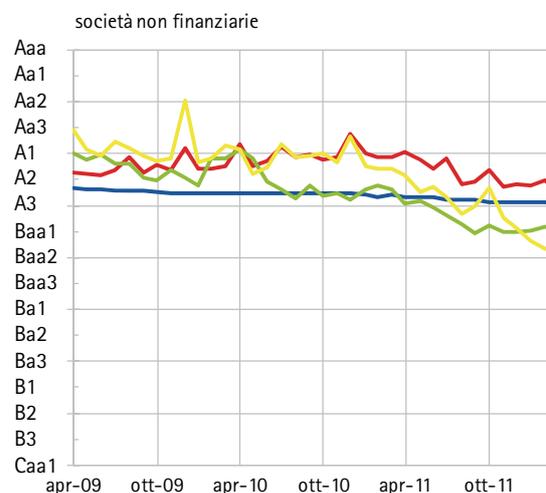
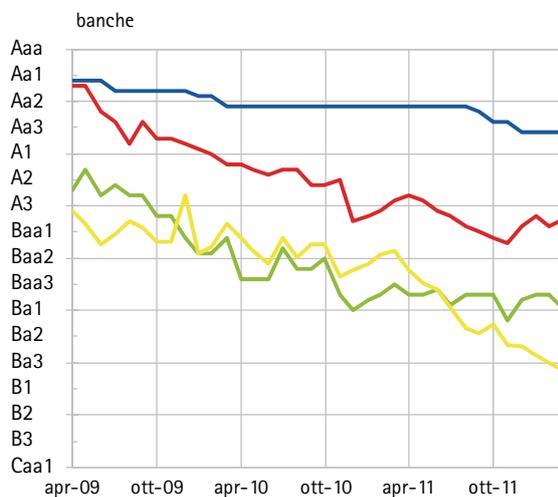


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Media mobile su 20 giorni. Per le imprese non finanziarie i dati sono calcolati come medie delle quotazioni giornaliere dei *credit default swap* di imprese con uguale rating, mentre per le banche i dati sono medie delle quotazioni giornaliere relative ai 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.

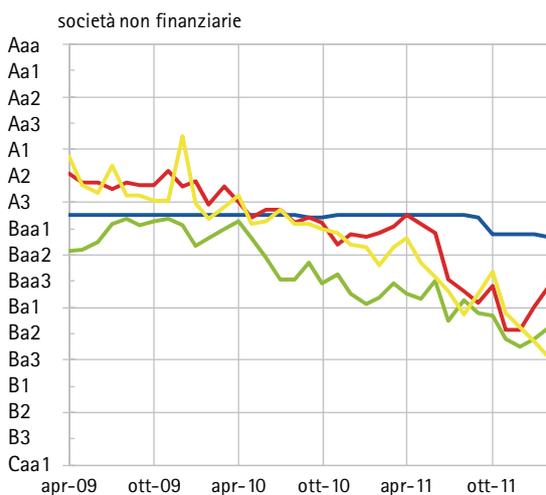
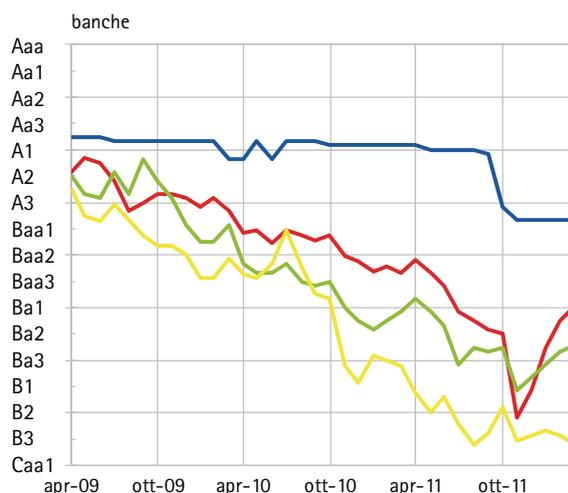
Il rating implicito nelle quotazioni dei Cds dei titoli azionari e degli *spread* obbligazionari delle principali società quotate italiane e dell'Area euro (che hanno un rating Moody's e sono incluse, rispettivamente, nel FtseMib e nel Dow Jones EuroStoxx 50) evidenzia un persistente disallineamento rispetto al rating ufficiale, divenuto più marcato nel corso del 2011 soprattutto per gli emittenti bancari (Fig. 36).

Fig. 36 Valori medi dei rating ufficiali e rating impliciti delle principali società quotate europee
(dati mensili da giugno 2009 a marzo 2012)

AREA EURO



ITALIA



- rating ufficiale Moodys
- rating implicito nelle obbligazioni
- rating implicito nei Cds
- rating implicito nei rendimenti azionari

Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Il dato si riferisce alle principali società quotate italiane e dell'Area euro incluse, rispettivamente, nel FtseMib e nel Dow Jones EuroStoxx 50 e assistite da un rating Moody's.

In particolare per le banche italiane il rating implicito basato sui corsi azionari risulta più basso di quello basato sull'andamento dei Cds e degli *spread* obbligazionari già a partire dal 2009, segnalando una maggiore reattività del mercato azionario nell'incorporare i segnali di peggioramento della qualità del credito. Per le banche europee, invece, ad eccezione del merito di credito che si evince dall'andamento dei rendimenti obbligazionari, i rating impliciti risultano più allineati.

Con riguardo al settore non finanziario, i rating impliciti non divergono significativamente da quello ufficiale per le maggiori società dell'Area euro, mentre per le imprese italiane si registra un disallineamento crescente a partire da aprile 2011.

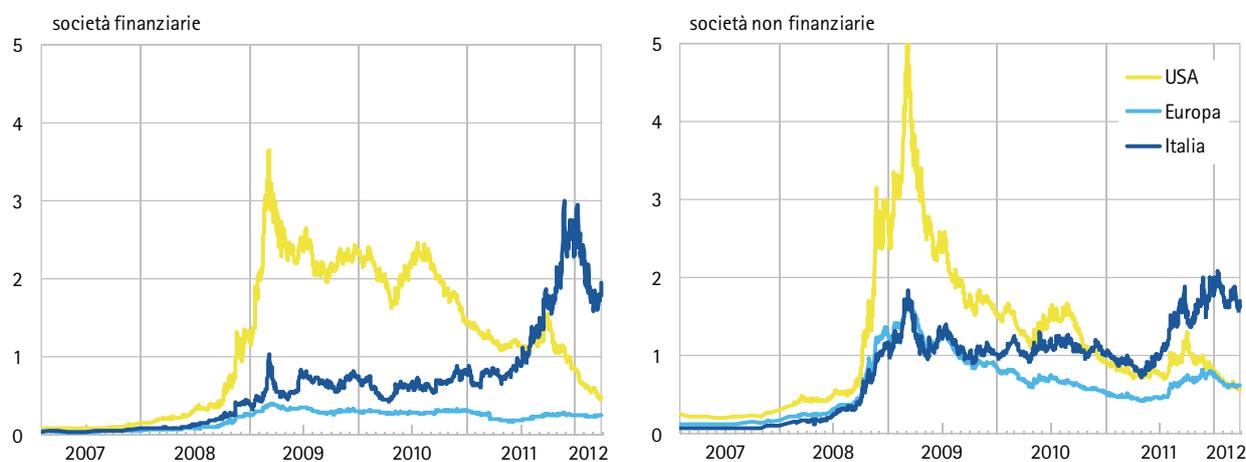
Le probabilità di *default* stimate tramite modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza riflettono in parte le evidenze sull'andamento delle quotazioni dei Cds per le società dell'Area euro e degli Usa (Fig. 37).

Dopo essere aumentati nei primi mesi del 2011, i valori mediani delle probabilità attese di *default* delle società americane hanno subito una significativa flessione nella seconda parte dell'anno attestandosi, all'inizio del 2012, su livelli inferiori all'1 per cento.

In Europa i valori mediani della probabilità attesa di *default* sono rimasti stabili intorno allo 0,3 per cento per le società finanziarie, mentre sono lievemente cresciuti, nel 2011, per il settore non finanziario.

La probabilità di insolvenza attesa è aumentata in modo significativo per le società finanziarie italiane, portandosi attorno al 3 per cento alla fine del 2011, per poi ridursi di circa un punto percentuale nei primi mesi del 2012; un andamento analogo si è registrato con riguardo alle società *corporate*, per le quali comunque il dato ha raggiunto valori di poco inferiori al 2 per cento.

Fig. 37 Valori mediani della probabilità di *default* attesa per le società quotate su un orizzonte temporale di un anno (punti base; dati giornalieri dal 31/01/2007 al 30/03/2012)

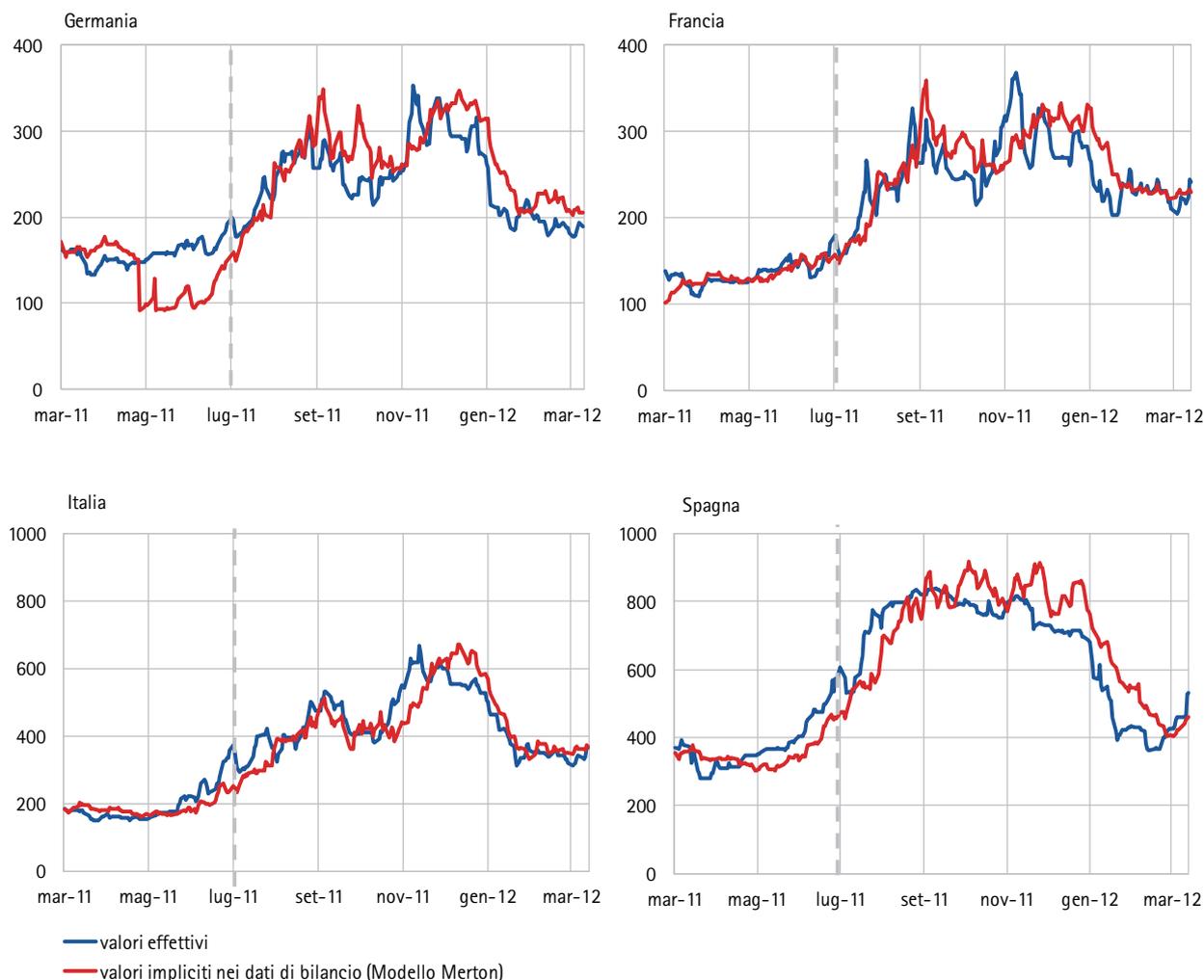


Fonte: Moody's KVM - Credit Edge.

Il confronto delle quotazioni effettive medie dei Cds delle banche dei principali paesi europei con le quotazioni teoriche medie, stimate da Moody's sulla base di modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza, mostra che nel corso del 2011 il disallineamento tra valutazione di mercato del rischio di credito e profilo di rischio implicito nei dati fondamentali di bilancio è stato più marcato per le banche italiane e quelle spagnole (Fig. 38). In particolare in Italia, negli ultimi mesi del 2011, le quotazioni effettive dei Cds hanno a tratti superato quelle teoriche, segnalando un

fenomeno di *over-reaction*, per poi tornare a riallinearsi nei primi mesi del 2012. Per le banche spagnole, invece, le quotazioni effettive sono risultate inferiori a quelle teoriche a partire da agosto 2011, indicando una sottostima da parte del mercato della probabilità di insolvenza che si può inferire dai valori fondamentali di bilancio.

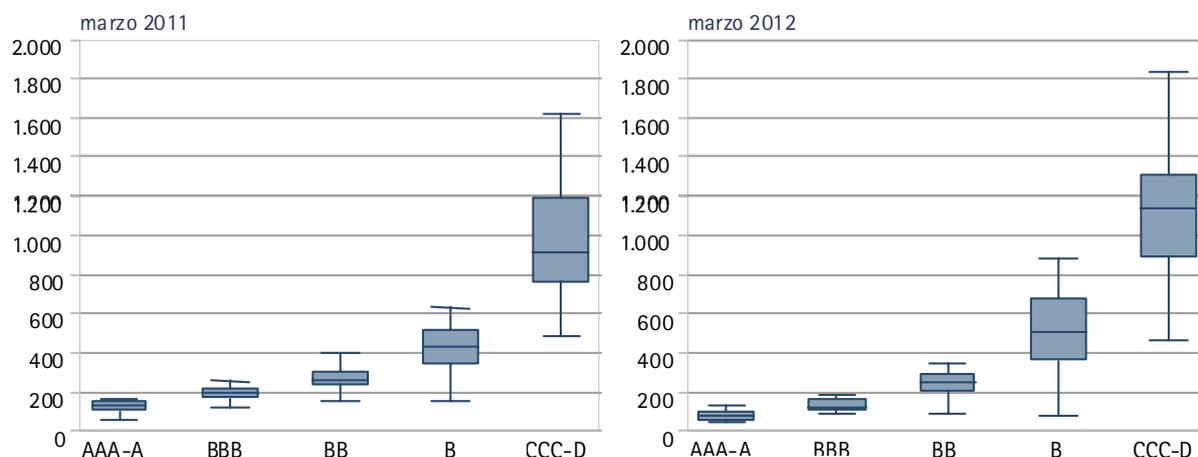
Fig. 38 Quotazioni teoriche ed effettive dei *credit default swap* a 5 anni per le banche di alcuni paesi dell'Area euro (punti base; dati giornalieri dal 18/03/2011 al 30/03/2012)



Fonte: elaborazioni su dati Moody's KMV-Credit Edge. I valori impliciti degli *spread* dei Cds sono stimati tramite il modello di valutazione del rischio di credito sviluppato da Moody's KMV.

A marzo 2012 le quotazioni teoriche dei Cds per le società quotate *corporate* stimate da Moody's mostrano un peggioramento del rischio di insolvenza rispetto a marzo 2011 più significativo per gli emittenti appartenenti alle classi di rating *speculative grade* (Fig. 39). In particolare la mediana delle quotazioni delle società con rating implicito equivalente a CCC-D è passata da circa 900 a poco meno di 1.200 punti base.

Fig. 39 Quotazioni teoriche dei contratti di *credit default swap* a 5 anni per le società quotate non finanziarie italiane (punti base; rating implicito nella probabilità di insolvenza)

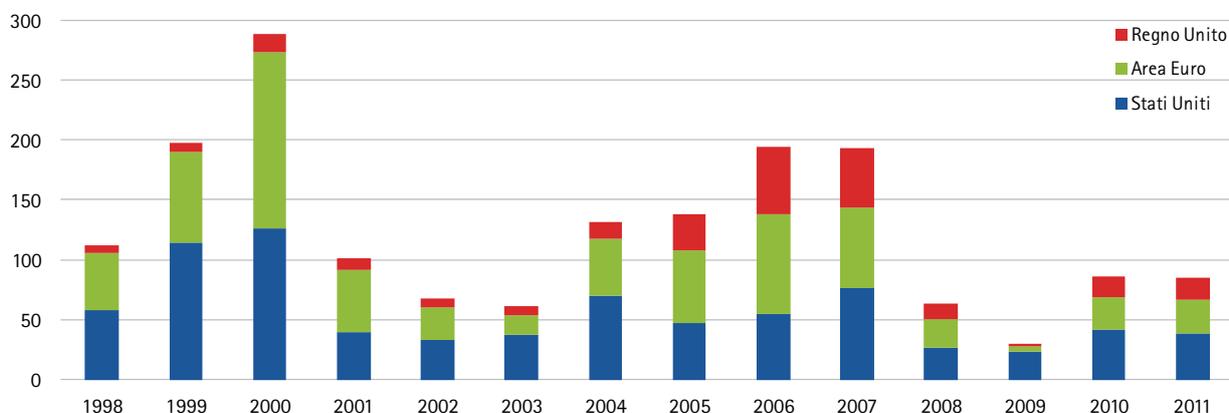


Fonte: elaborazioni su dati Moody's KMV-Credit Edge. La probabilità di insolvenza è stimata tramite il modello di valutazione del rischio di credito sviluppato da Moody's KMV e viene utilizzata per l'attribuzione del rating implicito. Nel grafico è rappresentata la distribuzione delle quotazioni teoriche per classi di rating. Per ogni classe, la linea orizzontale nel riquadro del *box* corrisponde alla mediana, il lato inferiore individua il 1° 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 2011 il flusso di nuove quotazioni nei mercati azionari dei paesi avanzati si è mantenuto complessivamente stabile rispetto all'anno precedente (Fig. 40): l'ammontare complessivo delle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione è stato pari a circa 85,2 miliardi di dollari Usa contro 86,1 nel 2010.

Fig. 40 Risorse raccolte dalle società di nuova quotazione nelle borse dei principali paesi industrializzati (miliardi di dollari Usa)



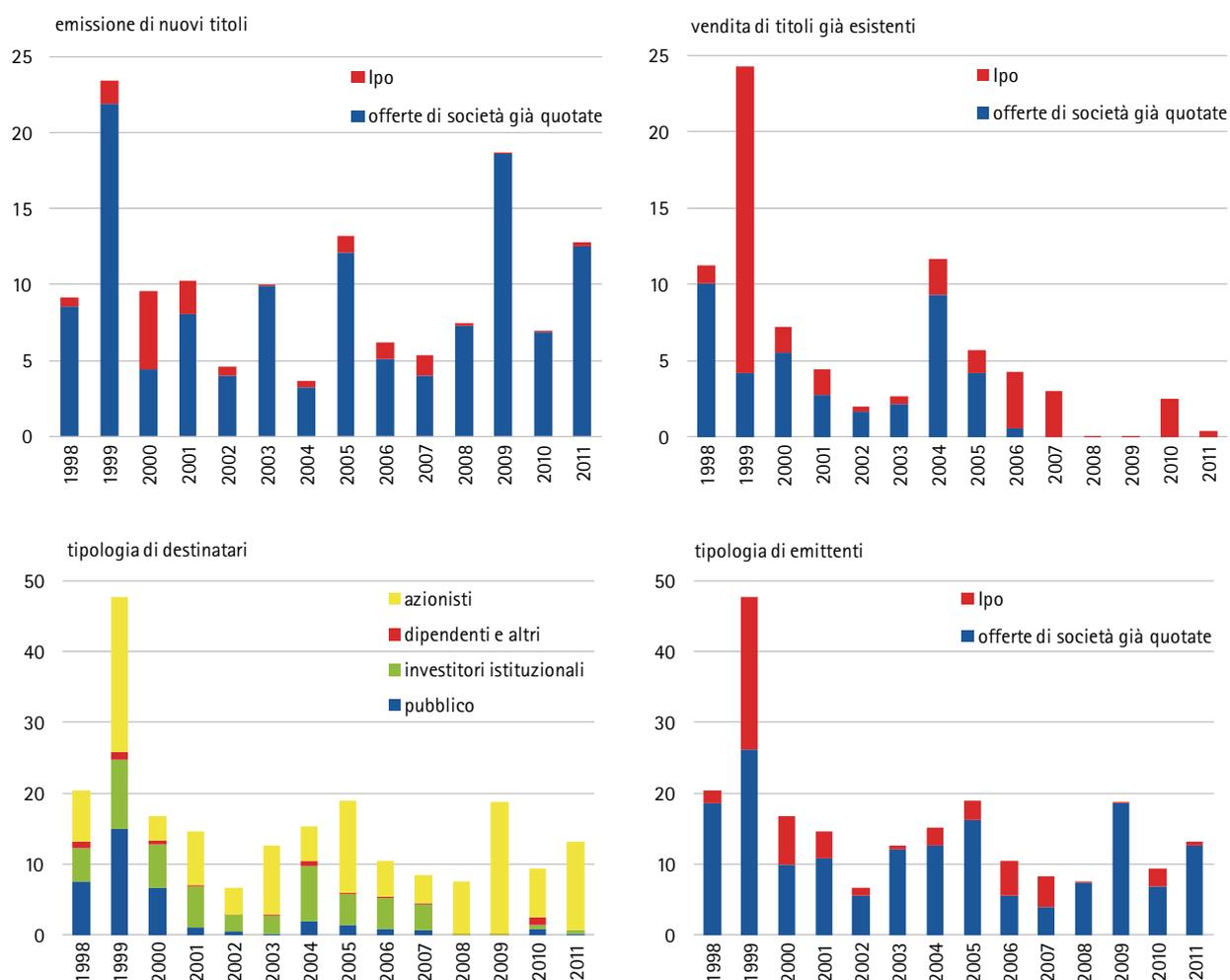
Fonte: elaborazioni su dati World Federation of Stock Exchanges e London Stock Exchange. I dati relativi agli Stati Uniti si riferiscono alle società quotate al Nyse e al Nasdaq.

In particolare, i dati mostrano un modesto incremento della raccolta nel Regno Unito (da 17,6 a 18,9 miliardi; + 6,8 per cento circa) e nell'Area euro (da 26,4 a 27,4 miliardi; + 3,6 per cento circa), mentre si è registrata una contrazione della raccolta negli Stati Uniti (da 42 a 39 miliardi di dollari circa; -7,3 per cento).

Nel 2011 i collocamenti sui mercati azionari gestiti da Borsa Italiana sono complessivamente aumentati del 40 per cento circa (13,1 miliardi di euro contro 9,4 miliardi di euro nel 2010; Fig. 41).

Fig. 41 Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate

(emissioni di nuovi titoli e vendita di titoli già esistenti; miliardi di euro)



Fonte: Borsa Italiana.

La raccolta di capitale di rischio è quasi esclusivamente imputabile all'emissione di titoli offerti in sottoscrizione da parte di società già quotate (12,5 miliardi di euro circa). Viceversa, il controvalore complessivo delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione si è sensibilmente ridotto da 2,5 miliardi di euro nel 2010 a circa 0,6 miliardi nel 2011. Gli aumenti di capitale riservati agli azionisti si confermano di gran lunga la principale fonte di raccolta per le società quotate

italiane, come evidenziato dalla crescita della quota loro destinata (dal 73 nel 2010 al 96 per cento circa nel 2011).

Le offerte pubbliche di società italiane finalizzate all'ammissione alle negoziazioni hanno riguardato nel 2011 5 società italiane, di cui una sull'Mta e 4 sull'Aim Italia (Tav. 10). La capitalizzazione *ante* offerta, ascrivibile quasi esclusivamente all'offerta sull'Mta delle azioni di un emittente ('Salvatore Ferragamo'), è risultata pari a circa 1,5 miliardi di euro.

Il controvalore dell'offerta di vendita 'Salvatore Ferragamo' è stato pari a 379 milioni di euro, mentre le 4 offerte di sottoscrizione effettuate sull'Aim Italia hanno raggiunto complessivamente 60 milioni di euro.

Tav. 10 Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane¹
(valori monetari in milioni di euro)

	numero società	capitalizzazione <i>ante</i> offerta ²	controvalore offerta			peso sulla capitalizzazione <i>post</i> offerta ³
			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 ⁴	8	8.229	46	2.630	2.676	32,3
2011	5	1.554	60	379	439	27,2

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. Confronta Note metodologiche. ¹ A partire dal 2009 sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia. ² Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. ³ 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. ⁴ 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).

La presenza di investitori istituzionali nel capitale sociale delle imprese che richiedono di quotarsi è rimasta assai modesta. Una sola società presentava investitori istituzionali nella struttura proprietaria prima della quotazione; la quota detenuta, pari al 30,7 per cento del capitale sociale *ante* offerta, è scesa al 27,6 dopo il collocamento (Tav. 11).

Tav. 11 Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane¹

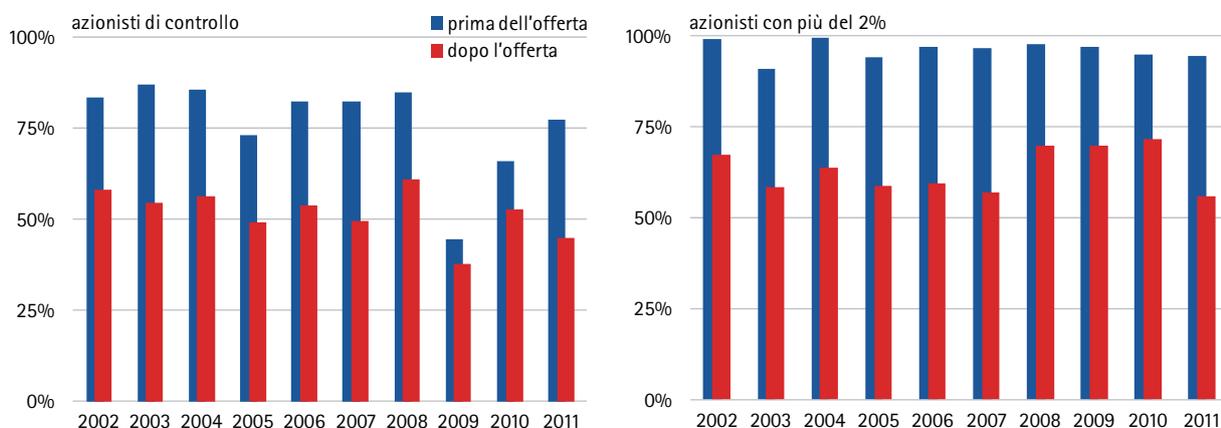
	società		numero medio investitori istituzionali ⁴	quota media <i>ante</i> offerta ⁵	quota media <i>post</i> offerta ⁶
	numero ²	<i>peso</i> ³			
1995	6	54,5	2,3	27,7	8,5
1996	6	50,0	3,7	47,3	23,2
1997	2	20,0	1,5	40,9	7,1
1998	4	25,0	4,3	48,3	18,9
1999	9	33,3	2,0	27,5	10,2
2000	18	40,9	2,7	25,9	16,2
2001	6	33,3	1,5	28,0	13,1
2002	2	33,3	2,5	27,1	15,2
2003	3	75,0	2,0	22,0	10,1
2004	4	50,0	2,3	28,5	9,5
2005	6	40,0	3,2	20,6	4,1
2006	11	52,4	1,8	23,7	11,8
2007	12	41,4	1,7	39,6	21,2
2008	3	50,0	2,7	58,6	32,9
2009	2	50,0	5,5	49,4	25,7
2010	2	25,0	1,5	17,0	13,3
2011	1	20,0	2,0	30,7	27,6

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

Nel corso del 2011 si è osservato un aumento della diluizione delle quote di possesso a seguito del collocamento iniziale. Mentre la quota media detenuta dall'azionista di controllo prima dell'offerta è in crescita rispetto al 2009 e al 2010, il differenziale rispetto alla quota *post-offerta* si è ampliato fino a circa 30 punti percentuali (Fig. 42). Rimane stabile invece la quota detenuta dagli azionisti con oltre il 2 per cento dei diritti di voto prima dell'offerta, mentre il differenziale con la quota *post-offerta* tende anche in questo caso ad allargarsi rispetto agli anni immediatamente precedenti.

I soggetti assegnatari dei titoli offerti dalle società di nuova quotazione sono stati nel 2011 prevalentemente investitori istituzionali italiani ed esteri. Essi hanno sottoscritto circa il 93 per cento delle quote complessivamente assegnate, valore in forte crescita rispetto al 2010 (24 per cento circa) ma in linea con gli anni precedenti (Tav. 12). Il rapporto tra domanda e offerta è rimasto stabile rispetto al 2010 per l'offerta pubblica, mentre è lievemente aumentato per l'offerta istituzionale.

Fig. 42 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.

Tav. 12 Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte¹

	quota assegnata ²				rapporto domanda/offerta ³	
	pubblico	investitori istituzionali italiani	investitori istituzionali esteri	altri soggetti ⁴	offerta pubblica	offerta istituzionale
1995	42,3	16,3	41,4	—	3,2	6,8
1996	40,5	24,3	35,2	—	6,3	9,4
1997	31,4	24,5	44,1	—	10,8	12,2
1998	44,4	27,3	28,3	—	7,7	13,9
1999	43,7	24,1	32,3	..	12,6	10,2
2000 ⁵	35,0	26,0	37,6	1,3	18,5	10,2
2001	28,7	37,8	33,0	0,5	1,2	2,2
2002	27,7	50,4	20,3	1,6	1,1	1,1
2003 ⁶	39,8	45,0	14,5	0,6	1,8	1,6
2004	20,9	26,2	52,9	..	2,0	3,1
2005	24,7	26,7	47,0	1,6	3,8	3,9
2006	19,3	18,7	61,9	0,1	5,3	5,4
2007	16,4	24,1	58,0	1,5	2,8	4,0
2008	11,8	38,5	31,9	17,8	1,0	1,1
2009	7,0	31,5	56,8	4,8	1,0	4,0
2010 ⁷	75,8	12,5	11,7	--	1,0	1,4
2011	6,8	25,3	67,6	0,3	1,0	1,9

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. Confronta Note metodologiche. ¹ Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004. A partire dal 2009 sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia. ² Relativamente all'assegnazione agli investitori istituzionali, nei casi in cui la ripartizione tra italiani ed esteri non è nota, il dato riportato rappresenta una stima. ³ Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica che quelli della parte istituzionale. ⁴ Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione. ⁵ La rimanente quota (0,1 per cento) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Cairo Communication. ⁶ La rimanente quota (0,1 per cento) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Trevisan. ⁷ I dati includono la *tranche* dell'offerta di Enel Green Power rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti in Spagna.

In nessuna delle Ipo del 2011 sono risultati rapporti di natura partecipativa con gli intermediari che ne hanno curato la quotazione, mentre 2 società avevano rapporti di natura creditizia con i gruppi di appartenenza degli intermediari. L'esposizione finanziaria conseguente ai citati rapporti era pari in media al 23,9 per cento dell'indebitamento lordo delle società ammesse alla quotazione (Tav. 13).

Tav. 13 Rapporti creditizi e partecipativi fra società italiane ammesse a quotazione e intermediari collocatori¹

	società con rapporti creditizi con sponsor o soggetti collocatori			società con rapporti partecipativi con sponsor o soggetti collocatori		
	numero società	quota sul totale delle ammissioni a quotazione ²	quota media dei finanziamenti concessi da sponsor o soggetti collocatori ³	numero società	quota sul totale delle ammissioni a quotazione ²	quota media della partecipazione di sponsor o soggetti collocatori ⁴
2000	23	52,3	27,2	11	25,0	18,1
2001	10	55,6	27,8	2	11,1	19,8
2002	3	50,0	46,1	1	16,7	28,3
2003	4	100,0	13,9	1	25,0	..
2004	4	50,0	47,2	2	25,0	10,8
2005	7	46,7	24,0	2	13,3	7,3
2006	11	52,4	36,1	5	23,8	25,9
2007	13	44,8	26,2	4	13,8	27,9
2008	1	16,7	49,4	--	--	--
2009	1	25,0	18,0	1	25,0	6,9
2010	1	12,5	9,3	--	--	--
2011	2	40,0	23,9	--	--	--

Fonte: elaborazioni su dati delle attestazioni degli *sponsor* e dei prospetti informativi. Confronta Note metodologiche. ¹ Si fa riferimento ai rapporti creditizi e partecipativi esistenti tra le società ammesse a quotazione 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. ² Valori in percentuale. ³ In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale. ⁴ In rapporto al capitale sociale *ante* offerta; valori in percentuale.

Tav. 14 Offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sul Mercato alternativo dei capitali
(valori monetari in milioni di euro)

	numero società	capitalizzazione ante offerta ¹	controvalore offerta			peso sulla capitalizzazione post offerta ²	quota dell'azionista di controllo post offerta ³
			sottoscrizione	vendita	totale		
2007	3	82,2	12,9	7,4	20,3	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
2011	3	48,1	1,0	--	1,0	2,0	56,1

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

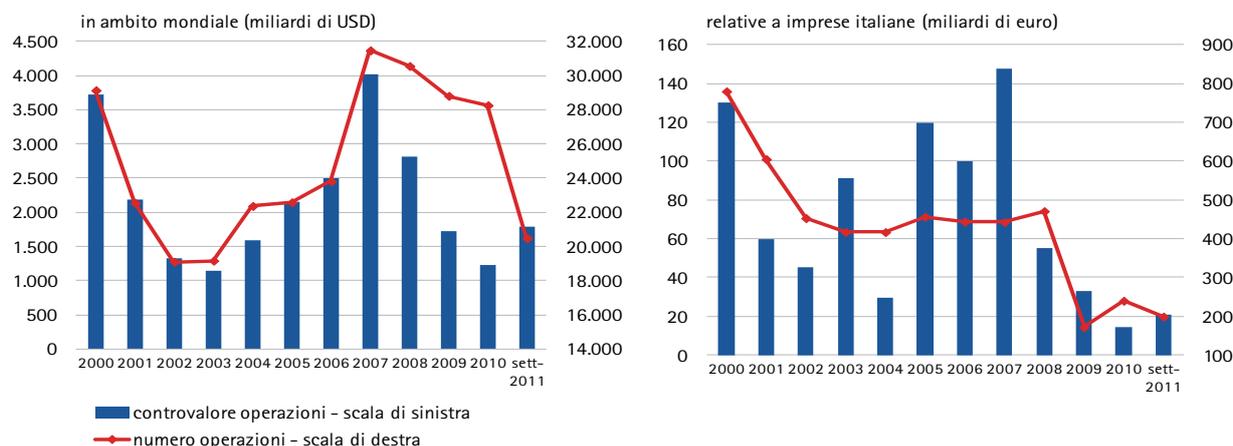
Nel corso del 2011 tre società sono state ammesse alle negoziazioni sul Mercato alternativo dei capitali (Mac). Tali società capitalizzavano com-

più complessivamente 48,1 milioni di euro prima dell'offerta e hanno collocato titoli di capitale di rischio per un valore pari a un milione di euro. Si tratta di valori in discesa rispetto a quelli registrati nel 2010, ma comunque superiori ai minimi del 2009 (Tav. 14).

5 Le operazioni di acquisizione e fusione

Nel corso del 2011 è proseguito il trend negativo del mercato delle operazioni di acquisizione e fusione. Nei primi nove mesi dell'anno, il numero complessivo di operazioni a livello globale è sceso da 28.256 a 20.479, mentre il controvalore complessivo si è incrementato da 1.219 a 1.785 miliardi di dollari Usa, tornando al livello del 2009 (Fig. 43).

Fig. 43 Operazioni di acquisizione e fusione



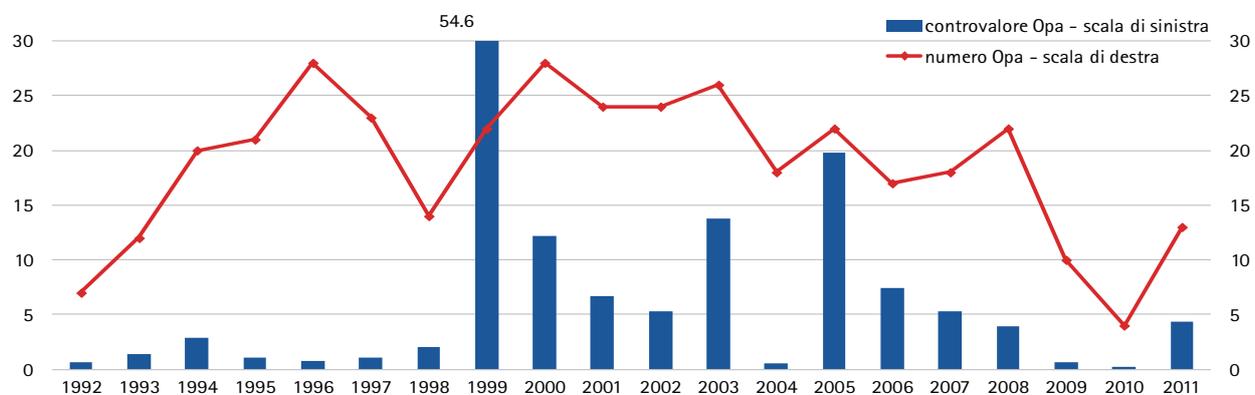
Fonte: KPMG, Thomson Reuters e Bloomberg.

In Italia si sono registrati trend analoghi: il numero di operazioni si è ridotto da 240 del 2010 a 199 del 2011, mentre il controvalore è aumentato da 14,6 a 21 miliardi di euro (+44 per cento rispetto al 2010).

Nel corso del 2011 il controvalore complessivo delle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio (Opa) su titoli di società quotate italiane si è attestato a 4,3 miliardi di euro, il più alto degli ultimi quattro anni; inoltre il numero complessivo delle offerte, pari a 13, si è più che triplicato rispetto al 2010 (Fig. 44).

Circa il 90 per cento del valore complessivo delle Opa eseguite nel 2011 è riferibile all'offerta preventiva totalitaria sulle azioni Parmalat promossa da Sofil, società offerente di diritto francese del gruppo Lactalis (57 per cento), e all'Opa successiva obbligatoria finalizzata alla revoca dalla quotazione dei titoli oggetto dell'offerta lanciata da LVMH sulle azioni Bulgari (31 per cento).

Fig. 44 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su titoli di società italiane quotate
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana Spa 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 I mercati azionari

Nel corso del 2011 l'intensificarsi della crisi del debito sovrano, il deterioramento delle aspettative di crescita delle economie avanzate e l'aumento dell'avversione al rischio degli operatori hanno determinato una forte contrazione dei corsi azionari dei principali paesi avanzati, un aumento della volatilità e una riduzione della liquidità.

L'impatto della crisi sui mercati azionari delle principali economie avanzate si è manifestato con maggiore intensità soprattutto a partire da luglio 2011, quando le tensioni sul debito sovrano si sono propagate dai paesi periferici ai paesi *core* e, in particolare, a Italia e Spagna (si veda il precedente Capitolo I '*La congiuntura economica*'), assumendo rilevanza sistemica. La situazione di incertezza ha penalizzato i corsi azionari, soprattutto quelli del settore bancario per via della rilevante esposizione di molte grandi banche europee in titoli di Stato dei paesi periferici.

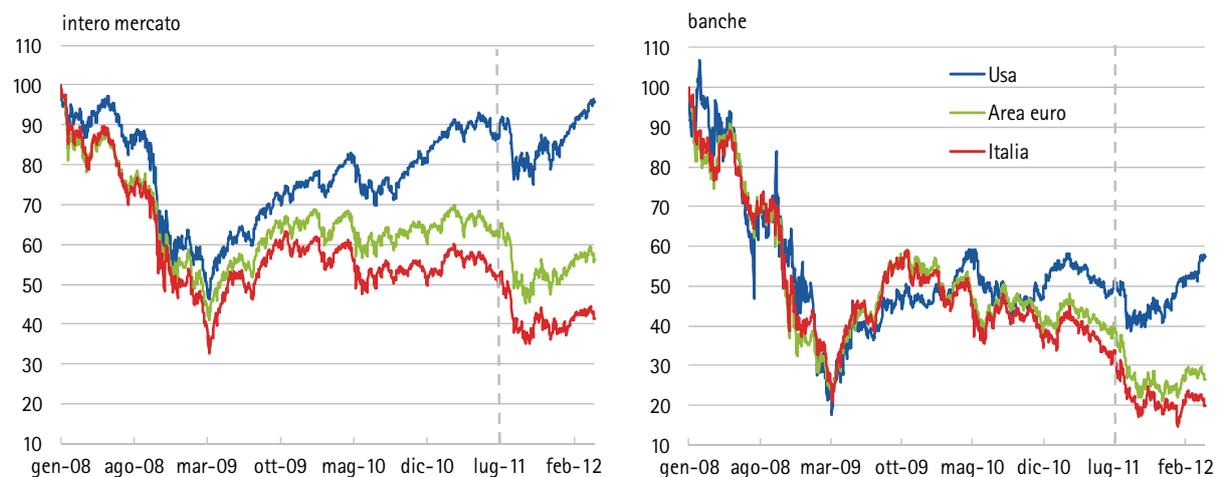
Da gennaio a dicembre 2011, l'indice azionario Dow Jones EuroStoxx 50, relativo alle maggiori società quotate dell'Area euro, si è ridotto del 18 per cento circa (-6 per cento nel 2010; Fig. 45). In Italia il FtseMib, riferito alle principali società quotate italiane, ha subito una flessione ancora più significativa pari a -26 per cento (-13 per cento nel 2010). Molto più contenuta, invece, è stata la flessione dello S&P500, riferito alle principali società quotate Usa (-1,1 per cento contro +13 per cento nel 2010). La contrazione dei corsi azionari è stata più rilevante soprattutto nel secondo semestre 2011. Infatti, da luglio a dicembre il Dow Jones EuroStoxx ha subito una flessione del 19 per cento circa (a fronte di una sostanziale stabilità nella prima parte dell'anno), mentre il FtseMib si è ridotto del 25,2 per cento (-1,2 per cento nel primo semestre 2011).

Nei primi mesi del 2012 taluni sviluppi nella riforma della *governance* economica europea, la ristrutturazione del debito pubblico greco e gli interventi della Banca centrale europea (si veda il Capitolo I '*La congiuntura economica*') sembravano aver avviato una ripresa dei corsi azionari nei principali paesi avanzati. Nel mese di marzo, tuttavia, le incertezze sulla sostenibilità del debito pubblico in Spagna hanno determinato nuove tensioni sui mercati azionari dell'Area euro.

La trasmissione della crisi del debito sovrano alle banche (si veda il riquadro '*La trasmissione del rischio sovrano al settore bancario*' del Capitolo IV '*Gli intermediari e le famiglie*') ha comportato una forte riduzione dei corsi azionari soprat-

tutto nel settore finanziario. Nel 2011 l'indice azionario riferito alle principali banche quotate ha subito una flessione del 39 per cento nell'Area euro e del 47 per cento in Italia, mentre negli Usa la contrazione è stata più contenuta (-14 per cento). Anche per i corsi bancari la flessione è stata più consistente nel secondo semestre, quando si è attestata a 37 punti percentuali per l'indice azionario delle banche dell'Area euro (-2 per cento nel primo semestre 2011) e a 40 punti percentuali per le banche italiane (-11 per cento nella prima parte dell'anno).

Fig. 45 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi avanzati
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 30/03/2012; 01/01/2008=100)

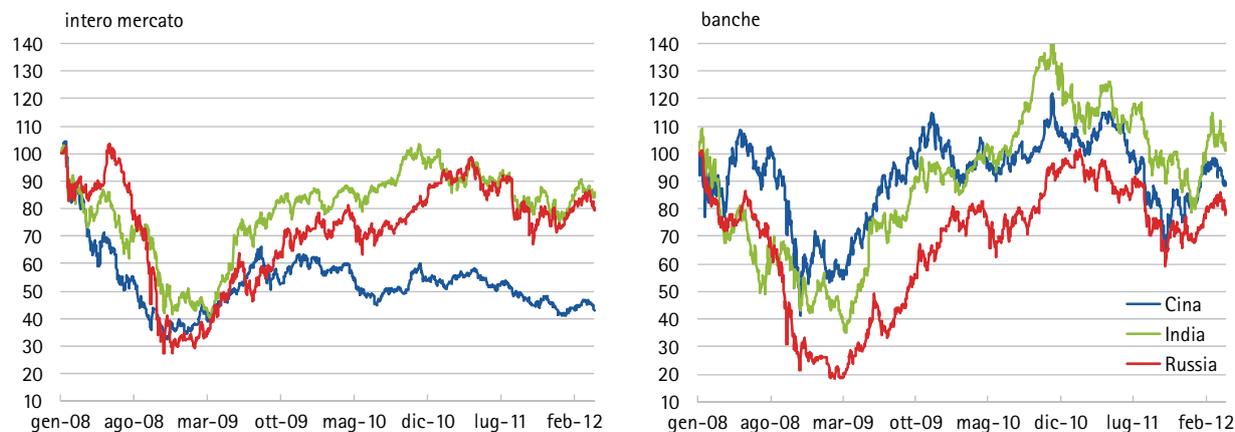


Fonte: Thomson Reuters.

Il peggioramento del quadro congiunturale a livello globale e le prospettive di rallentamento della crescita hanno penalizzato anche l'andamento degli indici azionari delle economie emergenti, che hanno registrato una flessione tra il 18 per cento (nel caso della Russia) e il 24 per cento circa (nel caso di Cina e India; Fig. 46). Nei primi mesi del 2012 gli indici hanno esibito dapprima un incremento (in media superiore al 10 per cento – dato a fine febbraio) e poi una flessione (pari al 7 per cento per Cina e Russia).

Nel 2011 la flessione dei corsi azionari del settore bancario è stata molto rilevante anche nei paesi emergenti (-22 per cento per la Cina, -35 per l'India e -29 per la Russia) ed è stata solo parzialmente compensata dai rialzi registrati nel primo trimestre del 2012.

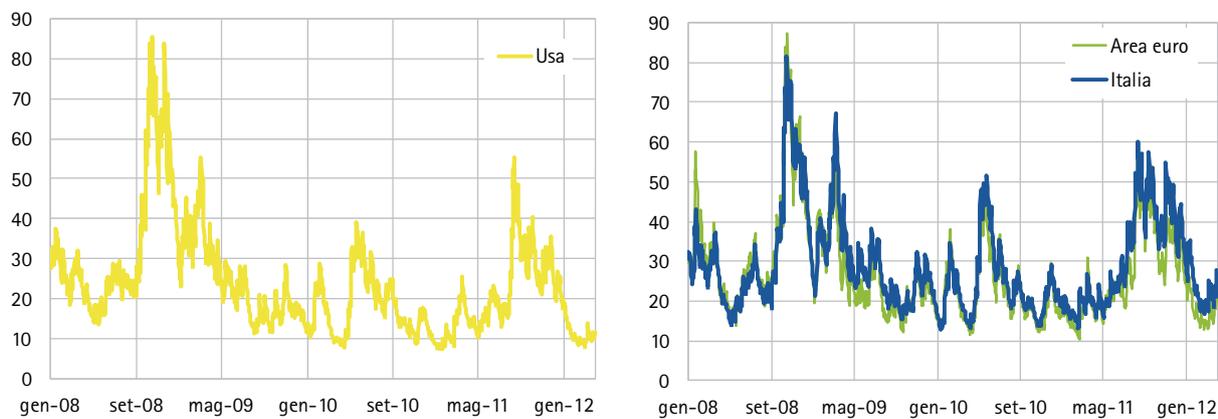
Fig. 46 Andamento dei corsi azionari nei paesi emergenti
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 30/03/2012; 01/01/2008=100)



Fonte: Thomson Reuters.

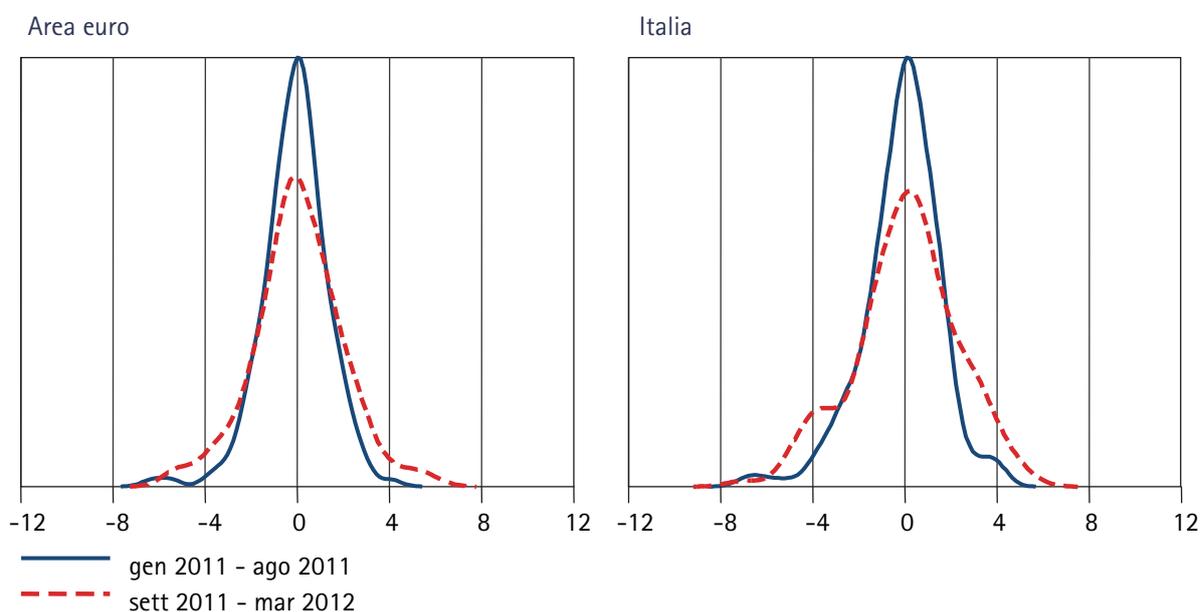
L'amplificarsi della crisi nell'Area euro ha comportato un incremento della volatilità soprattutto a partire dal secondo semestre 2011 (Fig. 47), con un conseguente aumento della frequenza dei rendimenti azionari negativi (Fig. 48).

Fig. 47 Volatilità giornaliera degli indici azionari
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 30/03/2012; valori percentuali su base annua)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Le stime della volatilità sono ottenute applicando modelli EGARCH sulle serie dei rendimenti giornalieri degli indici azionari (S&P500 per gli Usa, Dow Jones EuroStoxx per l'area dell'euro e FtseMib per l'Italia).

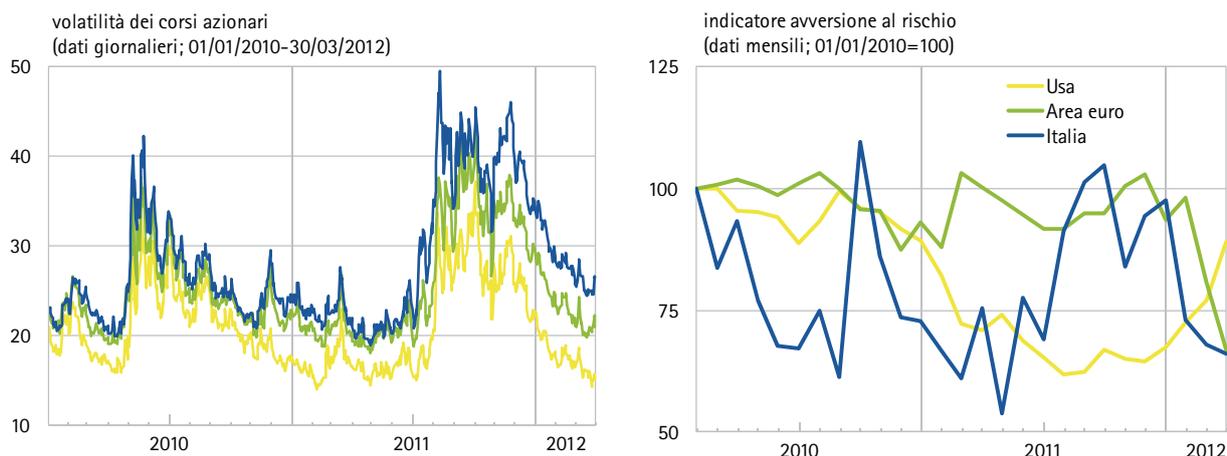
Fig. 48 Distribuzione dei rendimenti giornalieri degli indici azionari



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

Nel corso del 2011 l'andamento della volatilità implicita nelle quotazioni delle opzioni sui principali indici azionari ha segnalato un aumento dell'incertezza degli operatori sulla dinamica futura dei mercati, sia negli Usa sia nell'Area euro (Fig. 49); nei primi mesi del 2012 essa tuttavia è diminuita riportandosi attorno ai livelli rilevati all'inizio dell'anno precedente.

Fig. 49 Volatilità implicita e avversione al rischio sui mercati azionari

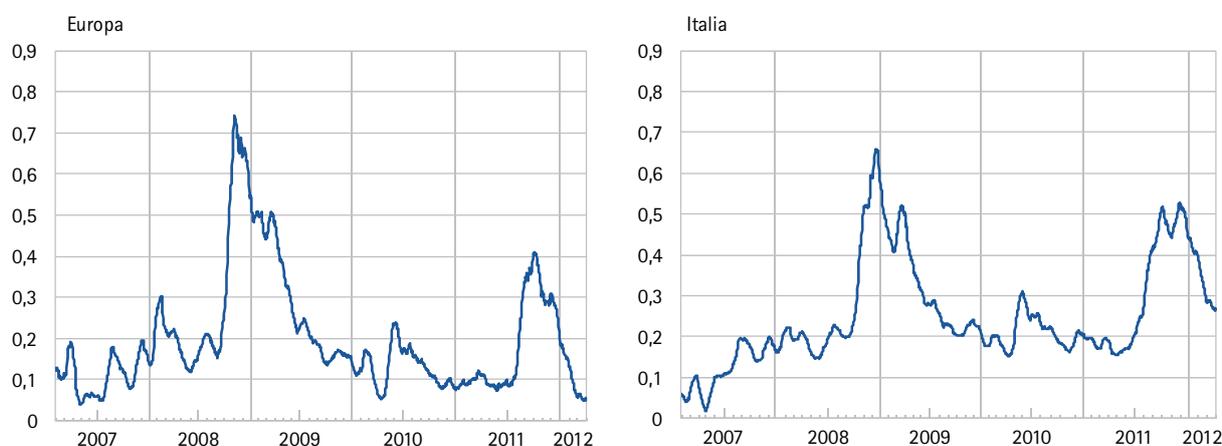


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Borsa Italiana. La volatilità implicita è desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici azionari con scadenza a 3 mesi. L'indice del livello di avversione al rischio è stimato confrontando la distribuzione storica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici.

Parallelamente, nell'Area euro l'indicatore di avversione al rischio degli operatori, dopo essere cresciuto nel corso dell'anno, è calato nei primi mesi del 2012, attestandosi a valori inferiori al dato rilevato a gennaio 2011. Una dinamica simile ha caratterizzato anche l'andamento dell'indicatore di avversione al rischio riferito al mercato azionario italiano.

In Europa, la crisi ha determinato anche una forte riduzione della liquidità sui mercati azionari, che comunque si è attestata su livelli superiori a quelli rilevati nel 2008 dopo il *default* di Lehman; tale riduzione, particolarmente pronunciata in Italia, si è arrestata nei primi mesi del 2012 (Fig. 50).

Fig. 50 Indicatore di liquidità del mercato azionario
(dati giornalieri dal 01/08/2008 al 30/03/2012)



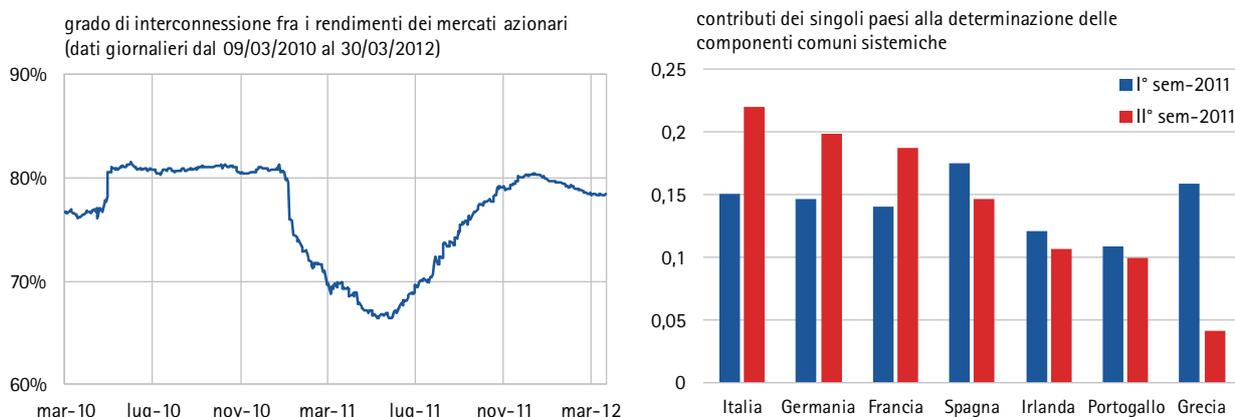
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Sono state prese in considerazione le società incluse nello Stoxx Europe 50 e nel FtseMib. I dati riportano i risultati dell'analisi in componenti principali (primo fattore) applicati alle serie storiche degli indicatori di *price impact* (Ahimud, 2002), dell'*implied volatility*, dell'indicatore del *bid-ask spread* e della volatilità (*range estimator*). L'indicatore è compreso tra 0 (corrispondente a un alto livello di liquidità) e 1 (corrispondente a un basso livello di liquidità).

L'andamento degli indici azionari delle economie avanzate nel corso del 2011 ha riflesso il contagio della crisi del debito sovrano, segnalando pertanto un ruolo maggiore nel processo di formazione dei prezzi delle componenti sistemiche comuni a tutti i mercati, rispetto a quelle idiosincratice.

In particolare il grado di interconnessione fra i rendimenti dei mercati azionari è aumentato riportandosi ai livelli rilevati nel 2010 (Fig. 51).

Il contributo dei mercati dei singoli paesi dell'Area euro alla determinazione delle componenti sistemiche comuni nella formazione dei prezzi azionari è cambiato nel corso dell'anno. Nel primo semestre i contributi maggiori risultavano riferibili a Spagna e Grecia, mentre nel secondo semestre a Italia, Germania e Francia, a causa del progressivo disallineamento dei corsi azionari dei paesi periferici rispetto agli indici azionari dei paesi *core*.

Fig. 51 Livello di integrazione dei mercati azionari dei principali paesi dell'Area euro

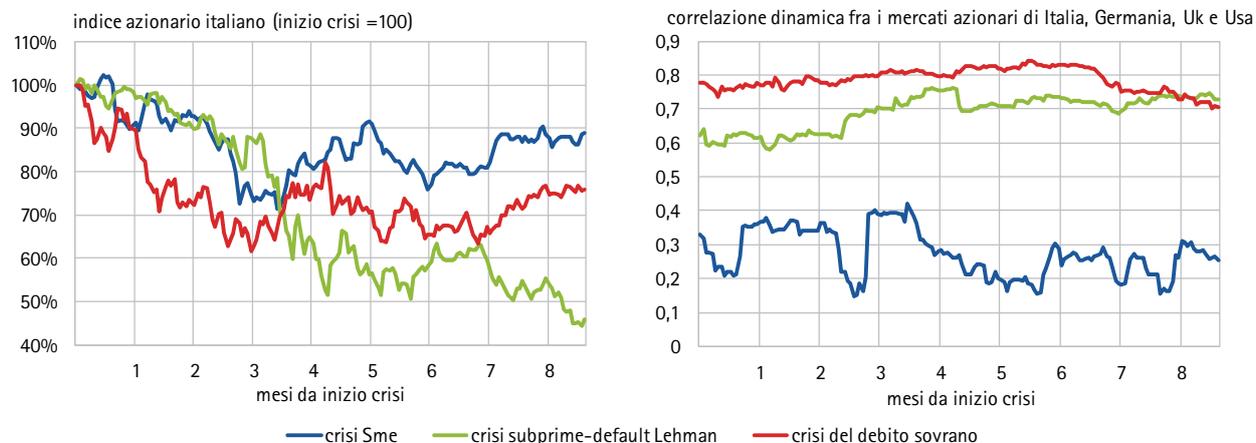


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Il grafico di sinistra riporta la varianza dei rendimenti azionari spiegata dalla prima componente principale stimata sui rendimenti azionari dell'Ibex35, del Dax30, del FtseMib, del Cac40, del Ftse/Athex20, dello Psi20, dell'Iseq. Il grafico di destra riporta le stime, normalizzate all'unità, dei *factor loading* della prima componente principale applicata ai rendimenti azionari dell'Ibex35, del Dax30, del FtseMib, del Cac40, del Ftse/Athex20, dello Psi20, dell'Iseq.

La reattività dei mercati azionari a *shock* macroeconomici e il ruolo della componente sistemica sono legati anche all'integrazione finanziaria, cresciuta in modo significativo dopo l'introduzione dell'euro.

La correlazione tra i rendimenti azionari dei mercati di Italia, Germania, Regno Unito e Usa, stimata con riferimento all'intervallo temporale corrispondente ai 9 mesi successivi all'intensificarsi della crisi del debito sovrano, è significativamente maggiore della correlazione stimata rispetto alla crisi del Sistema monetario europeo (Sme) del 1992 e, sia pure in misura più contenuta, di quella relativa alla cosiddetta crisi *subprime* del 2007 (Fig. 52).

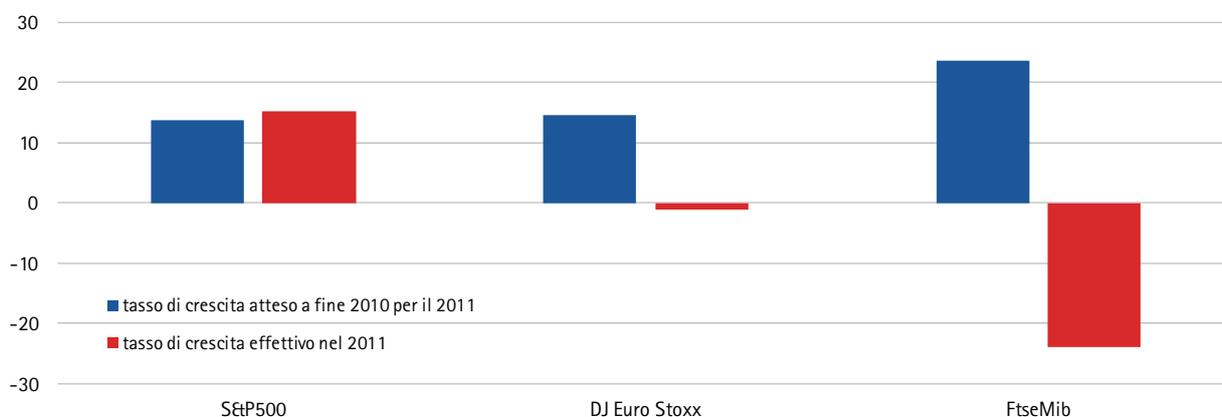
Fig. 52 Mercato azionario italiano: performance e grado di integrazione internazionale nei periodi di crisi



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. La correlazione dinamica è stimata applicando la metodologia di Engle (2002) ai residui del Capm calcolati rispetto agli indici azionari Msci di Italia, Germania, Uk e Usa. Sono stati presi in considerazione i seguenti periodi: da luglio 1992 a febbraio 1993 per la crisi Sme, da luglio 2008 a febbraio 2009 per la crisi *subprime-default Lehman*, da luglio 2011 a febbraio 2012 per la crisi del debito sovrano.

Nel 2011 il tasso di crescita effettivo degli utili per le società incluse nello S&P500 è stato positivo (+15,1 per cento) e superiore alle aspettative a fine 2010 (+13,4 per cento) (Fig. 53). Nell'Area euro, invece, nonostante le aspettative a fine 2010 fossero positive (+14,6 per cento), gli utili delle società incluse nel Dow Jones Stoxx Europe hanno subito una flessione dell'uno per cento circa; è ancora più marcata la divergenza tra crescita effettiva e crescita attesa degli utili societari inclusi nel FtseMib (rispettivamente -24 e +23 per cento).

Fig. 53 Crescita attesa ed effettiva degli utili societari delle imprese incluse nei principali indici azionari nel 2011



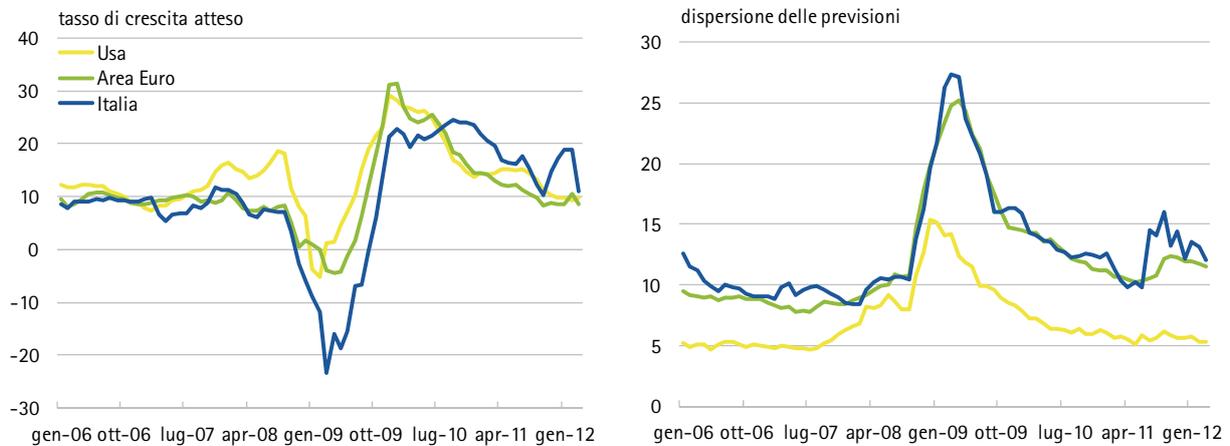
Fonte: Thomson Reuters e Ibes. Dati sulle previsioni degli utili a 12 mesi (prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito) a fine dicembre 2010 e sull'utile effettivo 2011 (stima a marzo 2012).

Il deterioramento dell'*outlook* macroeconomico ha comportato un progressivo peggioramento delle previsioni degli analisti sul tasso di crescita degli utili delle società incluse negli indici azionari dei principali paesi avanzati.

In particolare, il tasso di crescita atteso sull'arco temporale di un anno, degli utili delle imprese incluse nello S&P500 è sceso da +13 per cento circa a dicembre 2010 a +10 per cento a dicembre 2011 (Fig. 54). Nello stesso arco temporale, il tasso di crescita atteso per le società incluse nel Dow Jones EuroStoxx 50 ha subito una flessione, da +14,5 a +9 per cento circa. Per le società comprese nel FtseMib, per le quali si registrava un tasso atteso del 23 per cento all'inizio dell'anno, il tasso di crescita atteso a dicembre 2011 si è attestato al 17 per cento. La dispersione delle previsioni degli analisti finanziari per le società dell'Area euro continua ad attestarsi su livelli nettamente superiori rispetto a quelli rilevati negli Usa.

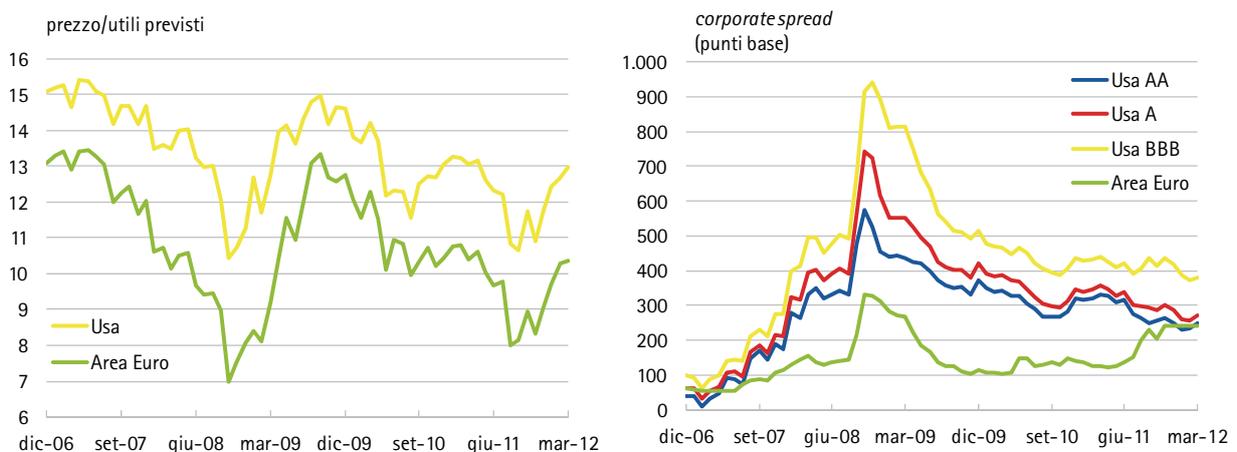
La revisione al ribasso delle previsioni sul tasso di crescita degli utili societari nell'Area euro ha comportato un incremento del rapporto prezzo su utili previsti nella seconda parte dell'anno. Sono rimasti stabili, ovvero sono lievemente calati, gli *spread* delle obbligazioni di società non finanziarie statunitensi con rating *investment grade*, mentre sono saliti quelli relativi ai titoli *corporate* europei (Fig. 55).

Fig. 54 Previsioni degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di 12 mesi
(dati mensili da gennaio 2006 a marzo 2012)



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. 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 EuroStoxx e per l'Italia alle società incluse nell'indice FtseMib.

Fig. 55 Rapporto prezzo/utigli per azione¹ e spread su obbligazioni di società non finanziarie con rating *investment grade*²
(dati mensili da dicembre 2006 a marzo 2012)

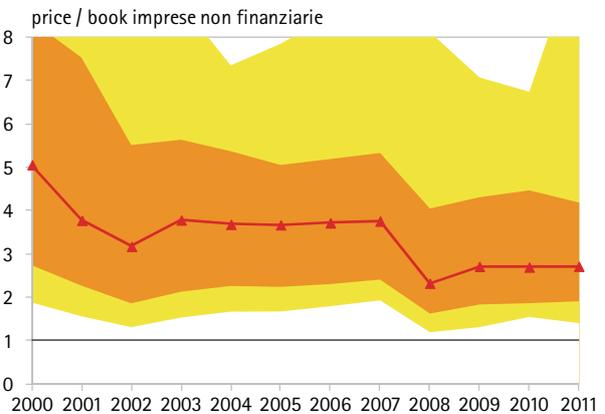
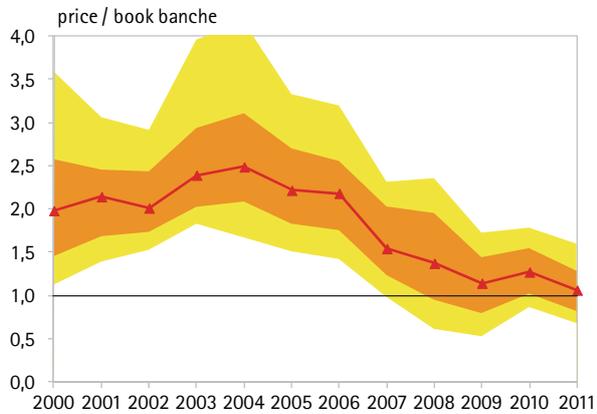


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters, IBES e JP Morgan. ¹Media ponderata (per la capitalizzazione) del rapporto tra i prezzi dei titoli del Dow Jones EuroStoxx e del FtseMib e le previsioni degli utili per azione su un orizzonte temporale di 12 mesi. ²Differenziale (in punti base) fra il rendimento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

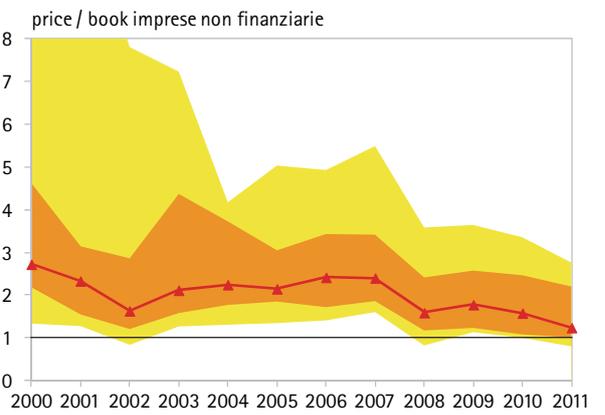
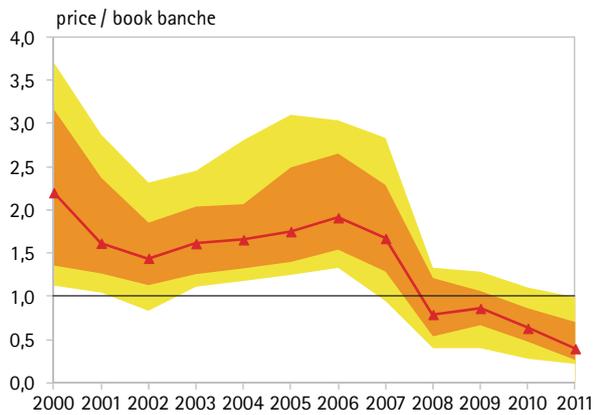
A fronte dell'andamento dei corsi azionari, il moltiplicatore *price to book value* (P/B) del settore bancario ha mostrato un generale peggioramento nel 2011 rispetto al 2010; in particolare si è rilevata una netta sottovalutazione della quasi totalità dei titoli bancari italiani ed europei, con valori del rapporto P/B largamente inferiori all'unità, mentre per i titoli statunitensi la mediana del multiplo si è mantenuta di poco sopra l'unità. Il peggioramento del rapporto tra valore di mercato e valore contabile dei titoli azionari ha interessato anche le imprese del settore non finanziario italiane ed europee; in Italia, in particolare, circa i tre quarti delle principali società industriali hanno registrato un rapporto P/B al di sotto dell'unità (Fig. 56).

Fig. 56 Moltiplicatori di borsa delle imprese quotate

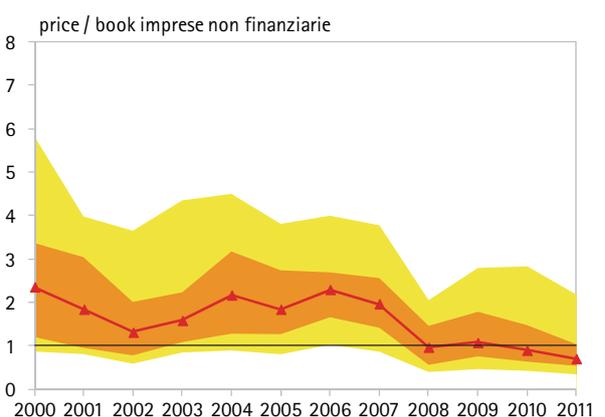
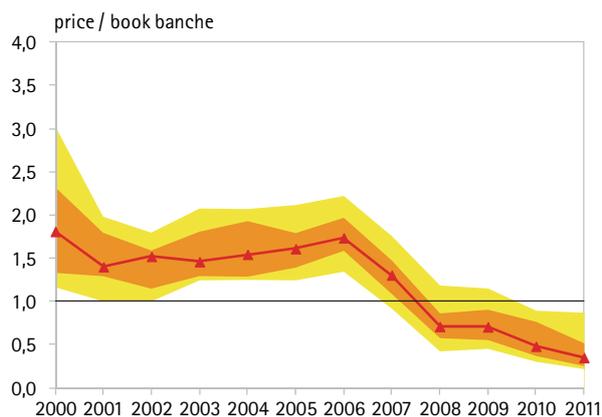
USA



AREA EURO



ITALIA

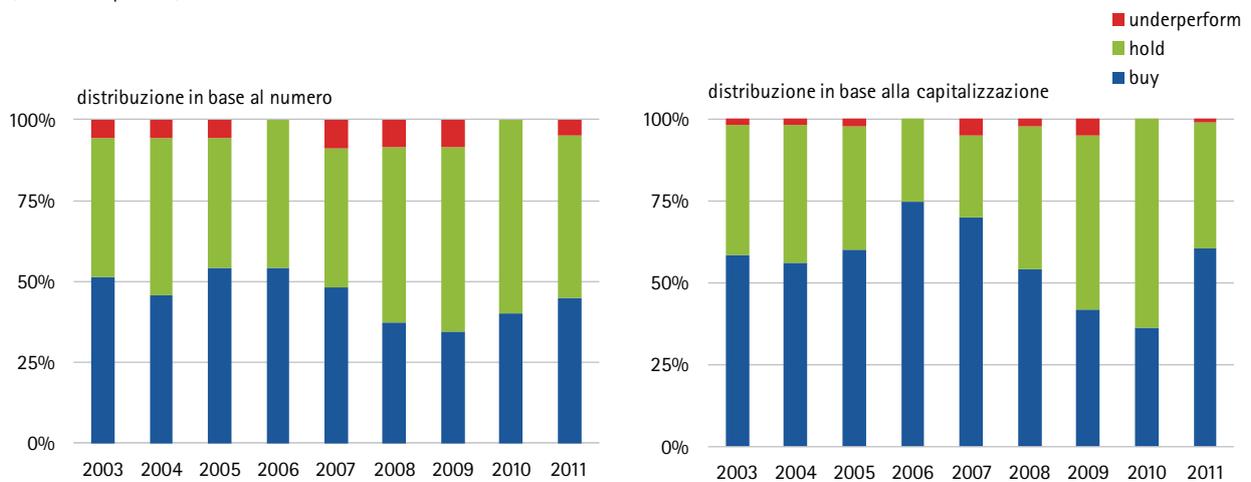


■ range 90°-10° percentile
■ range interquartile
▲ mediana

Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Le banche sono quelle dell'indice S&P 1500 Bank (Usa), Dow Jones EuroStoxx 50 Bank (area euro) e le banche quotate italiane; le imprese non finanziarie sono quelle dell'indice S&P 100 (Usa), Dow Jones EuroStoxx 50 (area euro) e i principali gruppi quotati italiani (campione di cui alla Fig. 26 del capitolo precedente 'Le società quotate').

La distribuzione dei giudizi degli analisti per le società incluse nell'indice azionario italiano a fine 2011 si è caratterizzata per un aumento del peso dei giudizi *buy* rispetto all'anno precedente (dal 40 al 45 per cento); le società cui si riferivano tali giudizi rappresentavano complessivamente il 60 per cento dell'indice (contro il 40 per cento a fine 2010; Fig. 57). Nel corso del 2011, 5 società (uno per cento della capitalizzazione dell'indice) hanno ricevuto il giudizio *underperform*, che nel 2010 non era stato assegnato a nessuna società.

Fig. 57 Distribuzione delle società incluse nell'indice FtseMib per tipologia di giudizio degli analisti
(dati di fine periodo)

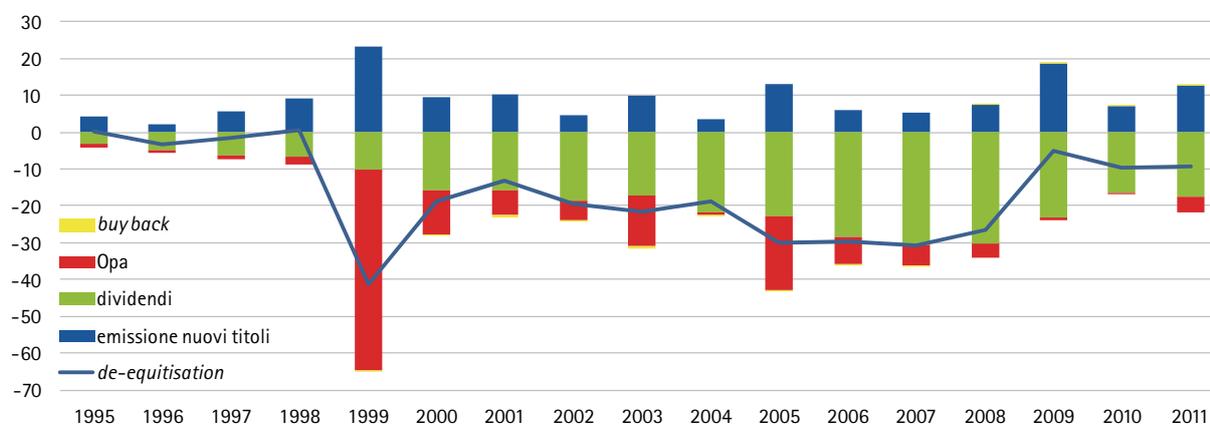


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e IBES. Non sono incluse le società Lottomatica, Parmalat, STMicroelectronic, Terna e Unipol per le quali non sono disponibili serie complete sui dati di *consensus*.

Il basso livello del rapporto P/B, che per le società quotate italiane è tra i peggiori in Europa, ha comportato un aumento del costo del capitale disincentivando le operazioni di aumento di capitale. Per avere successo, infatti, tali operazioni dovrebbero essere effettuate a prezzi tali da incorporare un ulteriore forte sconto rispetto ai corsi azionari già depressi (cosiddetti aumenti fortemente diluitivi). Per effetto della congiuntura negativa, quindi, nel 2011 la differenza fra risorse raccolte tramite aumenti di capitale di rischio e risorse restituite agli azionisti (sotto forma di dividendi, *buy back* e offerte pubbliche di acquisto) continua a essere negativa attestandosi a 10 miliardi di euro. In particolare, nonostante ci sia stato un incremento dell'ammontare di emissioni di nuovi titoli (da 7 miliardi di euro nel 2010 a 12,7 miliardi nel 2011), è cresciuto notevolmente l'ammontare delle offerte pubbliche di acquisto e dei dividendi distribuiti (22 miliardi di euro circa; Fig. 58).

Passando a considerare più in dettaglio la situazione del mercato azionario italiano, nel 2011 si è registrata una riduzione del livello di capitalizzazione delle società domestiche pari a 22 punti percentuali (da 425 miliardi di euro nel 2010 a 332 miliardi nel 2011) e una contrazione del relativo peso sul Pil da poco più del 27 a circa il 21 per cento (Tav. 15).

Fig. 58 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 2011 sono stimati.

Tav. 15 Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa
(valori monetari in miliardi di euro)

	Borsa ¹									Mercato Expandi			Nuovo Mercato			Aim Italia e Mac	
	Capitalizzazione ²	Capitalizzazione ² (% del Pil)	Scambi di titoli azionari ²	N° società quotate (domestiche)	N° società neoquotate (domestiche)	N° società cancellate (domestiche)	Rapporto dividendi - prezzi ³	Rapporto utili - prezzi ³	Capitalizzazione ²	Scambi di titoli azionari ²	N° società quotate (domestiche)	Capitalizzazione ²	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	271	2	11	3,6	6,4	—	—	—	—	—	—	19	0,6	
2011	332	20,6	706	261	1	11	4,8	10,8	—	—	—	—	—	—	24	0,6	

Fonte: Borsa Italiana e Thomson Reuters. ¹ Dal 2005 Mta/Mtax, dal 2010 include anche il Miv. Nel 2009 il Mercato Expandi è stato accorpato a Mta. ² Dati riferiti alle sole società domestiche. ³ Valori in percentuale rilevati a fine anno.

Il numero delle società domestiche quotate in Borsa è diminuito da 271 a 261, a fronte di 11 cancellazioni e una nuova quotazione. Il numero di società quotate sui sistemi multilaterali di negoziazione (*Multilateral trading facilities - Mtf*) Mac e Aim Italia è cresciuto, invece, da 19 a 24.

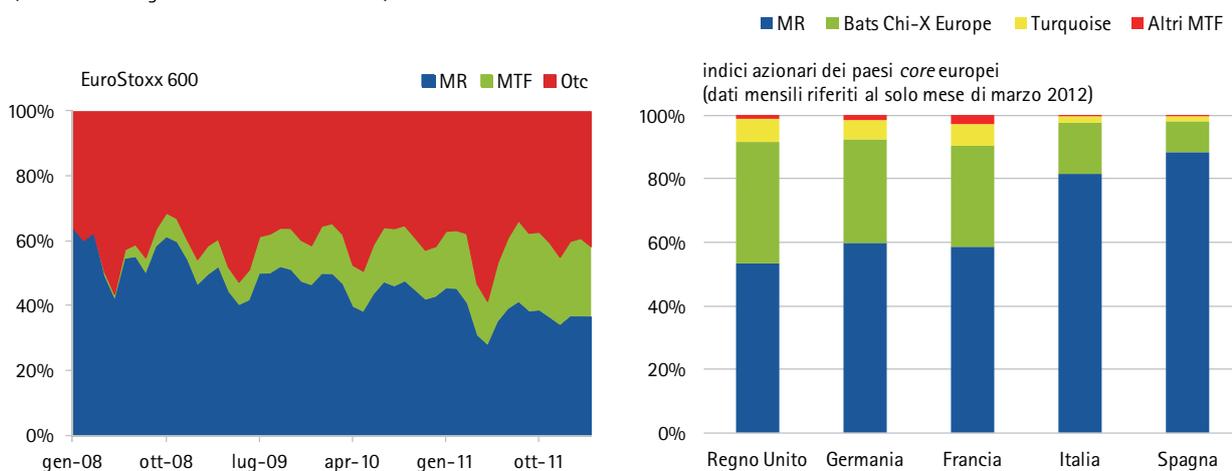
Anche l'ammontare degli scambi è diminuito, passando da 715 a 684 miliardi di euro. Sono aumentati, invece, il rapporto dividendi/prezzi (da 3,6 a 4,8 per cento) e quello utili/prezzi (da 6,4 a 10,8 per cento).

La distribuzione degli scambi riferiti ai titoli azionari europei inclusi nell'indice Stoxx Europe 600 per piattaforma di negoziazione evidenzia una continua e consistente riduzione del peso dei mercati regolamentati rispetto agli Mtf.

La quota di scambi riferibile ai mercati regolamentati è passata dal 64 per cento a gennaio 2008 al 37 per cento a marzo 2012, mentre quella relativa agli Mtf è cresciuta fino ad attestarsi al 22 per cento a marzo 2012 (Fig. 59). Si mantiene stabile intorno al 40 per cento, invece, la quota degli scambi bilaterali *over the counter* (Otc).

Il processo di frammentazione degli scambi azionari continua a manifestarsi con diversa intensità nei paesi europei, risultando maggiore nel Regno Unito, in Germania e Francia e più ridotto in Italia e Spagna. In particolare a marzo 2012 la quota di negoziazioni effettuate sugli Mtf, rispetto agli scambi complessivi su Mtf e mercati regolamentati, è pari al 47 per cento per i titoli inclusi nell'indice azionario inglese Ftse100, al 40 per cento per le società tedesche appartenenti al Dax30 e al 41 per cento circa per le società francesi incluse nel Cac40. Meno rilevanti sono le quote dei volumi delle negoziazioni effettuate sugli Mtf per le società appartenenti al FtseMib e per quelle spagnole incluse nell'Ibex35 (rispettivamente 18,5 e 11,5 per cento; Fig. 59).

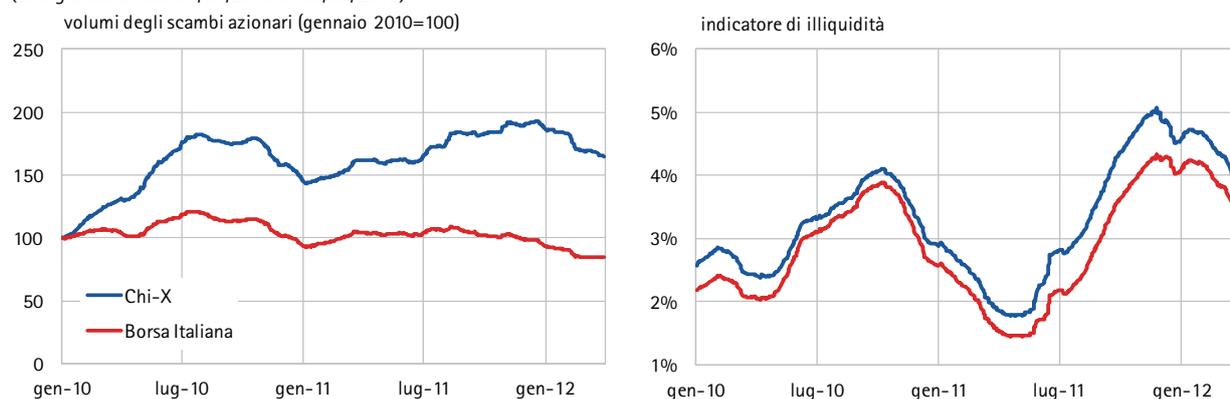
Fig. 59 Frammentazione degli scambi azionari in Europa
(dati mensili da gennaio 2008 a marzo 2012)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. 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 EuroStoxx 600. Nel grafico di destra si riporta la distribuzione del volume degli scambi azionari per *trading venues*; gli indici presi in considerazione sono Ftse100 per Uk, Dax30 per la Germania, Cac40 per la Francia, Ibex35 per la Spagna e FtseMib per l'Italia.

Con riguardo agli scambi relativi a titoli azionari italiani inclusi nel FtseMib, nonostante nel corso del 2011 il volume delle negoziazioni su Chi-X sia sensibilmente aumentato, Borsa Italiana rimane il mercato connotato dal maggior livello di liquidità (Fig. 60).

Fig. 60 Volumi degli scambi azionari e indicatore di illiquidità su Borsa Italiana e Chi-X per le società incluse nel FtseMib
(dati giornalieri dal 01/01/2010 al 30/03/2012)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Fidessa Group plc. Medie mobili su 20 giorni. Il grafico di destra riporta l'andamento del *relative quoted spread* calcolato sui *bid* e sugli *ask* rilevati nella fase di chiusura dei mercati. Un aumento dell'indicatore corrisponde a una riduzione del livello di liquidità.

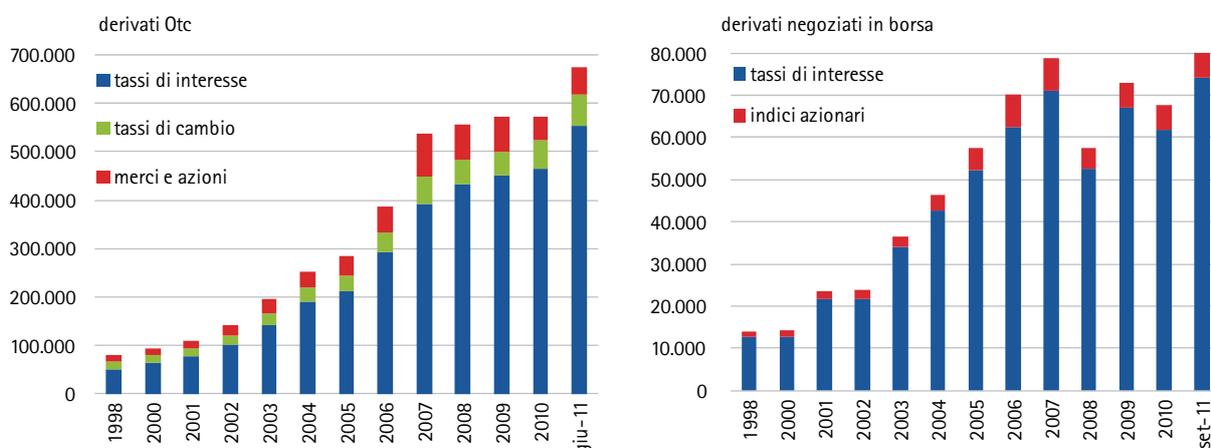
2 Il mercato degli strumenti finanziari derivati

Sulla base delle rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali (Bri) relative alle maggiori economie avanzate, nel primo semestre 2011 il mercato dei derivati ha registrato una forte crescita dopo anni di relativa stabilità. Il valore nozionale dei derivati Otc su strumenti finanziari (tassi di interesse, tassi di cambio, azioni e merci) è cresciuto, infatti, del 18 per cento circa (da circa 571.000 a 675.000 miliardi di dollari Usa tra dicembre 2010 e giugno 2011; Fig. 61). Nel primo semestre 2010, invece, l'ammontare del nozionale complessivo dei derivati Otc aveva subito una riduzione del 3 per cento circa (da 568.500 a 552.500 miliardi di dollari circa).

L'incremento è riferibile soprattutto alla dinamica dei derivati su tassi di interesse (pari all'82 per cento dei derivati Otc su strumenti finanziari) con un valore nozionale aumentato del 19 per cento circa (da 465.000 a 554.000 miliardi di dollari tra dicembre 2010 e giugno 2011). L'ammontare dei derivati su cambi e su altri sottostanti è cresciuto, invece, del 14 per cento circa.

Da dicembre 2010 a settembre 2011 si è registrata una ripresa significativa anche del mercato dei derivati scambiati in borsa (*exchange traded*), in cui il valore nozionale dei contratti è cresciuto del 18 per cento circa (da 68.000 a 80.500 miliardi di dollari tra dicembre 2010 e settembre 2011). Tale aumento è connesso allo sviluppo delle negoziazioni su tassi di interesse (+10 per cento) e indici azionari (+6 per cento).

Fig. 61 Valore nozionale lordo degli strumenti finanziari derivati nelle principali economie avanzate
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)

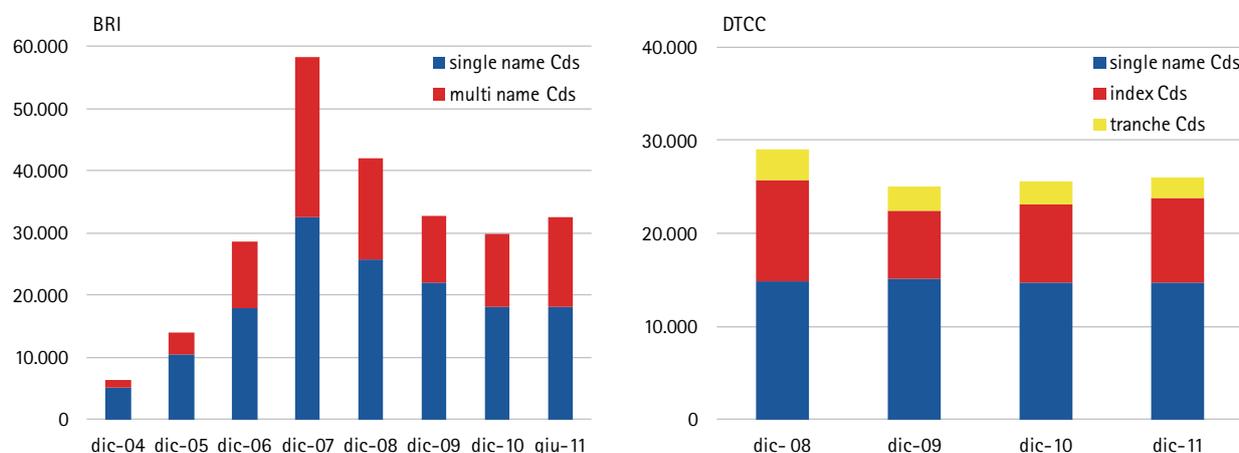


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Secondo le statistiche della Bri, nel primo semestre 2011 anche la dimensione del mercato dei *credit default swap* (Cds) è cresciuta in misura significativa. Il valore nozionale lordo dei Cds, infatti, è passato da 30.000 a 32.500 miliardi di dollari circa tra dicembre 2010 e settembre 2011 (+8,4 per cento circa; Fig. 62). A giugno 2011, il peso dei *Cds single name* (ossia riferiti a un unico debitore) era pari al 56 per cento, in calo rispetto a quanto rilevato a dicembre 2010 (61 per cento).

Sulla base dei dati della *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC), che riporta informazioni in parte differenti da quelle della Bri, l'80 per cento circa dei *multiname* Cds riferiti a più debitori è costituito da *Index Cds* (ossia Cds su un paniere di *reference entities*), mentre la quota rimanente è costituita da *tranche* standardizzate di *Index Cds*.

Fig. 62 Valore nozionale lordo dei *credit default swap*
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)

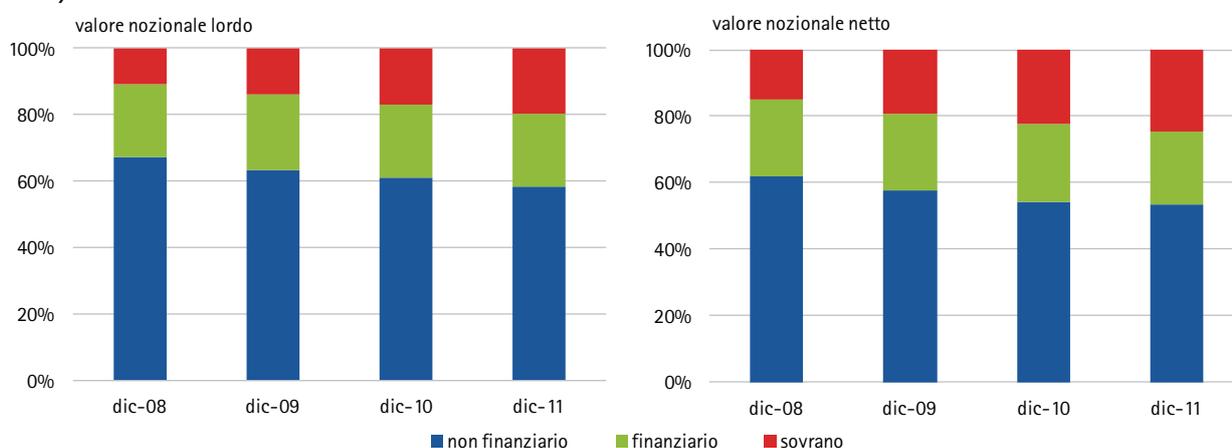


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali ed elaborazioni Consob su dati DTCC.

Dal 2008 al 2011 è cresciuto il peso dei Cds su emittenti sovrani sul mercato complessivo dei Cds, in termini di valore nozionale sia lordo sia netto.

Secondo i dati della DTCC, la quota del valore nozionale lordo riferito ai Cds sovrani è passata dall'11 per cento a dicembre 2008 al 20 per cento circa a dicembre 2011, mentre quella riferita al valore nozionale netto è cresciuta dal 15 al 25 per cento (Fig. 63). Nello stesso periodo è diminuita, invece, la quota percentuale dei Cds *corporate*, dal 67 al 58 per cento circa in termini di valore nozionale lordo e dal 62 al 53 per cento in termini di valore nozionale netto. La quota riferita al settore finanziario, invece, è rimasta stabile intorno al 22 per cento circa.

Fig. 63 Composizione percentuale del valore nozionale dei *credit default swap* per settore di appartenenza della *reference entity*



Fonte: elaborazioni su dati DTCC.

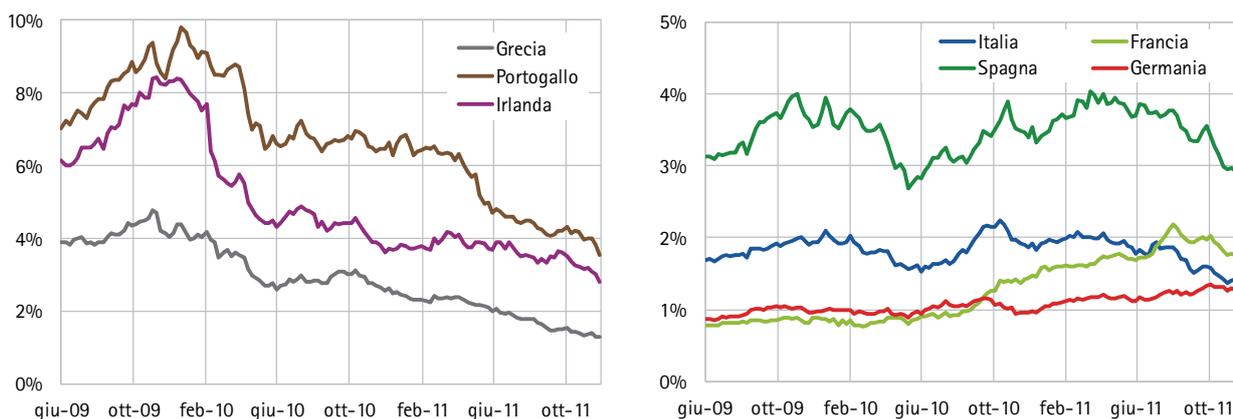
Sebbene la quota dei Cds sovrani sia complessivamente cresciuta, nel 2011 il valore nozionale netto dei Cds in rapporto al debito sottostante è diminuito per i paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano (Fig. 64). In particolare, tale rapporto ha subito una flessione, nel periodo dicembre 2009 – dicembre 2011, dal 4,1 all'1,3 per cento per la Grecia, dal 9,2 al 3,5 per cento per l'Irlanda e dall'8,3 al 2,8 per cento per il Portogallo. Tra gli altri paesi dell'Area euro si registra una diminuzione per Italia e Spagna (rispettivamente da circa il 2 all'1,4 per cento e dal 3,6 a poco meno del 3 per cento) e un lieve aumento per Francia (da meno dell'uno all'1,7 per cento) e Germania (dall'uno all'1,2) anche per effetto dell'incremento dell'ammontare del valore nozionale netto.

Nel primo semestre del 2011 anche il mercato italiano dei derivati *over the counter* ha registrato una ripresa significativa: il valore nozionale lordo complessivo è cresciuto del 13 per cento circa (da poco meno di 10.000 miliardi di dollari circa a dicembre 2010 a poco più di 11.000 miliardi a giugno 2011; Fig. 65).

In linea con quanto rilevato a livello internazionale, è cresciuta soprattutto la dimensione del mercato dei derivati su tassi di interesse (da 8.500 a 9.700 miliardi

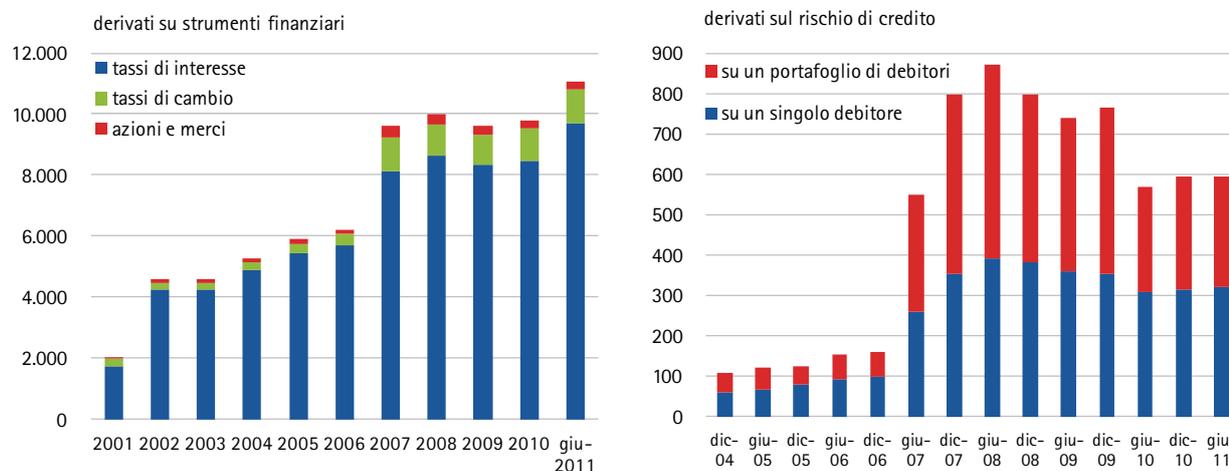
di dollari Usa; +15 per cento circa). Anche il nozionale dei derivati su azioni e merci è cresciuto, anche se in modo più lieve (da 239 a 271 miliardi di dollari Usa; 13,4 per cento). Il valore nozionale lordo dei derivati sul rischio di credito, invece, è rimasto stabile intorno ai 590 miliardi di dollari Usa.

Fig. 64 Rapporto fra valore nozionale netto dei *credit default swap* e debito pubblico per alcuni paesi dell'Area euro
(valori percentuali; dati settimanali da giugno 2009 a dicembre 2011)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali e DTCC.

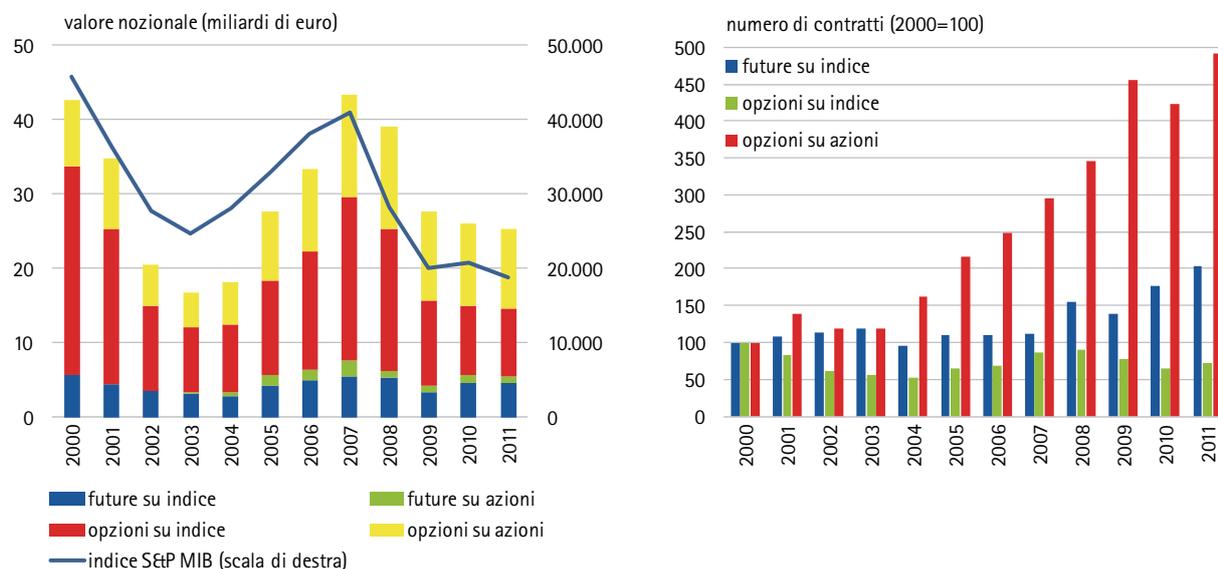
Fig. 65 Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati Otc in Italia
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)



Fonte: Banca d'Italia.

Nel 2011 il valore nozionale dei contratti aperti (cosiddetto *open interest*) sull'Idem (calcolato come media giornaliera) è diminuito del 3 per cento circa (da 26 a 25 miliardi di euro; Fig. 66). In termini di controvalore medio giornaliero, la quota preponderante dei contratti aperti continua a essere costituita da opzioni su azioni, con un valore prossimo al 42 per cento circa.

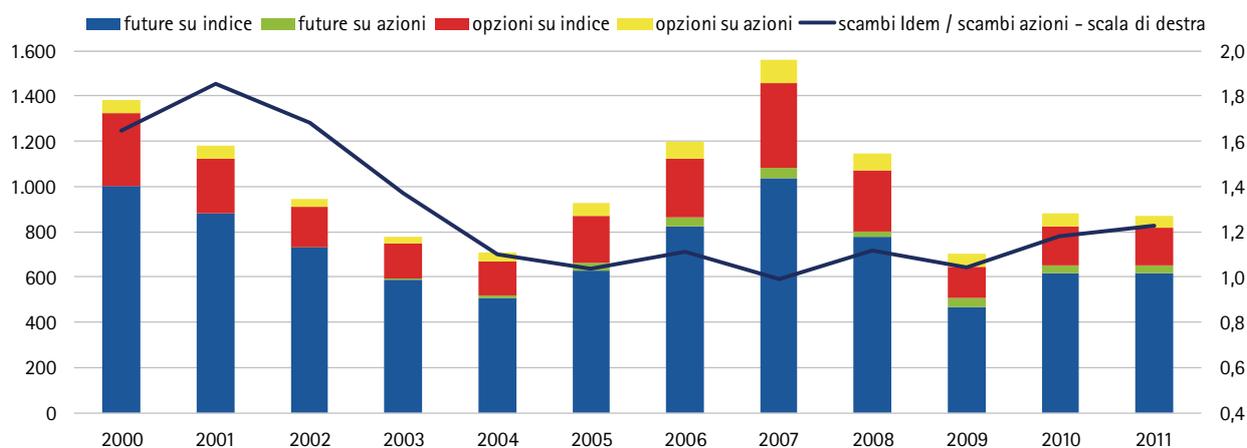
Fig. 66 Valore nozionale e numero delle posizioni aperte in strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem
(valori medi giornalieri)



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 2011 gli scambi su strumenti derivati negoziati sull'Idem rispetto al 2010 sono diminuiti del 2 per cento circa (da 883 a 869 miliardi di euro circa; Fig. 67). Il rapporto fra scambi su derivati e scambi su azioni è rimasto stabile intorno a 1,2. Gli scambi riguardano principalmente i *future* e le opzioni su indice che, in linea con gli anni precedenti, si confermano essere gli strumenti derivati maggiormente negoziati.

Fig. 67 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 degli *exchange traded funds*

Il 2011 ha visto scendere in maniera contenuta il controvalore degli scambi sul SeDeX, il mercato dei *securitised derivatives* gestito da Borsa Italiana sul quale vengono negoziati *covered warrant* e *certificates*.

In particolare è aumentato il numero delle emissioni in essere (+16 per cento) e in maniera più consistente il numero delle nuove emissioni (+36 per cento), ma è cresciuto anche il numero delle emissioni scadute (e degli strumenti revocati su richiesta dell'emittente) nel corso dell'anno (+22 per cento circa; Tav. 16).

Tav. 16 *Covered warrant* e *certificates* quotati sul SeDeX
(valori monetari in miliardi di euro)

	numero di emissioni			controvalore degli scambi
	in essere ¹	nuove ²	scadute ³	
1998	122	122	--	3
1999	1.565	1.660	217	14
2000	3.107	3.343	1.801	31
2001	5.866	8.194	5.435	21
2002	3.571	6.668	8.963	18
2003	2.594	4.749	5.726	11
2004	3.021	4.478	4.051	16
2005	4.076	7.253	6.198	49
2006	4.647	7.572	7.001	70
2007	4.408	7.609	7.848	88
2008	3.192	6.148	7.364	22
2009	3.289	4.029	3.625	10
2010	3.343	3.508	3.454	12
2011	3.880	4.769	4.232	11

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

Come di consueto la quota più rilevante degli strumenti emessi è stata costituita dai *covered warrant plain vanilla*, che rappresentano il 56 per cento del totale, e dagli *investment certificates* (quasi il 29 per cento); mentre ai *leverage certificates* e ai *covered warrant* strutturati/esotici corrisponde complessivamente una quota inferiore al 16 per cento delle emissioni (Tav. 17).

Dall'analisi della cosiddetta *moneyness*, ossia dalla distribuzione dei *covered warrant* sulla base del profitto derivante dall'immediato esercizio dell'opzione, emerge che quasi il 64 per cento dei *covered warrant plain vanilla call* emessi nel 2011 sull'indice S&P/Mib e su azioni italiane è stato emesso con prezzo di esercizio inferiore dell'8 per cento rispetto al prezzo di mercato del sottostante (in tali casi il *covered warrant* è *deep out of the money*). Al momento della scadenza risultava *deep out of the money* il 72 per cento dei *covered warrant call*.

Tav. 17 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 ¹	numero di emissioni	peso sul totale ¹	numero di emissioni	peso sul totale ¹	numero di emissioni	peso sul totale ¹	numero di emissioni	peso sul totale ¹
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
2011	2.176	56,1	92	2,37	511	13,2	1.101	28,4	3.880	100,0

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

Inoltre al momento dell'emissione risultava *deep out of the money* il 67 per cento circa degli strumenti *put* emessi nel 2011, mentre alla scadenza il dato si attestava al 37 per cento (Tav. 18).

Tav. 18 Distribuzione dei *covered warrant* quotati sul SeDeX sulla base del grado di 'moneyness' al momento dell'emissione e della scadenza
(valori in percentuale)

	grado di <i>moneyness</i> ³	
	all'emissione ²	alla scadenza ³
Call		
> 8 per cento (<i>deep out of the money</i>)	63,79	72,04
da 8 per cento a 4 per cento (<i>out of the money</i>)	8,11	5,02
da 4 per cento a 0 (<i>at the money</i>)	7,11	4,64
da 0 a -4 per cento (<i>in the money</i>)	6,58	3,65
< -4 per cento (<i>deep in the money</i>)	14,42	14,67
<i>totale</i>	100,0	100,0
Put		
< -8 per cento (<i>deep out of the money</i>)	66,83	37,24
da -8 per cento a -4 per cento (<i>out of the money</i>)	10,42	5,87
da -4 per cento a 0 (<i>at the money</i>)	7,78	4,55
da 0 a 4 per cento (<i>in the money</i>)	5,39	4,55
> 4 per cento (<i>deep in the money</i>)	9,58	47,80
<i>totale</i>	100,0	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. ¹ Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del *covered warrants*. ² Dati relativi ai *covered warrant plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2011. ³ Dati relativi ai *covered warrant plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2011.

Nel corso degli ultimi anni si è registrata la rapida diffusione, sia in Usa sia in Europa, di una particolare tipologia di fondi comuni che replicano l'andamento di indici di mercato, noti come *exchange traded funds* (Riquadro 5).

Riquadro 5

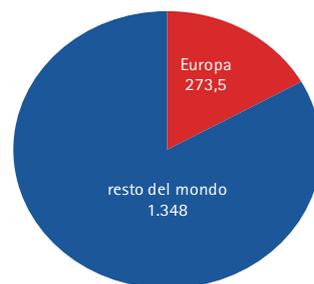
Gli *exchange traded funds*

Gli *exchange traded funds* (Etf) sono fondi comuni quotati in borsa che replicano l'andamento degli indici di mercato. Si tratta di prodotti che forniscono agli investitori gli strumenti di diversificazione del portafoglio tipici dei fondi comuni ma che, al contempo, sono molto liquidi essendo negoziati su mercati regolamentati.

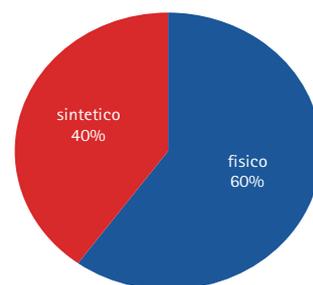
La maggior parte degli Etf sono detti 'fisici' poiché la replica dell'indice viene realizzata tramite l'investimento diretto nei titoli che lo compongono. Negli ultimi anni però hanno cominciato a diffondersi gli Etf 'sintetici', in cui la replica dell'indice viene realizzata attraverso l'utilizzo di derivati. L'innovazione finanziaria e il grado di complessità di tali prodotti è in rapida crescita, tanto che la categoria degli Etf sintetici si è arricchita, negli ultimi anni, di prodotti sempre più strutturati come quelli che utilizzano meccanismi di leva per moltiplicare le *performance* dell'indice di riferimento in modo diretto o inverso (cosiddetti *leveraged Etf* o *inverse Etf*). Si tratta di un fenomeno relativamente modesto ma che risulta in rapida espansione.

Alcune caratteristiche degli Etf (miliardi di dollari Usa)

patrimonio gestito da Etf



metodo di replica degli Etf europei



Fonte: Edhec-Risk Institute.

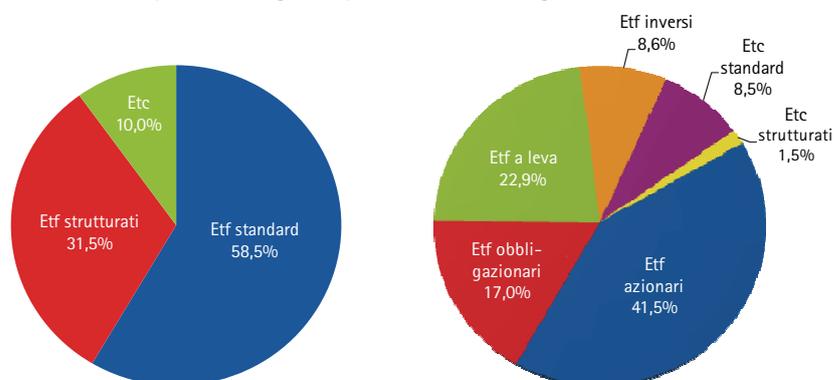
A livello globale il patrimonio gestito dagli Etf a fine novembre 2011 (oltre 1.600 miliardi di dollari di cui 273 riferibili al mercato europeo) rappresenta oltre il 5 per cento del patrimonio complessivo gestito da fondi ma, negli ultimi 10 anni, l'industria degli Etf ha mostrato un tasso di crescita di circa il 40 per cento annuo a fronte di un tasso di crescita dell'industria dei fondi comuni pari ad appena il 5 per cento. In Europa gli Etf che replicano sinteticamente l'indice rappresentano circa il 64 per cento del totale, sebbene in termini di massa gestita pesino sul mercato per il 40 per cento circa. Si stima, inoltre, che circa il 20 per cento di tale patrimonio sia di pertinenza di piccoli investitori.

In Italia il patrimonio gestito da Etf ed *exchange traded commodities* (Etc), fondi che investono in materie prime, ammessi alle negoziazioni sul mercato EtfPlus è passato da 0,5 miliardi di euro nel 2003 a oltre 18 miliardi nel 2011. In termini di volume degli scambi sul mercato italiano gli Etc rappresentano un fenomeno marginale: nel 2009 il 90 per cento del controvalore negoziato sulla piattaforma di Borsa Italiana appositamente dedicata agli *exchange traded products* era riferibile a Etf e solo il restante 10 a Etc. In particolare gli Etf strutturati, ossia quelli che utilizzano derivati per la replica dell'indice, rappresentavano il 31,5 per cento del controvalore totale negoziato.

Patrimonio gestito da Etf ed Etc ammessi alle negoziazioni sul mercato EtfPlus

	ammontare (mld di euro)	variazione percentuale
2003	0,5	--
2004	1,6	220
2005	4,0	150
2006	7,6	90
2007	10,3	36
2008	10,5	2
2009	14,6	39
2010	19,8	36
2011	18,6	-6

Mercato EtfPlus: composizione degli Etf per controvalore negoziato



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Dati al 31.12.2009.

Gli Etf, pur comportando diversi benefici per gli investitori, presentano alcuni profili critici connessi alla complessità e ai rischi crescenti che li caratterizzano. Innovazioni nelle pratiche gestionali e nelle modalità di replica dell'indice hanno determinato, infatti, rischi di controparte e di liquidità la cui intensità, per gli investitori e per il sistema finanziario, non è agevolmente quantificabile a causa della complessità dei prodotti.

Negli Etf fisici il rischio di controparte è dovuto, sostanzialmente, alla diffusa pratica del prestito titoli, tipicamente utilizzato per migliorare la performance del fondo. Negli Etf sintetici, invece, il rischio di controparte è connesso alle garanzie che assistono i derivati utilizzati, che spesso possono risultare inadeguate o viziate da conflitti d'interesse.

Il rischio di liquidità discende dall'eventualità di una rapida e disordinata richiesta di riscatto delle quote degli Etf da parte degli investitori, per effetto ad esempio di shock sistemici, che i gestori degli Etf traslerebbero alle banche controparti dei contratti conclusi ai fini della replica dell'indice. Per le banche coinvolte ciò comporterebbe l'esposizione a rischi di liquidità che hanno natura molto diversa da quelli tipici della raccolta bancaria tradizionale e più difficili da gestire perché legati alla dinamica dell'andamento dei prezzi delle attività finanziarie. Gli Etf comportano quindi un rilevante rischio sistemico poiché determinano un incremento dell'interconnessione tra mercati e intermediari finanziari.

In Italia le negoziazioni di Etf sono state effettuate a partire dal settembre 2002, su un apposito segmento dell'Mta e, a partire dal 2007, sul mercato EtfPlus. Dal 2007 sono stati inoltre introdotti, accanto agli Etf, gli *exchange traded commodities* (Etc), ossia particolari fondi che investono in materie prime. Nel 2011 il numero di Etf quotati su EtfPlus risultava superiore a 500.

Gli Etf e gli Etc ammessi alle negoziazioni sul mercato EtfPlus sono emessi da soggetti non residenti in Italia. Dal 2003 ad oggi il controvalore negoziato è passato da 1,5 a quasi 86 miliardi di euro, mentre il numero di contratti conclusi è passato da circa 54 mila a oltre 3,6 milioni (Tav. 19).

Tav. 19 Exchange traded funds quotati su EtfPlus
(valori monetari in miliardi di euro)

	numero di contratti	controvalore degli scambi
2003	54.219	1,5
2004	133.037	3,2
2005	359.564	8,7
2006	774.066	17,4
2007	1.336.807	31,8
2008	1.415.816	48,1
2009	2.460.748	54,4
2010	3.446.671	78,5
2011	3.626.767	85,8

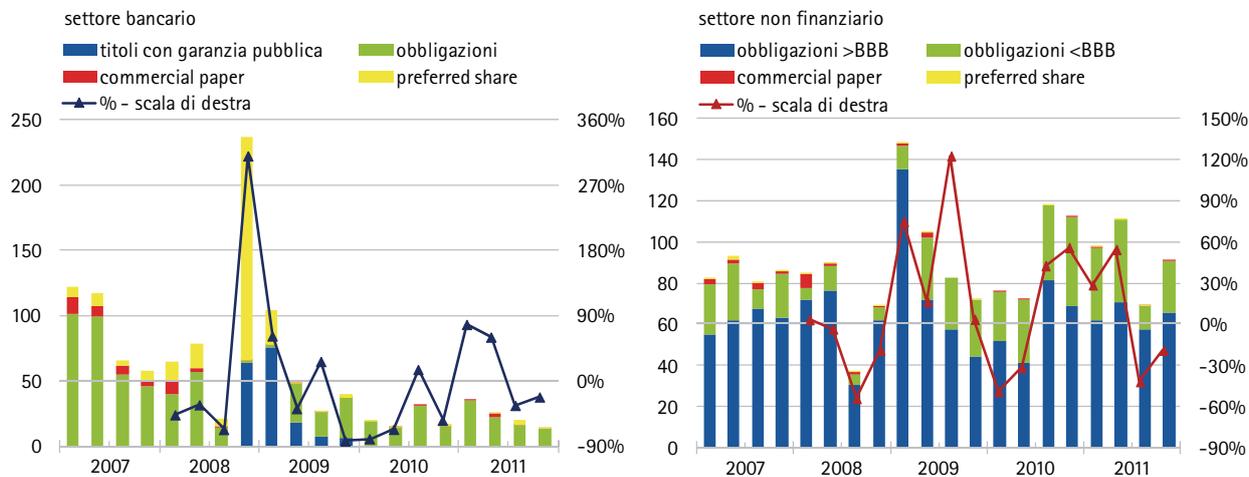
Fonte: Borsa Italiana.

4 Il mercato obbligazionario

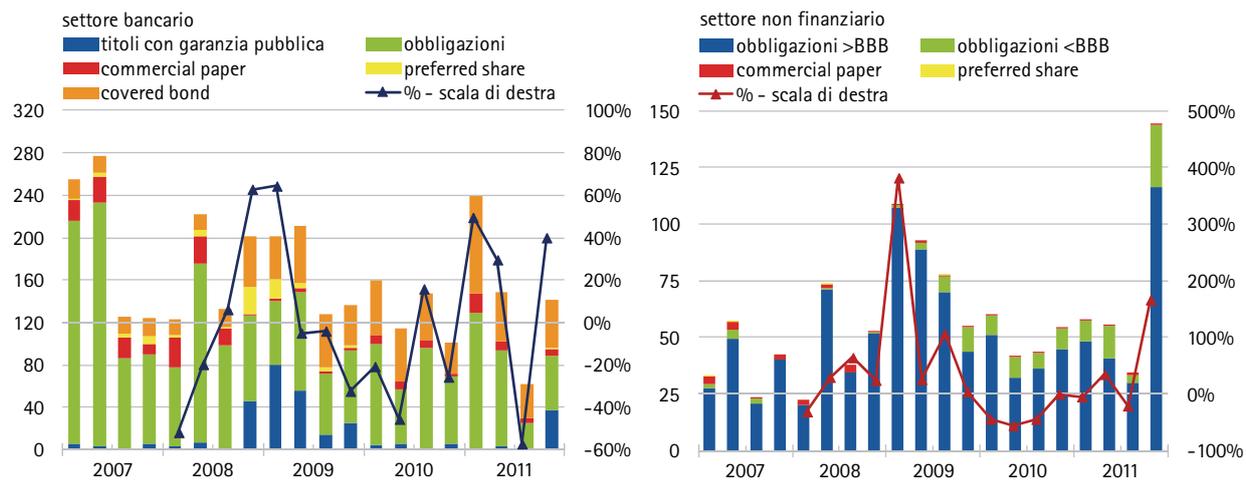
La raccolta obbligazionaria, nel corso del 2011, ha evidenziato un andamento discontinuo. La prima parte dell'anno ha fatto registrare un significativo incremento delle emissioni in tutte le economie avanzate, mentre la seconda parte dell'anno, a seguito delle rinnovate tensioni sui mercati finanziari, si è connotata per un più difficile ricorso al mercato obbligazionario, in particolare per le banche europee (Fig. 68).

Fig. 68 Emissioni lorde di obbligazioni di imprese private
(miliardi di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

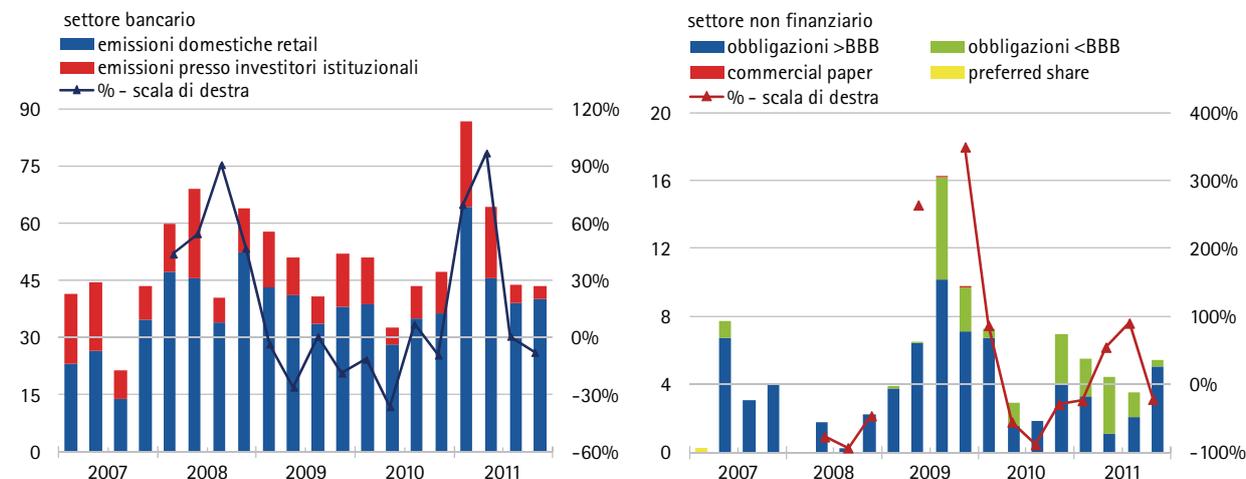
USA



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). I dati per Usa ed Europa si riferiscono ai collocamenti presso investitori istituzionali.

Nel primo trimestre dell'anno l'ammontare di obbligazioni emesse dalle banche in Usa è cresciuto del 70 per cento (portandosi a 35 miliardi rispetto ai 20 dello stesso periodo del 2010), mentre l'incremento delle emissioni delle società non finanziarie è stato più contenuto e pari al 28,6 per cento (da 76 a 97 miliardi). Analogamente, in Europa nel periodo considerato l'ammontare di obbligazioni emesse dal settore bancario è salito del 50 per cento, mentre è rimasto stabile quello relativo alle società non finanziarie. In particolare, in Italia le emissioni delle banche hanno fatto registrare un picco nel primo trimestre (da 51 miliardi nel primo trimestre 2010 a 86 miliardi nel primo trimestre 2011, con un incremento del 74 per cento circa); inoltre, è risultata in forte crescita la quota di obbligazioni bancarie collocate presso investitori istituzionali (circa il 30 per cento del totale delle emissioni rispetto al 13 per cento nel 2010).

Nel secondo trimestre l'ammontare di emissioni bancarie, pur mantenendosi su livelli sostenuti, è apparso in moderato calo in Usa, Europa e Italia. Le emissioni di società non finanziarie hanno invece continuato a registrare una lieve crescita.

Con riferimento al settore bancario, lo scenario è rapidamente mutato nel terzo trimestre dell'anno, a causa della crisi del debito sovrano europeo. In Usa le emissioni di obbligazioni bancarie si sono ridotte del 18 per cento rispetto al trimestre precedente (-34 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2010), mentre in Europa il calo è stato del 58 per cento, sia rispetto al trimestre precedente che rispetto al corrispondente periodo del 2010. In Italia la contrazione della raccolta obbligazionaria delle banche è stata più contenuta (-31 per cento rispetto al trimestre precedente e sostanzialmente stabile rispetto al terzo trimestre del 2010) grazie ai collocamenti presso gli investitori *retail* (ridottisi del 14 per cento rispetto al trimestre precedente ma in aumento dell'11 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2010), mentre si è drasticamente ridotto l'ammontare dei collocamenti presso investitori istituzionali (-74 per cento rispetto al secondo trimestre e -4 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2010). Nel settore non finanziario si è registrato un calo delle emissioni obbligazionarie, sia negli Usa sia in Europa. Con riferimento alle società non finanziarie italiane, nel terzo trimestre del 2011 si è registrato, invece, un incremento di emissioni obbligazionarie con rating speculativo che, nel corrispondente periodo del 2010, erano risultate nulle.

Nel quarto trimestre dell'anno le emissioni obbligazionarie del settore bancario statunitense si sono ulteriormente ridotte rispetto al trimestre precedente. In Europa invece, dopo il crollo del terzo trimestre, si è registrato un picco di emissioni nell'ultima parte dell'anno, anche in seguito all'entrata in vigore in vari paesi di misure di sostegno al sistema creditizio (principalmente nella forma di garanzie pubbliche sulle obbligazioni bancarie, Riquadro 6). Nell'ultimo trimestre, infatti, l'incremento delle emissioni in Europa è dipeso principalmente dalla crescita di emissioni di obbligazioni bancarie garantite dallo Stato (il cui incremento è stato di quasi 8 volte l'ammontare emesso nel quarto trimestre 2010) e di *covered bond* (+57 per cento).

Riquadro 6

Le garanzie pubbliche sulle obbligazioni emesse dalle banche italiane

Il decreto legge del 6 dicembre 2011 n. 201, recante 'Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici', ha autorizzato il Ministero dell'Economia, fino al 30 giugno 2012, a concedere la garanzia dello Stato sulle passività delle banche italiane con scadenza da 3 mesi fino a 5 anni o, a partire dal 1° gennaio 2012, a 7 anni per le obbligazioni bancarie garantite e di emissione successiva alla data del decreto. La concessione della garanzia è effettuata sulla base della valutazione da parte della Banca d'Italia dell'adeguatezza della patrimonializzazione della banca richiedente e della sua capacità di far fronte alle obbligazioni assunte.

La garanzia può essere concessa solo su obbligazioni di banche aventi sede legale in Italia che *i)* siano state emesse successivamente alla data di entrata in vigore del decreto (6 dicembre 2011), *ii)* prevedano il rimborso del capitale in un'unica soluzione a scadenza, *iii)* siano a tasso fisso e denominate in euro, *iv)* rappresentino un debito non subordinato nel rimborso del capitale e nel pagamento degli interessi, *v)* non siano titoli strutturati o prodotti complessi né incorporino una componente derivata.

La manovra contiene, inoltre, alcuni limiti nella concessione di garanzie da parte dello Stato. In particolare non possono essere assistite da garanzia passività computabili nel patrimonio di vigilanza e il volume complessivo di obbligazioni di durata superiore ai 3 anni assistite da garanzia non può eccedere un terzo del valore nominale totale delle obbligazioni emesse dalla banca e garantite dallo Stato. L'ammontare delle garanzie concesse a ogni singola banca è limitato a quanto strettamente necessario a ripristinare la capacità di finanziamento a medio e lungo termine della stessa e non può eccedere il patrimonio di vigilanza, incluso il patrimonio di terzo livello.

A carico delle banche beneficiarie sono previsti, inoltre, specifici oneri per il rilascio della garanzia che variano a seconda della tipologia di obbligazione, della durata e del rischio associato all'emittente.

Più nello specifico, per le obbligazioni di durata pari o superiore a un anno è prevista l'applicazione di una commissione costituita da una parte fissa (0,4 punti percentuali sull'ammontare emesso) e da una parte variabile correlata in maniera diretta con il rischio emittente e in maniera inversa con il rischio sovrano, misurati in base alla media delle quotazioni dei rispettivi Cds a 5 anni nei tre anni precedenti.

Per le obbligazioni di durata inferiore a un anno è prevista l'applicazione di una commissione in cui la parte fissa è più elevata (0,5 punti percentuali sull'ammontare emesso) mentre la parte variabile è legata al rating della banca emittente (0,20 punti percentuali per le banche con rating A+ o A e 0,30 per le banche con rating A- o prive di rating).

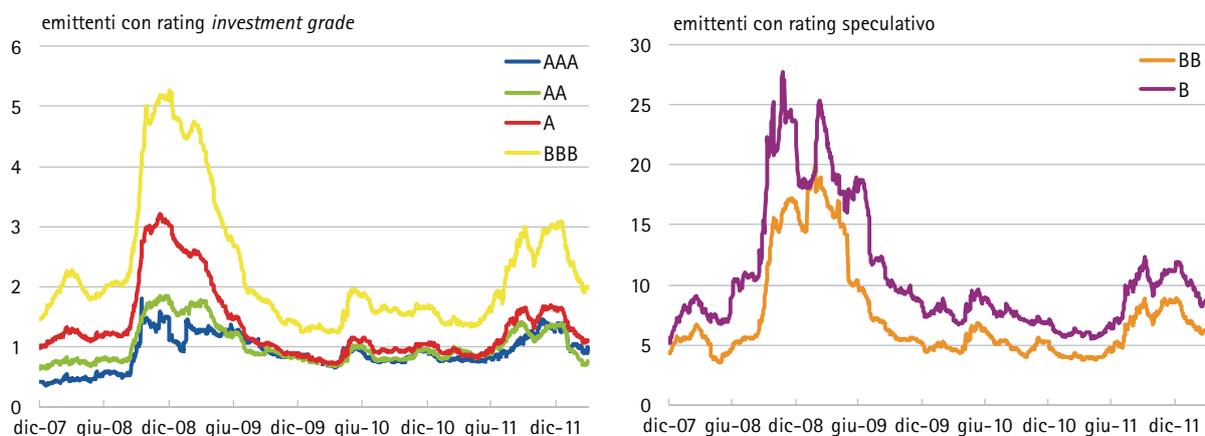
Per le obbligazioni emesse da banche per le quali non sono negoziati contratti di *credit default swap* (Cds) la metrica di rischio viene determinata sulla base degli *spread* dei Cds associati a un campione di banche definito dalla Commissione Europea e appartenenti alla stessa classe di rating, mentre per quelle obbligazioni emesse da banche prive di rating la metrica di rischio viene determinata sulla base degli *spread* dei Cds associati a un campione di banche definito dalla Commissione Europea e appartenenti alla più bassa classe di rating disponibile.

Al 31 gennaio 2012 risultavano emesse obbligazioni bancarie garantite dallo Stato e quotate sul Mot pari a circa 60 miliardi di euro, di cui circa 40 miliardi in scadenza entro il primo trimestre del 2012.

In Europa anche la raccolta obbligazionaria delle società non finanziarie ha mostrato un incremento nel quarto trimestre (oltre il 165 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2010), mentre negli Usa e in Italia è apparsa in diminuzione (rispettivamente del 19 e del 22 per cento).

Gli *spread* delle obbligazioni in euro di società non finanziarie hanno subito un significativo aumento fino a dicembre 2011, quando hanno raggiunto livelli pari a 135 punti base per la fascia di rating AAA-AA, 165 punti base per le imprese con rating A e 298 per le società con rating *BBB* (Fig. 69). A fine 2011, lo *spread* delle imprese con rating speculativo ha subito un incremento ancora più consistente pari a 855 e 1.114 punti base rispettivamente per le imprese con rating BB e B. Da dicembre 2011 a marzo 2012, gli *spread* sono diminuiti in media del 35 per cento per le imprese appartenenti alla fasce di rating *investment grade* e del 24 per cento per le società con rating *speculative grade*.

Fig. 69 Differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni in euro di società non finanziarie e i rendimenti dei titoli di Stato
(dati giornalieri dal 31/12/2007 al 30/03/2012)



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

Il volume degli scambi obbligazionari sui mercati regolamentati italiani è rimasto stabile intorno ai 1.700 miliardi di euro (Tav. 20). In lieve calo sono risultati gli scambi sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts) e sul mercato obbligazionario Mot gestito da Borsa Italiana, passati rispettivamente da 880 a 868 miliardi di euro e da 228 a 204 miliardi.

Tav. 20 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani¹
(miliardi di euro)

	Mts	Bondvision	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot ²	Euro Mot	Tlx ³	altri sistemi multilaterali di negoziazione ⁴	<i>totale</i>
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
2011	868	562	..	204	—	84	25	1743

Fonte: elaborazioni su dati Mts, Borsa Italiana e Tlx. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dal 2005 sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMot. ³ Dal 2010 sistema multilaterale di negoziazione EuroTLX. ⁴ Comprende BondVision Corporate, ExtraMot e Hi-Mtf.

5 Il mercato delle cartolarizzazioni

Nel corso del 2011 le emissioni di cartolarizzazioni di mutui negli Usa hanno continuato a mostrare una dinamica decrescente, in particolare nel terzo e quarto trimestre, attestandosi a fine anno a 323 miliardi di euro dai 400 a fine 2010 (Fig. 70). Le altre cartolarizzazioni si sono invece ridotte di oltre il 30 per cento passando nel periodo considerato da 1.103 a 770 miliardi di euro.

Anche in Europa le cartolarizzazioni di mutui si sono ridotte di circa il 13 per cento, registrando però un forte incremento nell'ultimo trimestre dell'anno. Le emissioni di altre tipologie di cartolarizzazioni sono invece quasi raddoppiate nel 2011 (+93 per cento rispetto al 2010) principalmente per effetto della crescita delle cartolarizzazioni vendute al mercato.

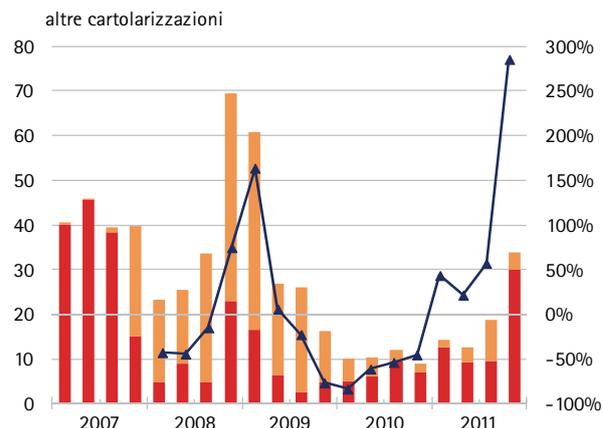
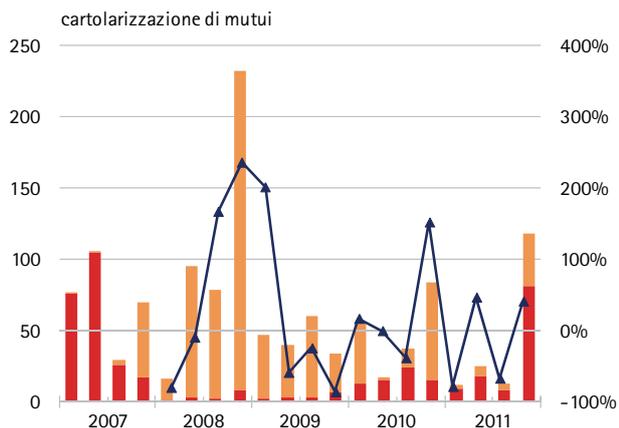
Con riferimento all'Italia, resta scarso l'interesse sia per le cartolarizzazioni collegate ai mutui sia per le altre tipologie di operazioni. Nel corso dell'anno infatti le prime si sono ridotte del 12 per cento (da 2,6 miliardi di euro nel 2010 a 2,3 nel 2011) e le seconde del 13 per cento (da 3,6 a 3,1 miliardi).

Fig. 70 Emissioni lorde di cartolarizzazioni
(miliardi di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

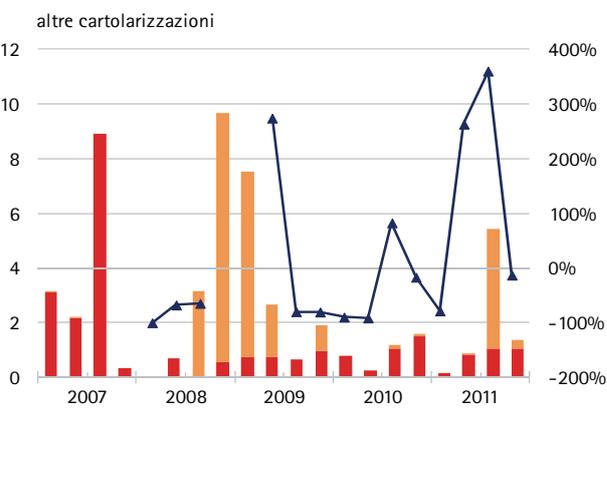
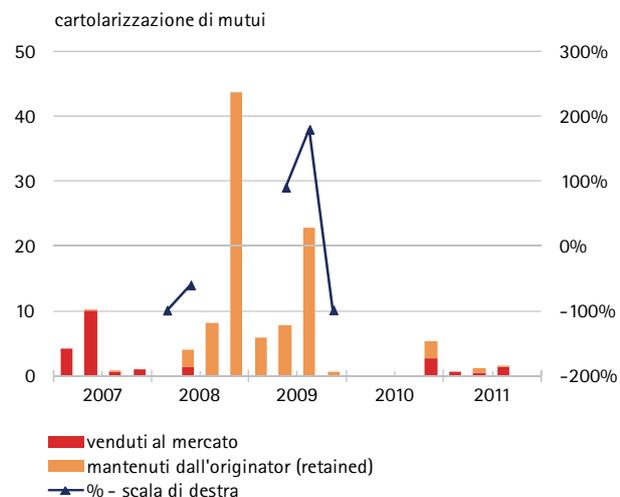
USA



EUROPA



ITALIA

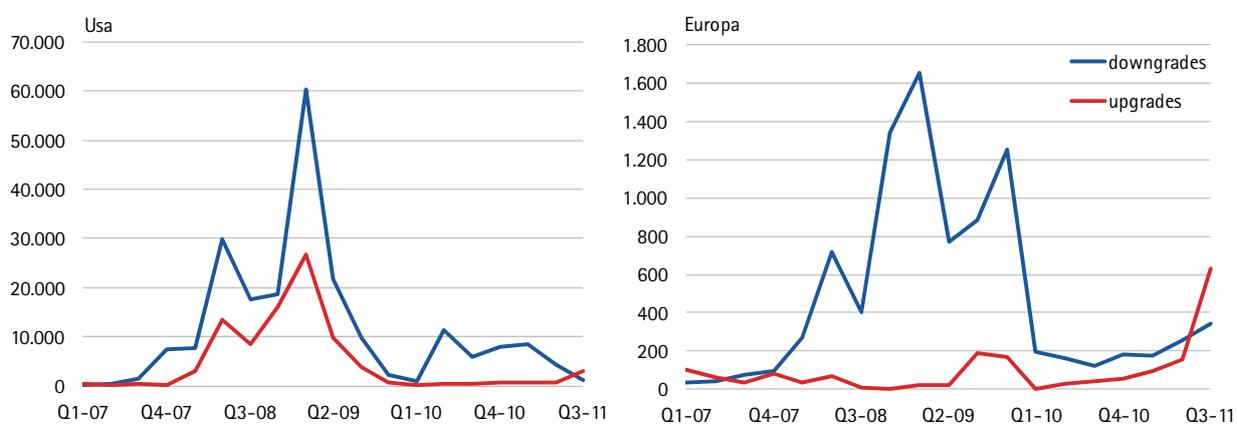


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic. I dati per l'Europa si riferiscono alle società con sede legale in Italia, Francia, Germania, Spagna, Olanda e UK e alle loro controllate (anche se con sede legale in altri paesi).

Nel corso dei primi nove mesi dell'anno, con riguardo ai prodotti strutturati è stato rilevato un significativo aumento delle revisioni al rialzo, in particolare nel terzo trimestre quando esse sono risultate superiori alle revisioni al ribasso sia negli Usa sia in Europa (Fig. 71).

L'incremento del numero complessivo degli *upgrades*, tuttavia, è dovuto soprattutto al forte incremento delle revisioni al rialzo delle *collateral debt obligation* (cdo). Il numero delle revisioni al ribasso nel settore delle cartolarizzazioni su mutui, invece, rimane particolarmente sostenuto sia in Europa sia negli Usa.

Fig. 71 Revisioni di rating dei prodotti strutturati
(dati trimestrali)



Fonte: Moody's.

IV Gli intermediari e le famiglie

1 I principali gruppi bancari

Nel corso del 2011 le banche europee hanno operato in un contesto macroeconomico in rapida evoluzione, con un primo semestre sostanzialmente positivo, segnato da un buon andamento dei mercati finanziari, e un secondo semestre caratterizzato dal repentino deterioramento del quadro economico complessivo, sulla scia dell'amplificarsi della crisi del debito sovrano nell'Area euro.

In ambito europeo le banche italiane sono state particolarmente penalizzate dall'aumento della percezione del rischio sovrano domestico (Riquadro 7), che si è riflesso anche sulla dinamica delle quotazioni dei relativi *credit default swap* (Cds).

Il forte legame tra rischio sovrano e rischio bancario ha avuto un impatto rilevante sulla redditività delle banche italiane. Nei primi sei mesi del 2011, quando si erano registrate complessivamente condizioni più distese nei mercati finanziari, i conti economici dei principali gruppi avevano mostrato segni di ripresa rispetto al corrispondente periodo del 2010. Nel terzo trimestre, invece, le rinnovate tensioni nell'Area euro hanno determinato una contrazione dei margini reddituali degli istituti di credito italiani.

In particolare, il margine di intermediazione relativo ai primi 8 gruppi bancari ha mostrato nel semestre una moderata crescita (+2,1 per cento) derivante principalmente dal buon andamento dei profitti da operazioni finanziarie (+72,9 per cento), a fronte di una sostanziale stabilità del margine di interesse (-0,1 per cento) e di una leggera flessione delle commissioni nette (-1,5 per cento). La moderata riduzione dei costi operativi (-0,6 per cento) accanto alla consistente contrazione delle rettifiche sui crediti (-14,6 per cento) e sulle altre operazioni finanziarie (-15,2 per cento) hanno favorito una buona dinamica dell'utile netto nel periodo (+6,1 per cento; Tav. 21).

Nel terzo trimestre la redditività ha invece mostrato una significativa flessione. Le evidenze che emergono dai dati sui primi nove mesi dell'anno relativamente ai primi 7 gruppi bancari mostrano una contrazione dell'utile netto del 17,7 per cento rispetto allo stesso periodo del 2010, principalmente a causa dell'incremento delle rettifiche su operazioni finanziarie (+467 per cento); risultano in lieve calo, inoltre, il margine di interesse (-0,3 per cento) e le commissioni nette (-0,8 per cento).

Tav. 21 Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani
(milioni di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

	2007	2008	2009	2010	30 giu. 2011	var. % ¹	30 set. 2011 ²	var. % ³
margini di interesse (a)⁴	38.745	45.432	40.331	37.672	18.581	-0,1	25.850	-0,3
commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)	22.021	20.417	18.888	20.174	10.277	-1,5	14.129	-0,8
<i>di cui: da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)</i>	11.596	9.731	7.982	8.603	4.694	-1,5	....	....
negoziante titoli e valute e raccolta ordini	1.745	1.639	1.551	1.499	800	-5,3	....	....
gestioni individuali	1.062	956	691	690	337	8,0	....	....
gestioni collettive	4.444	3.346	2.636	2.837	1.638	2,7	....	....
banca depositaria	347	255	108	118	61	4,7	....	....
custodia titoli	234	125	128	106	44	-39,4	....	....
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	3.442	3.085	2.687	3.146	1.712	-2,5	....	....
consulenza	321	326	182	204	102	-19,4	....	....
<i>da servizi bancari (b.2)⁵</i>	9.677	10.206	10.496	7.239	3.386	-2,6	....	....
<i>altre commissioni nette (b.3)⁶</i>	748	479	410	4.332	2.195	0,3	....	....
profitti/perdite da operazioni finanziarie (c)⁷	2.797	-2.173	3.899	2.562	2.530	72,9	2.201	14,8
altri proventi netti di gestione (d)	1.628	1.337	1.051	958	356	-33,0	166	-47,0
risultato della gestione assicurativa (e)	526	410	468	613	285	-19,7	335	-36,6
margini di intermediazione (f = a+b+c+d+e)	65.718	65.422	64.636	61.979	32.028	2,1	42.345	-0,1
costi operativi (g)⁸	36.235	39.348	37.178	37.130	18.258	-0,6	20.494	-18,7
risultato di gestione (f-g)	29.482	26.074	27.458	24.849	13.770	5,9	21.851	27,2
rettifiche nette su crediti	-5.953	-10.507	-16.358	-13.965	-5.957	-14,6	-8.746	-7,8
rettifiche nette su altre operazioni finanziarie	-482	-2.799	-1.649	-523	-240	-15,2	-1.547	467,5
utile netto⁹	17.947	8.194	6.136	6.524	4.028	6,1	3.838	-17,7

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni intermedie. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. I dati tengono conto anche dei principali gruppi bancari confluiti successivamente nei gruppi esistenti attraverso operazioni di fusione o acquisizione, salvo che per HVB (consolidato in Unicredit a partire dal 1° novembre 2005). ¹ Variazione percentuale del primo semestre del 2011 rispetto al primo semestre del 2010. ² I dati al 30 settembre 2011 non includono il gruppo Bnl. ³ Variazione percentuale dei primi nove mesi del 2011 rispetto ai primi nove del 2010. ⁴ 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. ⁵ 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. ⁶ Commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie. ⁷ 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. ⁸ Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. ⁹ Incluso l'utile di terzi.

Con riferimento alla composizione dei ricavi, è proseguita la contrazione del peso del margine di interesse, che nel primo semestre 2011 si è portato a valori inferiori al 60 per cento; tale andamento riflette la dinamica dei tassi di interesse che, a partire dagli ultimi mesi del 2008 e a fronte della politica monetaria espansiva della Bce, si sono mantenuti su livelli estremamente bassi. Il contributo dei ricavi da intermediazione mobiliare è stato, invece, più marcato, superando nel semestre il 20 per cento dei ricavi complessivi grazie alla maggiore incidenza dei profitti da operazioni finanziarie, favoriti dal buon andamento dei mercati nella prima metà dell'anno (Fig. 72).

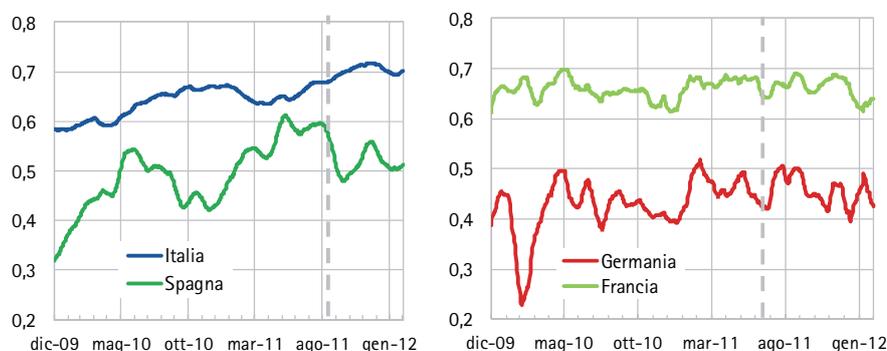
Riquadro 7

La trasmissione del rischio sovrano al settore bancario

Tra luglio e agosto 2011 l'acuirsi della crisi del debito sovrano nell'Area euro e il contagio dai paesi periferici (Irlanda, Grecia e Portogallo) ad altri paesi, primi fra tutti Spagna e Italia, si sono riflessi sulla percezione del rischio di credito degli istituti bancari europei, determinando un aumento significativo delle quotazioni dei relativi *credit default swap* (Cds) e un forte calo dei corsi azionari.

La correlazione fra le quotazioni dei Cds sovrani e le quotazioni dei Cds delle banche consente di rappresentare la trasmissione del rischio sovrano agli istituti di credito e di cogliere le differenze tra paesi.

Correlazione dinamica fra quotazioni dei *credit default swap* sovrani e quelli delle banche (dati giornalieri dal 31/12/2009 al 29/02/2012)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial Datastream. Media mobile su 6 mesi. La correlazione dinamica è stimata tramite il modello di Engle (2002).

In particolare nel corso del 2011 la correlazione ha registrato oscillazioni contenute per le banche tedesche e francesi, riportandosi nei primi mesi del 2012 a valori pari o inferiori a quelli registrati prima di luglio. Viceversa la correlazione tra Cds sovrano e Cds delle banche è aumentata per gli istituti finanziari italiani, mantenendosi a valori superiori a quelli registrati dalla correlazione relativa alle banche spagnole (che a febbraio 2012 si è riportata ai livelli rilevati a metà dell'anno precedente).

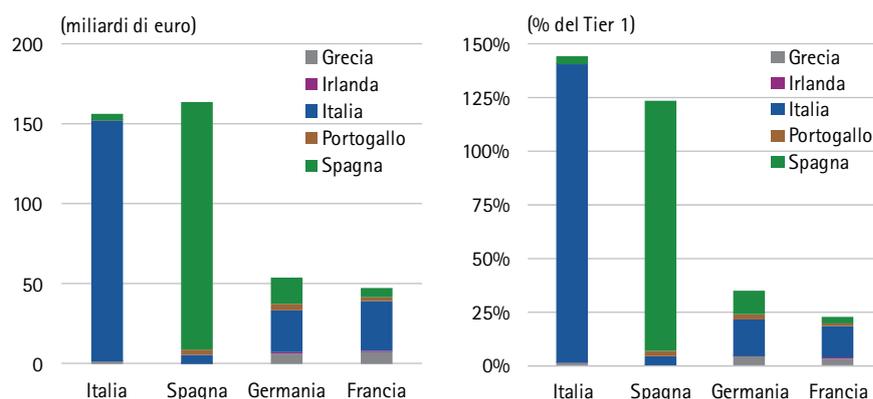
I canali di trasmissione della crisi del debito sovrano alle banche domestiche sono molteplici. Le banche detengono tipicamente quote consistenti di titoli pubblici in portafoglio sia per motivi di investimento sia per utilizzarli come *collateral* nelle operazioni di pronti contro termine (*repo*) con controparti private, centrali o con la Bce. Tensioni sul mercato secondario dei titoli di Stato comportano, quindi, da un lato un deterioramento della qualità degli attivi bancari e, dall'altro, un aumento del costo della raccolta attraverso l'incremento dei margini sulle garanzie nelle operazioni di *repo*. Il merito di credito delle banche, inoltre, viene determinato anche dalla garanzia pubblica implicita che risente dello *standing* creditizio dello Stato di appartenenza.

L'analisi degli investimenti diretti in titoli di Stato evidenzia che gli andamenti di mercato sono sostanzialmente in linea con l'esposizione delle banche al rischio

sovrano domestico. Al 30 settembre 2011 l'esposizione diretta verso il debito pubblico italiano dei gruppi bancari italiani, coinvolti nel piano di ricapitalizzazione della *European Banking Authority* (Eba), si attestava a 151 miliardi di euro (circa il 140 per cento del capitale Tier 1). L'esposizione al debito sovrano degli altri paesi europei in difficoltà (Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo) risultava, invece, molto contenuta e pari a 5,5 miliardi di euro (a fronte dei 28 miliardi ascrivibili alle principali banche tedesche e dei 17 delle banche francesi). Se si considera l'intero debito pubblico dei paesi della Ue, le banche italiane si connotano, quindi, per una moderata esposizione verso il debito pubblico estero (appena 44 miliardi di euro a fronte dei 118 delle banche tedesche e 105 delle banche francesi); ciò vale anche rispetto alle banche spagnole.

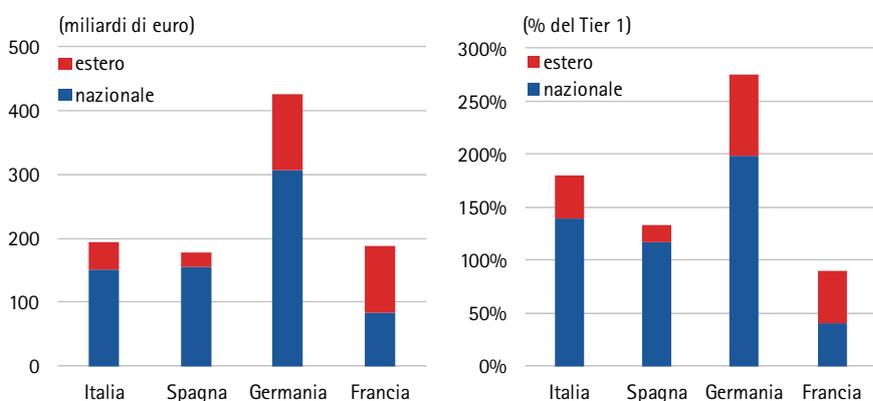
Sebbene sia significativa per tutti gli istituti di credito considerati, l'incidenza delle esposizioni verso il debito pubblico dei paesi Ue sul Tier 1 risulta maggiore per gli istituti tedeschi (275 per cento), seguiti da quelli italiani (180), spagnoli (133) e francesi (89). Per le banche tedesche e francesi del campione Eba, inoltre, l'esposizione al debito pubblico dei paesi con maggiori difficoltà si attesta rispettivamente al 35 e al 23 per cento del Tier 1.

Esposizione diretta netta delle principali banche europee al debito pubblico di alcuni paesi UE (dati al 30 settembre 2011)



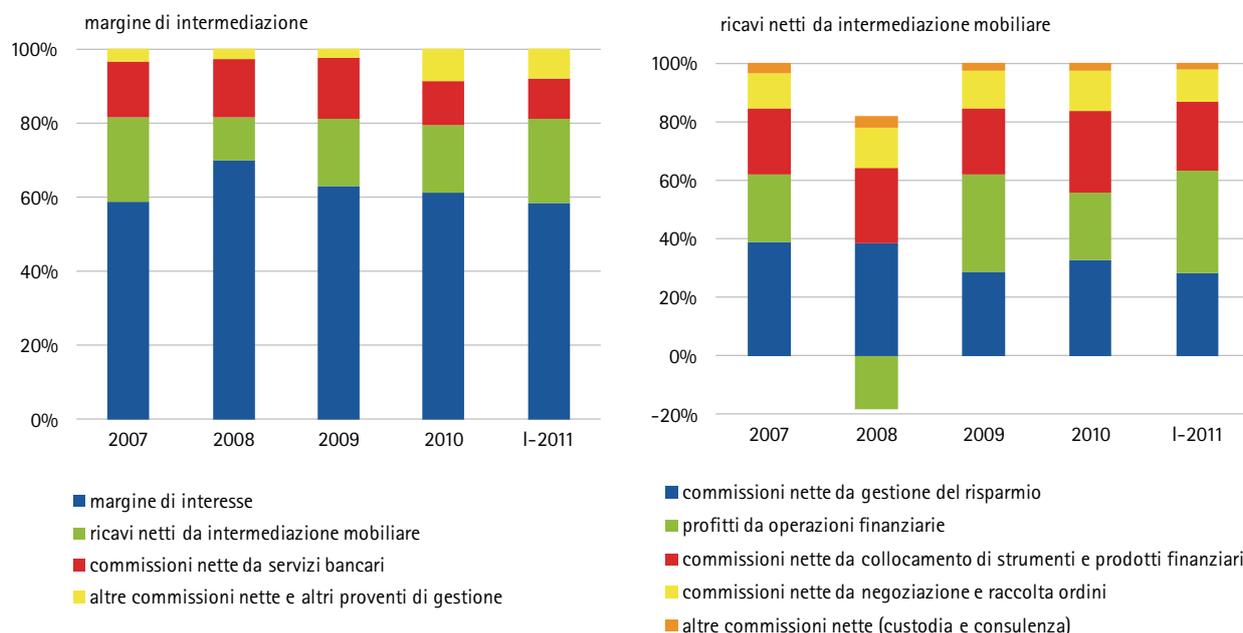
Fonte: elaborazioni su dati Eba, 2011 EU Capital Exercise. Confronta Note metodologiche.

Esposizione diretta netta delle principali banche europee al debito pubblico di tutti i paesi UE



Fonte: elaborazioni su dati Eba, 2011 EU Capital Exercise. Confronta Note metodologiche

Fig. 72 Composizione dei ricavi dei principali gruppi bancari italiani



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

Nel confronto internazionale le banche quotate italiane ed europee evidenziano un significativo peggioramento della redditività rispetto al 2010.

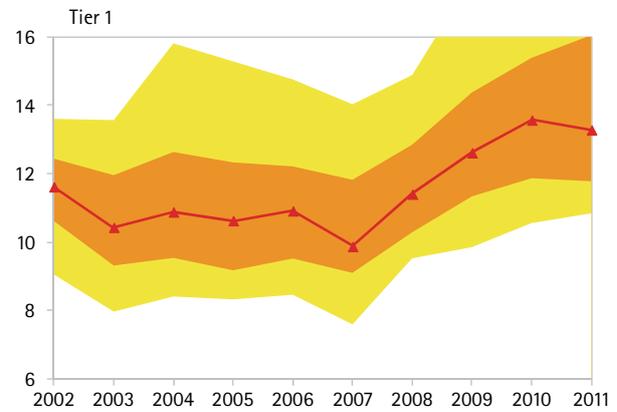
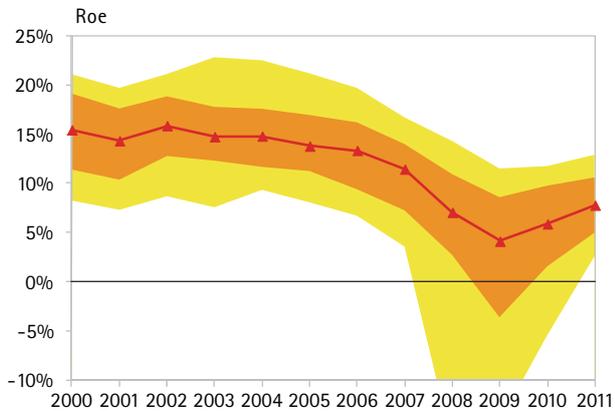
Con riguardo al Roe, circa il 40 per cento degli istituti di credito ha registrato valori negativi nel 2011, mentre il valore mediano risulta in diminuzione rispetto al 2010 sia per le banche italiane (dal 4,5 al 3,8 per cento) sia per quelle dell'Area euro (dal 5,7 al 2,7 per cento) che risentono del significativo calo di redditività registrato dalle banche greche e portoghesi (Fig. 73). Le banche statunitensi, invece, mostrano segnali di miglioramento della redditività nel periodo considerato: circa l'80 per cento ha registrato una crescita del Roe, il cui valore mediano si è portato a livelli prossimi all'8 per cento.

Il coefficiente di Tier 1 delle banche italiane si è attestato nel 2011 su livelli inferiori rispetto a quello degli istituti finanziari europei e statunitensi (con valori mediani pari rispettivamente all'8,8, al 10,7 e al 13,3). Il dato risulta, tuttavia, in decisa crescita, grazie agli aumenti di capitale condotti da diverse banche quotate italiane già dai primi mesi dell'anno. Tali operazioni hanno preceduto la raccomandazione della *European Banking Authority* (Eba) dello scorso 8 dicembre, che ha richiesto alle principali banche italiane un rafforzamento patrimoniale pari complessivamente a 15 miliardi di euro.

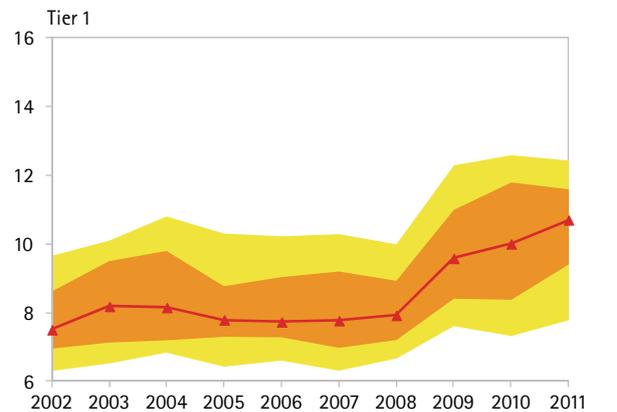
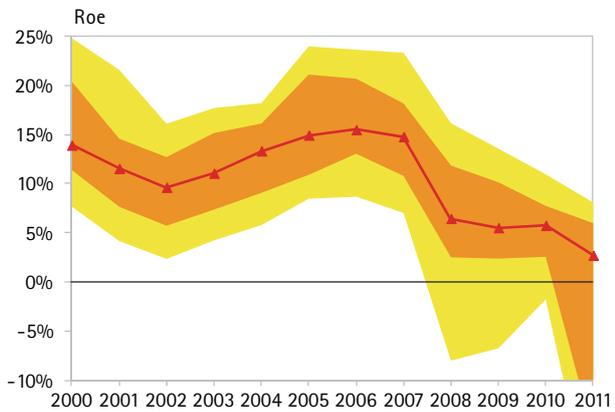
In ambito europeo, gli istituti di credito italiani mostrano alcuni punti di debolezza, relativi alla minore redditività e patrimonializzazione, mitigati tuttavia da una maggiore stabilità dei profitti e una minore leva finanziaria (Riquadro 8).

Fig. 73 Reddittività e patrimonializzazione delle banche quotate

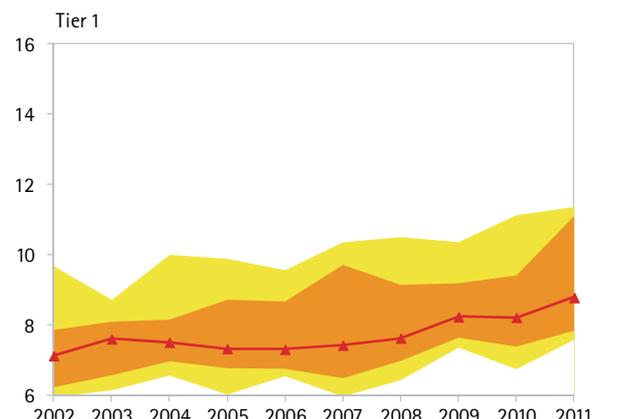
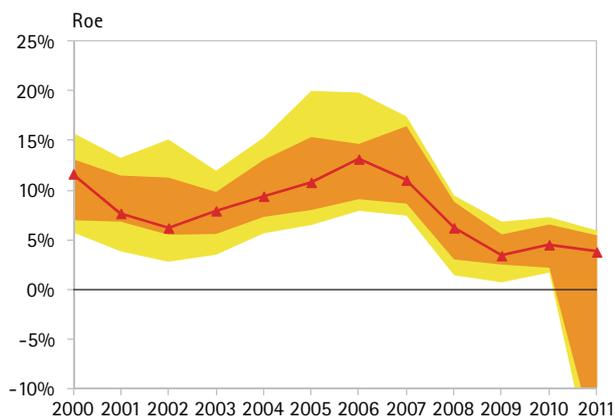
USA



AREA EURO



ITALIA



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

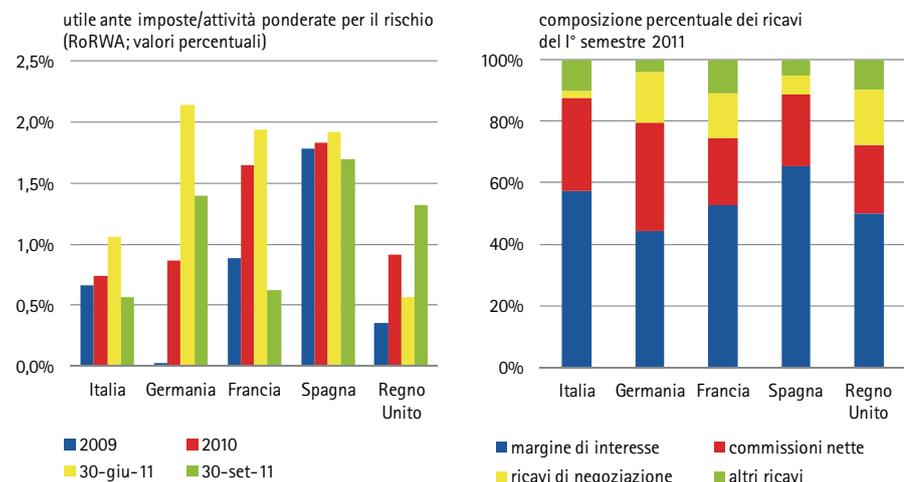
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope per le banche incluse nell'indice S&P 1500 Bank (Usa), Dow Jones Euro Stoxx Bank (area euro) e sulle banche quotate italiane.

Riquadro 8

Redditività e patrimonializzazione dei principali gruppi bancari italiani ed europei

Nel primo semestre dell'anno la redditività delle principali banche italiane, in relazione al grado di rischiosità dell'attivo, si è mantenuta inferiore alla media delle grandi banche dell'Area euro (in particolare di Germania, Francia e Spagna) ma superiore a quella degli istituti inglesi. Le principali banche tedesche, in particolare, hanno evidenziato buone *performance* dopo aver riportato margini contenuti nel biennio 2008-2009. Nel terzo trimestre dell'anno la redditività sulle attività ponderate per il rischio si è ridotta per tutte le banche considerate, ad eccezione delle inglesi, sulla scia del deterioramento del quadro macroeconomico complessivo.

Redditività e composizione dei ricavi dei principali gruppi bancari europei

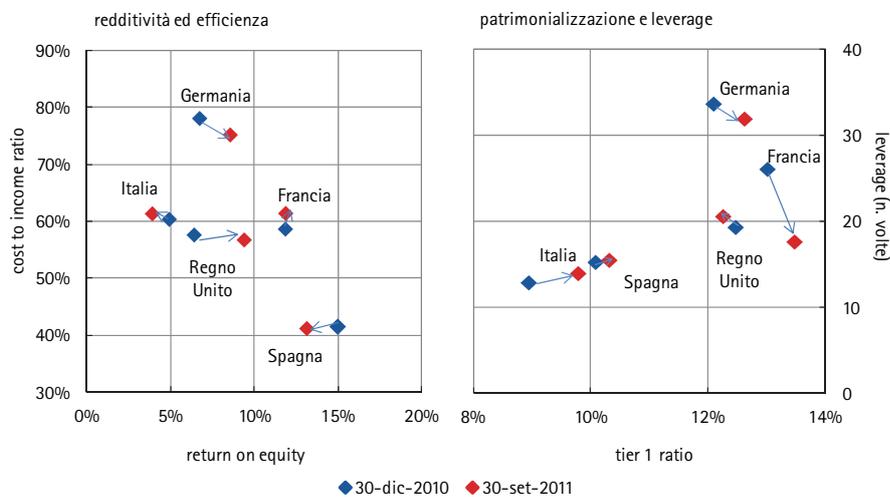


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni intermedie. Dati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

Con riguardo alla composizione dei ricavi dei maggiori gruppi bancari europei, le banche italiane e spagnole si caratterizzano per una struttura molto simile, con una maggiore incidenza sul totale dei ricavi delle componenti più stabili del margine di intermediazione, ossia il margine di interesse e le commissioni nette; le principali banche tedesche, francesi e inglesi registrano un contributo più significativo dei ricavi derivanti dall'attività di negoziazione.

Analizzando la dinamica di redditività ed efficienza delle principali banche dei citati paesi europei, il Roe medio (depurato delle componenti straordinarie) risulta in crescita in Germania e Regno Unito, mentre è rimasto sostanzialmente stabile in Francia e si è ridotto per i principali gruppi spagnoli e italiani. I maggiori gruppi bancari tedeschi hanno mostrato, inoltre, un incremento dell'efficienza operativa con una riduzione del rapporto tra costi operativi e margine di intermediazione (*cost-to-income ratio*).

Redditività e patrimonializzazione dei principali gruppi bancari europei (primo semestre 2011)



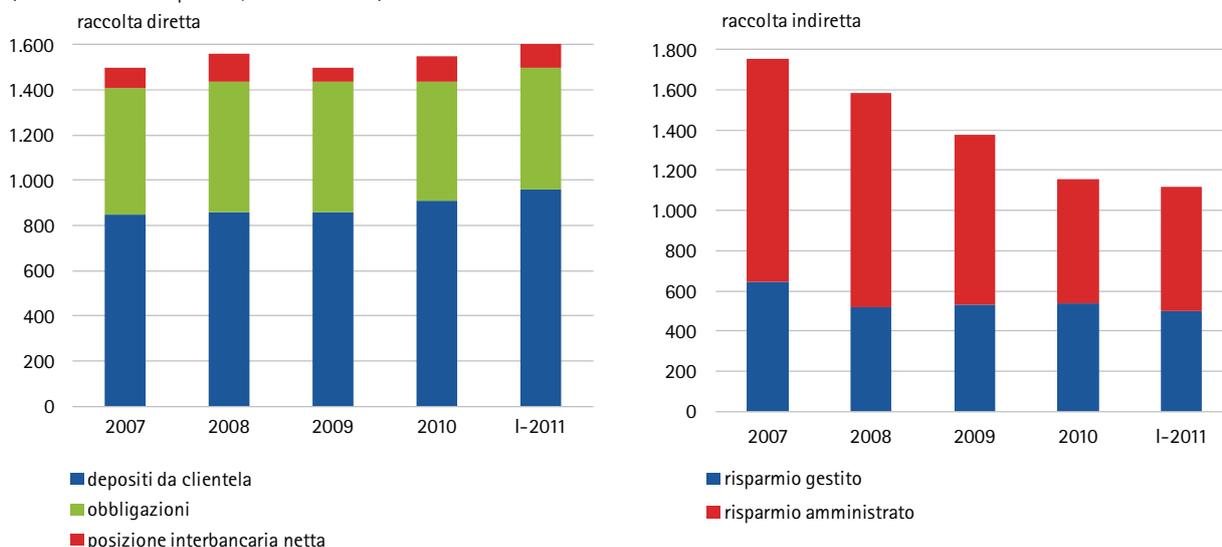
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni intermedie. Confronta Note metodologiche.

Anche il livello di patrimonializzazione dei grandi gruppi bancari europei risulta in crescita in tutti i paesi considerati ad eccezione del Regno Unito. In particolare nei primi 6 mesi del 2011 il Tier 1 medio delle maggiori 5 banche italiane è cresciuto significativamente, portandosi a livelli prossimi al 10 per cento e di poco inferiori a quelli delle grandi banche spagnole; le maggiori banche francesi, inglesi e tedesche evidenziano, invece, un Tier 1 medio superiore al 12 per cento. A fronte di un più basso livello di patrimonializzazione, le banche italiane e spagnole si caratterizzano, tuttavia, per una leva finanziaria più contenuta rispetto ai maggiori gruppi tedeschi e francesi.

Sul fronte del *funding*, i principali istituti italiani hanno mostrato un lieve incremento della raccolta diretta nei primi sei mesi dell'anno, imputabile alla crescita dei depositi da clientela di quasi 54 miliardi di euro (+6 per cento) e della raccolta obbligazionaria di quasi 7 miliardi (+1 per cento), mentre la raccolta interbancaria ha registrato una riduzione (-40 miliardi corrispondenti a una contrazione di 6 punti percentuali; Fig. 74). La raccolta indiretta (risparmio amministrato e gestito) ha subito, invece, una leggera contrazione riconducibile alla componente del risparmio gestito (-7 per cento).

La struttura della raccolta dei principali gruppi bancari italiani si differenzia nel contesto europeo per il peso maggiore della raccolta obbligazionaria (35 per cento, a fronte di valori tra il 25 e il 31 per cento per le banche europee), finanziata in misura preponderante attraverso collocamenti sul mercato domestico destinati agli investitori *retail* (80 per cento circa della raccolta obbligazionaria totale nel biennio 2010-2011).

Fig. 74 Raccolta dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

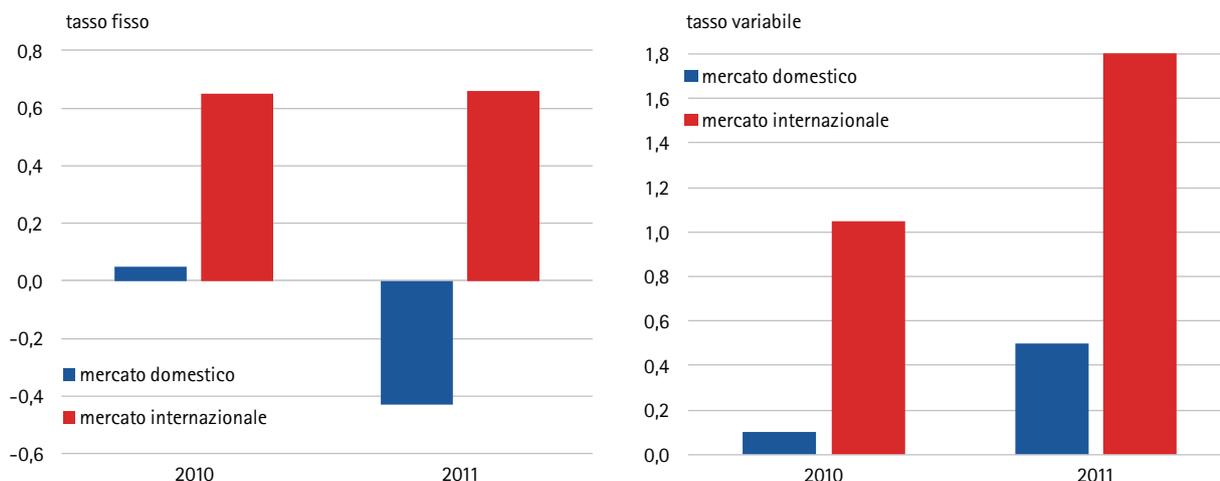


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche. Il risparmio gestito include le riserve tecniche a fronte di prodotti assicurativi e previdenziali di società del gruppo. Nella raccolta diretta sono escluse le passività subordinate e di negoziazione.

I rendimenti offerti agli investitori *retail*, ai quali sono destinati collocamenti domestici, e quelli offerti agli investitori istituzionali continuano a essere sensibilmente diversi. Lo *spread* mediano fra i rendimenti a scadenza delle obbligazioni a tasso fisso e quelle dei Btp con vita residua simile è risultato sostanzialmente pari a zero nel 2010 e negativo di oltre 40 punti base nel 2011 per le emissioni domestiche, mentre nello stesso periodo gli investitori istituzionali hanno beneficiato di un rendimento superiore di oltre 60 punti base rispetto a quello dei Btp (Fig. 75).

Fig. 75 Spread dei rendimenti delle emissioni bancarie domestiche destinate al *retail* e sull'euromercato destinate agli investitori istituzionali

(differenza fra i rendimenti a scadenza delle obbligazioni a tasso fisso rispetto ai Btp e delle obbligazioni a tasso variabile sull'Euribor; valori percentuali)

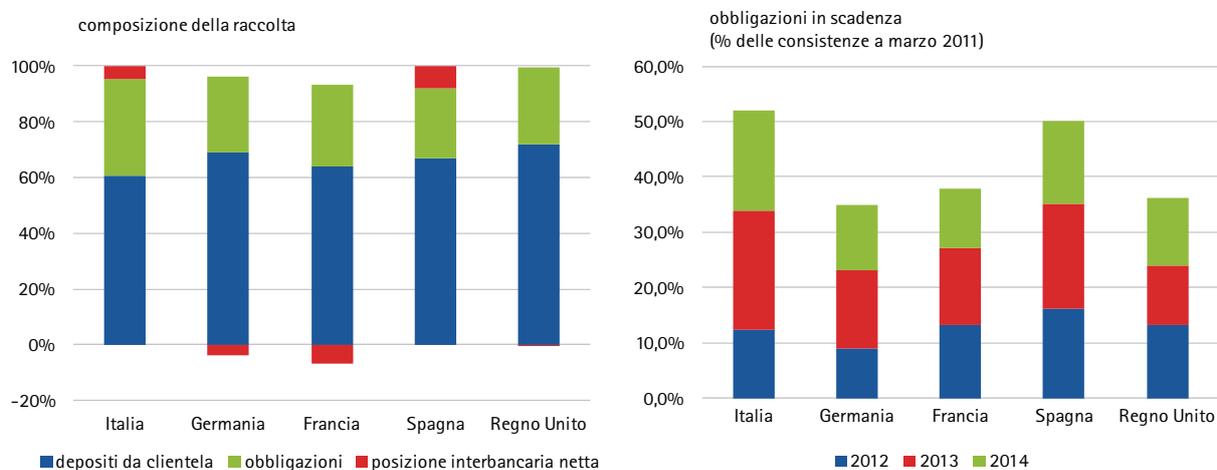


Fonte: elaborazioni su prospetti e condizioni definitive per le offerte agli investitori *retail* e Dealogic per le offerte agli investitori istituzionali. Le obbligazioni a tasso fisso includono i titoli *step up/down*.

Con riferimento alle obbligazioni a tasso variabile, lo *spread* mediano sul tasso Euribor (al quale sono indicizzate tutte le emissioni) offerto agli investitori *retail* si è attestato attorno ai 50 punti base nel 2011 (a fronte di un valore sostanzialmente pari a zero nell'anno precedente); per gli investitori istituzionali il dato si è attestato, invece, a valori significativamente più elevati (rispettivamente 110 e 180 punti base nel 2010 e nel 2011).

La quota di obbligazioni in scadenza entro il 2014 si attesta a valori superiori al 50 per cento del totale delle obbligazioni in circolazione per le maggiori banche italiane e spagnole, a fronte del 40 per cento circa per gli istituti tedeschi, francesi e inglesi (Fig. 76).

Fig. 76 Raccolta diretta dei principali gruppi bancari europei e obbligazioni in scadenza fino al 2014
(consistenze al 30 giugno 2011)



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Dati Bloomberg sulle obbligazioni in scadenza. Confronta Note metodologiche.

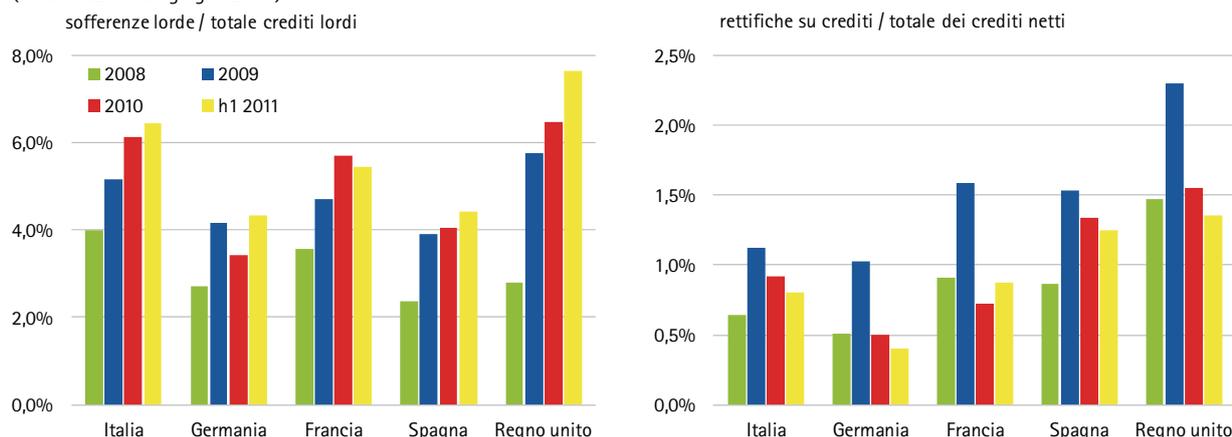
Con particolare riferimento alle banche italiane, i titoli in scadenza entro il 2012 includono le obbligazioni garantite dallo Stato, emesse a partire da dicembre 2011 in seguito all'entrata in vigore di alcune misure di sostegno del sistema creditizio nazionale (Riquadro 'Le garanzie pubbliche sulle obbligazioni emesse dalle banche italiane' nel precedente Capitolo III 'I mercati').

Tali obbligazioni, in buona parte con scadenza a 3 mesi, sono state trattate dalle stesse banche emittenti, come attesta il fatto che esse, benché quotate sul Mot, non hanno mai fatto registrare scambi sul mercato. Le banche hanno preferito utilizzare i titoli assistiti da garanzia pubblica come *collateral* per accedere alle operazioni straordinarie di rifinanziamento a lungo termine della Banca centrale europea, intensificandone l'emissione nei giorni immediatamente precedenti alle due aste di rifinanziamento a 36 mesi effettuate dalla Bce a dicembre 2011 e a febbraio 2012.

Nel primo semestre del 2011 l'incidenza delle sofferenze sul totale dei crediti è risultata in aumento per tutte le principali banche europee, ad eccezione di quelle francesi (Fig. 77).

Per gli istituti italiani l'incidenza media delle sofferenze sui crediti lordi ha superato il 6 per cento nella prima metà del 2011, valore che risulta fra i più elevati in Europa dopo quello relativo alle banche inglesi; il flusso delle rettifiche su crediti delle banche italiane è invece in flessione rispetto al biennio precedente e inferiore a quello registrato dalle banche spagnole e inglesi.

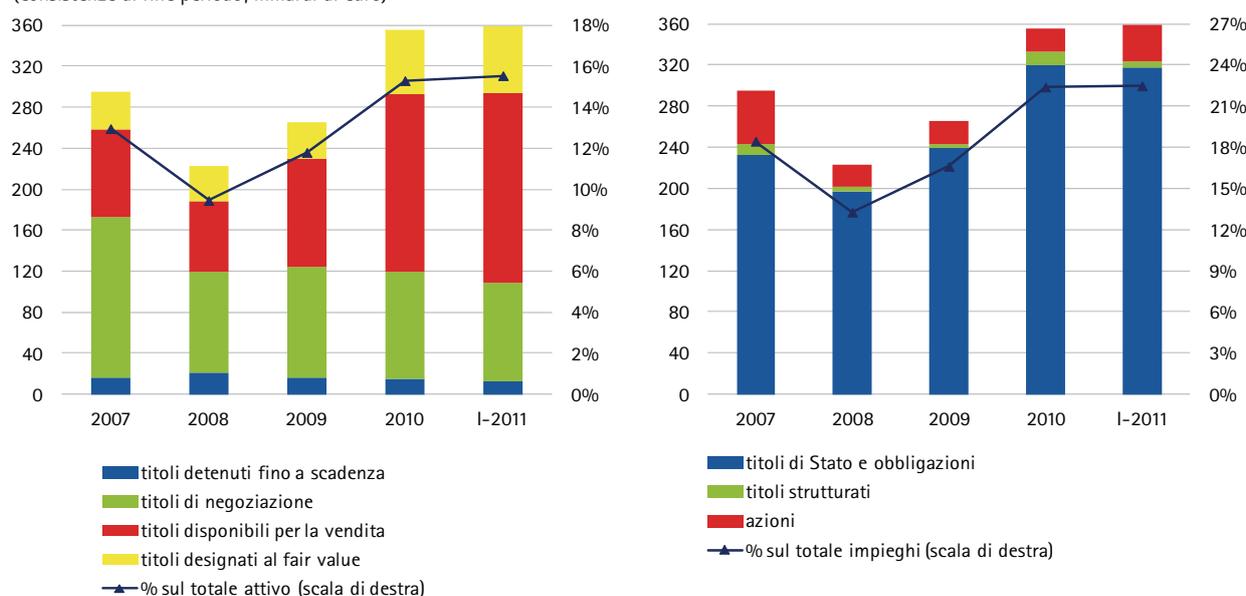
Fig. 77 Qualità del credito dei principali gruppi bancari europei
(consistenze al 30 giugno 2011)



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

Nel corso del primo semestre del 2011 il portafoglio titoli delle principali banche italiane è rimasto sostanzialmente stabile rispetto alla fine dell'anno precedente, sia in valore assoluto (attestandosi attorno a 360 miliardi di euro circa, con un incremento dello 0,8 per cento), sia sul totale dell'attivo (16 per cento; Fig. 78).

Fig. 78 Composizione del portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

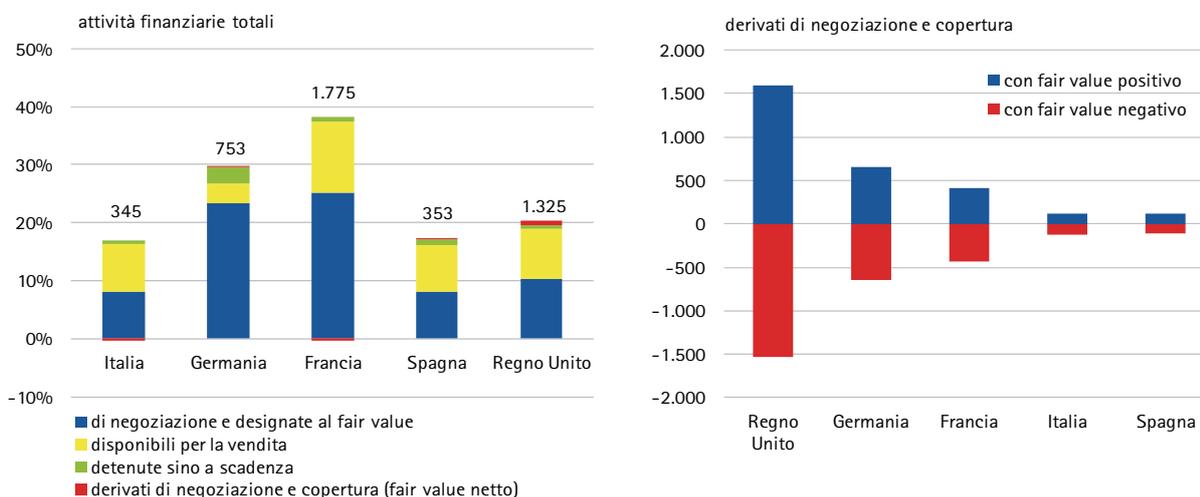


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti) e le attività cedute e non cancellate o deteriorate. Gli Oicr sono ricompresi fra i titoli di Stato e le obbligazioni.

La quota di titoli disponibili per la vendita è ulteriormente aumentata (+6,7 per cento) a fronte di una contrazione della quota di titoli di negoziazione (-8,9 per cento). Per quanto riguarda la composizione del portafoglio, rispetto alla fine del 2010 è calato il peso dei titoli strutturati (-63,9 per cento) mentre è aumentata la quota di azioni (+59 per cento).

Rispetto al totale degli attivi bancari il peso delle attività finanziarie complessive (titoli e attività diverse, quali crediti e finanziamenti) varia in modo significativo tra i principali gruppi europei (Fig. 79). Al 30 giugno 2011 il dato si attesta attorno al 17 per cento per i maggiori istituti italiani e spagnoli, mentre negli altri paesi considerati le banche evidenziano attività finanziarie in portafoglio tra il 20 (Regno Unito) e il 38 per cento (Francia).

Fig. 79 Attività finanziarie e strumenti derivati dei principali gruppi bancari europei
(valori percentuali rispetto al totale attivo; consistenze in miliardi di euro; dati al 30 giugno 2011)



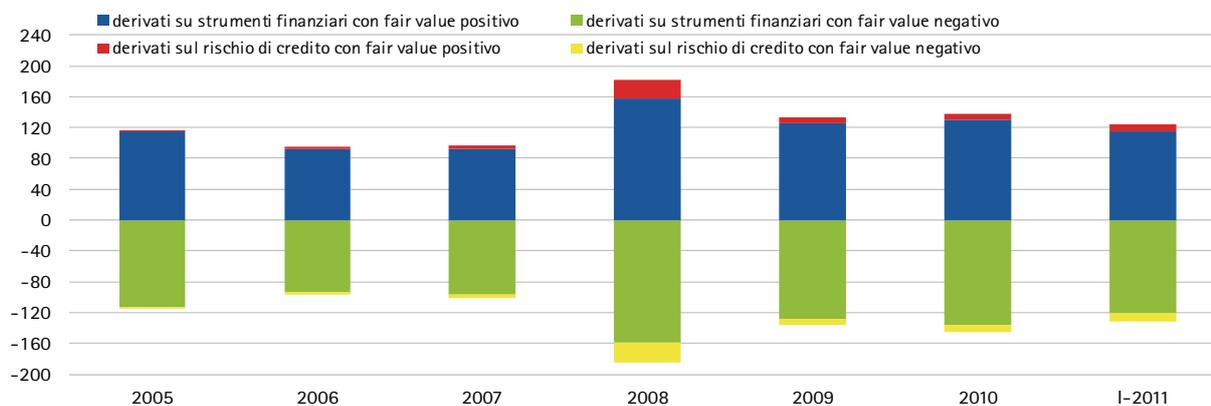
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche.

Con riguardo alla composizione, la quota maggiore (circa l'8 per cento del totale attivo per le banche italiane a fronte di valori superiori al 20 per cento per Germania e Francia) è riferibile alle attività di negoziazione e valutate al *fair value* con imputazione diretta a conto economico delle variazioni di valore intervenute nel periodo (cosiddetto *fair value through profit and loss*). Per i principali gruppi francesi, inoltre, una rilevante porzione del portafoglio è costituita da attività finanziarie disponibili per la vendita (circa il 12 per cento del totale attivo a fronte di valori inferiori al 10 per cento per le banche degli altri paesi europei).

Con riferimento agli strumenti derivati di negoziazione e copertura, il valore di mercato netto (inteso come differenza del *fair value* delle posizioni con valore di mercato positivo e del *fair value* delle posizioni con valore di mercato negativo) risulta negativo per le maggiori banche italiane e francesi, mentre in Germania, Spagna e Regno Unito i principali gruppi bancari mostrano valori positivi. Il valore di mercato lordo dei derivati (inteso come somma in valore assoluto del *fair value* delle posizioni con valore di mercato positivo e del *fair value* delle posizioni con valore di

mercato negativo) in portafoglio delle prime 5 banche italiane risulta contenuto nel contesto europeo.

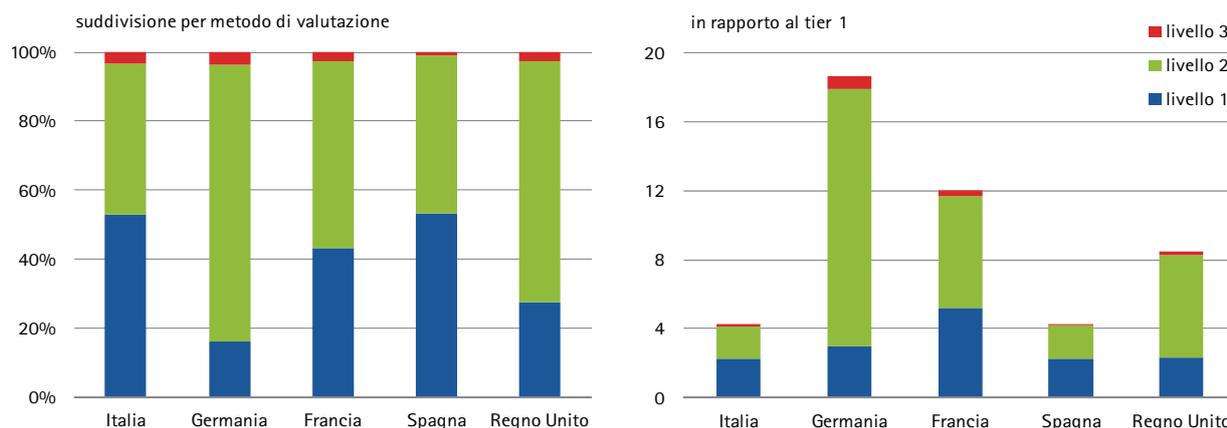
Fig. 80 Valore di mercato (*fair value*) dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani
(dati di fine periodo; miliardi di euro)



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

In particolare nei primi sei mesi del 2011 il valore di mercato lordo degli strumenti derivati di negoziazione delle maggiori banche italiane ha mostrato una leggera contrazione rispetto alla fine del 2010 passando da 364 miliardi di euro a fine 2010 a 283 miliardi al 30 giugno 2011 (Fig. 80). Il valore di mercato netto dei derivati di negoziazione risultava negativo per circa 7,3 miliardi di euro (-4,8 miliardi nel 2010).

Fig. 81 Attività finanziarie al *fair value* dei principali gruppi bancari europei
(consistenze al 30 giugno 2011)



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

Con riferimento ai metodi di valutazione utilizzati per la determinazione del *fair value* da iscrivere in bilancio, il portafoglio di attività finanziarie delle principali banche italiane e spagnole è composto per oltre il 50 per cento da strumenti

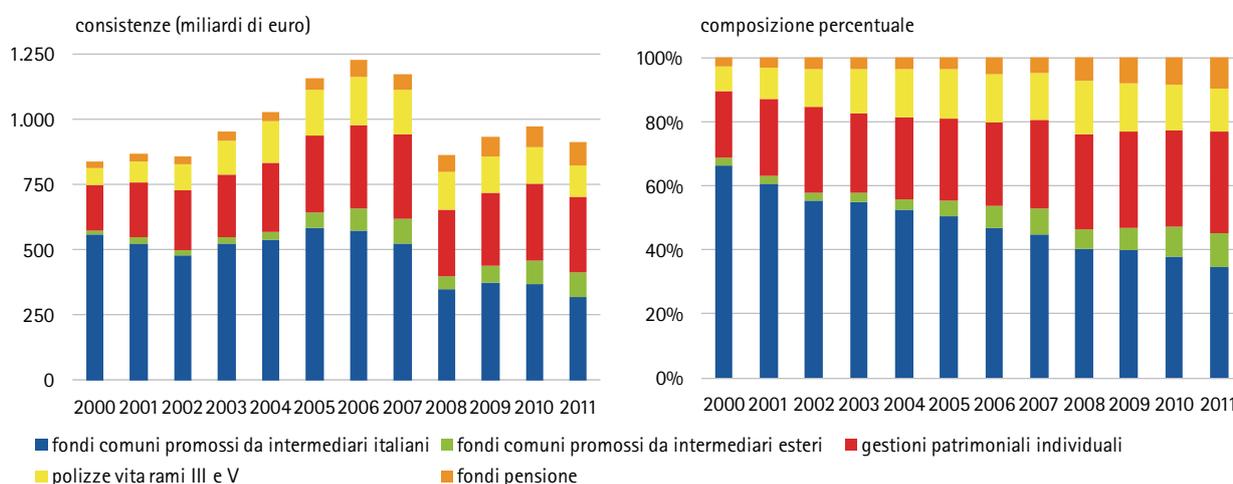
quotati su mercati attivi per i quali il *fair value* è determinato sulla base dei prezzi ufficiali disponibili (livello 1, *mark-to-market approach*) (Fig. 81). Al contrario le banche tedesche e, in minor misura, quelle inglesi e francesi, mostrano una quota consistente di attività finanziarie non quotate su mercati attivi e il cui *fair value* viene determinato, pertanto, sulla base dei prezzi di mercato di strumenti quotati su mercati attivi e aventi caratteristiche simili (livello 2, *comparable approach*), ovvero sulla base di modelli di valutazione interni che non si basano su prezzi di mercato (livello 3, *mark-to-model approach*).

2 I prodotti del risparmio gestito

Nel 2011 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia si è ridotto del 6,5 per cento, passando da 974 a 911 miliardi di euro e portandosi a livelli inferiori rispetto al 2009 (Fig. 82).

Il dato è riferibile principalmente alla contrazione del patrimonio dei fondi comuni promossi da intermediari italiani (-14,5 per cento). Anche il patrimonio collegato a polizze del ramo III e V e quello delle gestioni individuali hanno subito un calo (rispettivamente -12,5 e -1,7 per cento), mentre il patrimonio dei fondi promossi da intermediari esteri e quello dei fondi pensione hanno registrato un incremento pari, rispettivamente, del 7,2 e dell'8,2 per cento.

Fig. 82 Patrimonio dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia

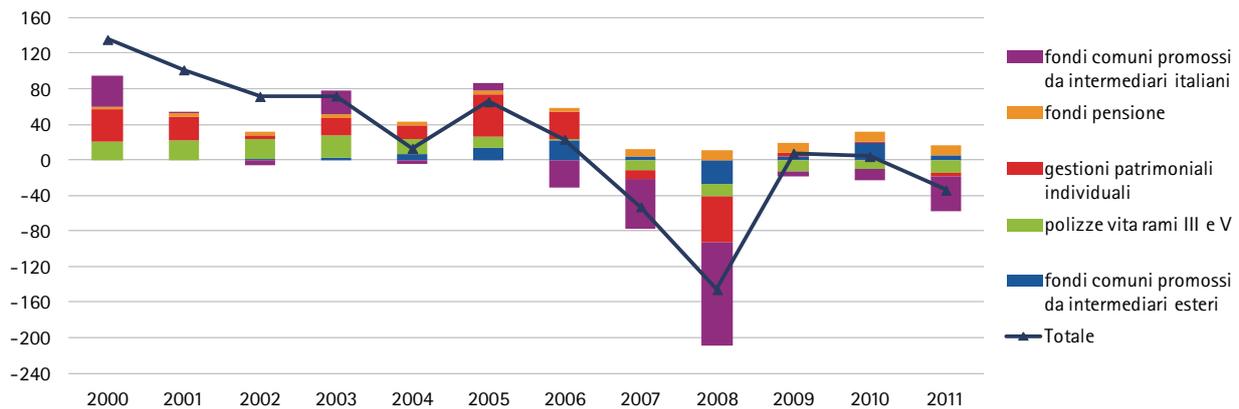


Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. Dati di fine periodo. I dati sui fondi comuni promossi da intermediari italiani (che includono le società di gestione di diritto italiano controllate da intermediari esteri) comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto 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 negativa per 34 miliardi di euro, in particolare per effetto dei consistenti deflussi dai fondi comuni promossi da intermediari italiani (pari a 38

miliardi) e delle polizze vita del ramo III e V (pari a 14 miliardi). Anche la raccolta netta delle gestioni individuali è stata negativa per un ammontare di circa 5 miliardi, mentre i fondi pensione e i fondi comuni promossi da intermediari esteri hanno registrato una raccolta netta positiva per un ammontare pari, rispettivamente, a 11,4 e 5,2 miliardi (Fig. 83).

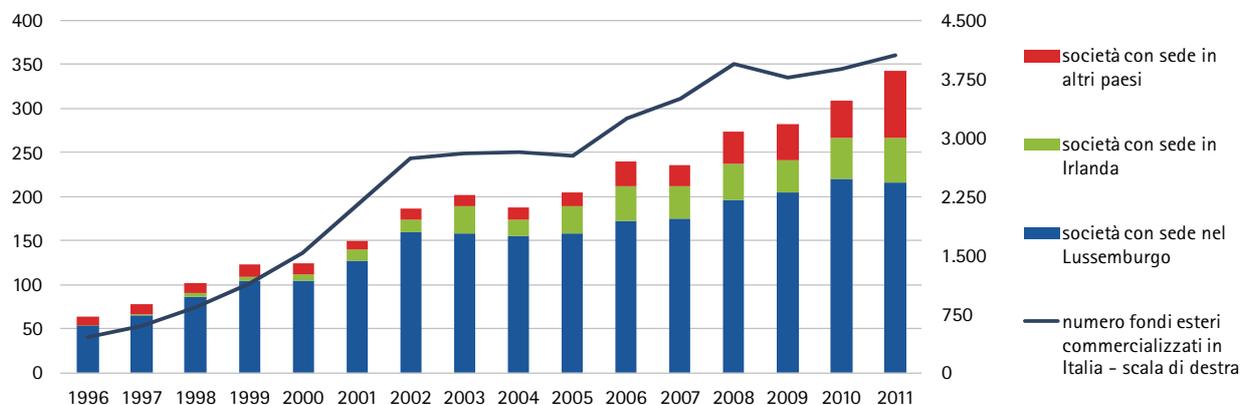
Fig. 83 Raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati provvisori 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. I dati relativi al 2011 sono provvisori.

Il numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia è in aumento da 3.874 nel 2010 a 4.058 nel 2011. In particolare si è ridotto il numero di società lussemburghesi autorizzate alla commercializzazione di fondi in Italia, mentre è aumentato sia il numero delle società irlandesi sia quello di società con sede in altri paesi (Fig. 84).

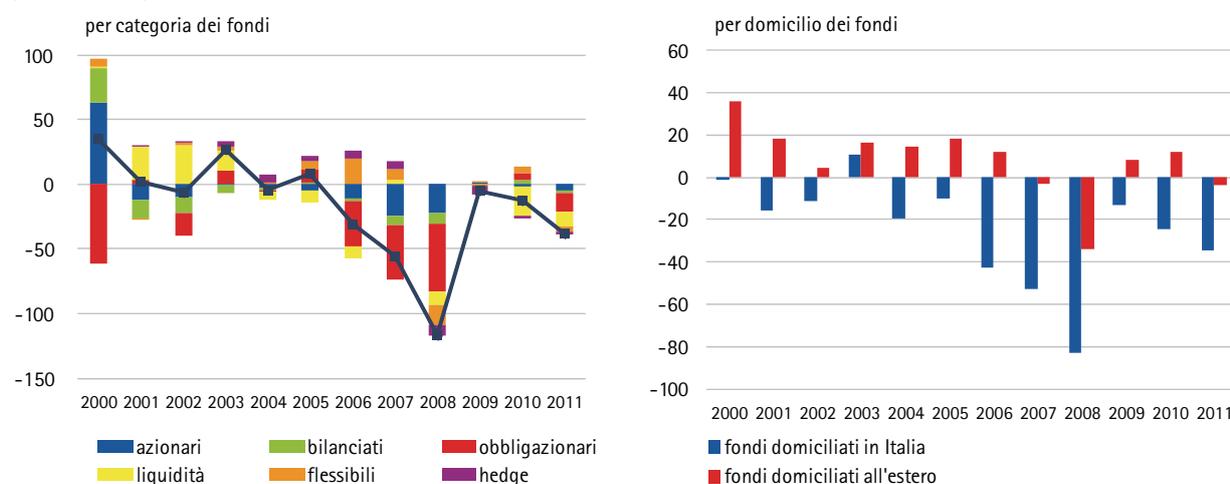
Fig. 84 Numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia e numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi per sede legale



Fonte: prospetti informativi.

I fondi comuni promossi da intermediari italiani, domiciliati sia in Italia che all'estero, hanno registrato deflussi netti pari a circa 39 miliardi di euro (Fig. 85). In particolare i fondi che hanno registrato i deflussi maggiori nel periodo sono stati quelli obbligazionari (-15 miliardi) e di liquidità (-11,4 miliardi). Deflussi più contenuti hanno, invece, riguardato le altre tipologie di fondi, con una riduzione della raccolta di 4,4 miliardi di euro per i fondi azionari, 2 miliardi per quelli bilanciati, 2 miliardi per i fondi speculativi e 3,4 miliardi per i flessibili.

Fig. 85 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.

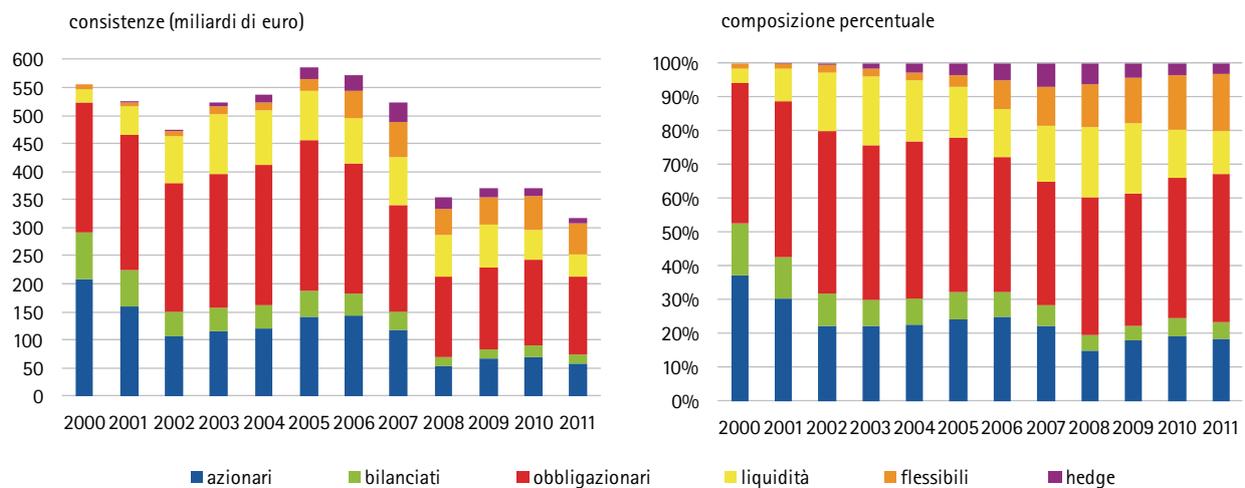
Il patrimonio dei fondi comuni promossi da intermediari italiani ha mostrato un calo del 14,5 per cento nel 2011, pari a oltre 53 miliardi di euro, raggiungendo livelli inferiori rispetto a quelli del 2008 (Fig. 86). Tale contrazione ha riguardato tutte le tipologie di fondi, in particolare quelli obbligazionari (-15,5 miliardi), di liquidità (-13,7 miliardi) e azionari (-12,4 miliardi).

Con riferimento alla composizione percentuale del patrimonio dei fondi promossi da intermediari italiani, è cresciuto il peso dei fondi obbligazionari (dal 41,6 del 2010 al 43,7 per cento del 2011) e di quelli flessibili (da 16,1 a 17,2 per cento) mentre si è ridotto il peso dei fondi azionari (da 19 a 18,3 per cento) e di quelli di liquidità (da 14,4 a 12,6 per cento). Resta sostanzialmente stabile, invece, la quota dei fondi *hedge* e di quelli bilanciati.

Nel 2011 si è modificata la composizione del portafoglio dei fondi comuni aperti di diritto italiano con un calo del 5 per cento della quota di titoli di Stato (che passa dal 47 per cento del patrimonio gestito nel 2010 al 43 nel 2011) e un incremento della quota di obbligazioni italiane ed estere (rispettivamente dell'1 e del 3 per cento) mentre la quota di investimenti in

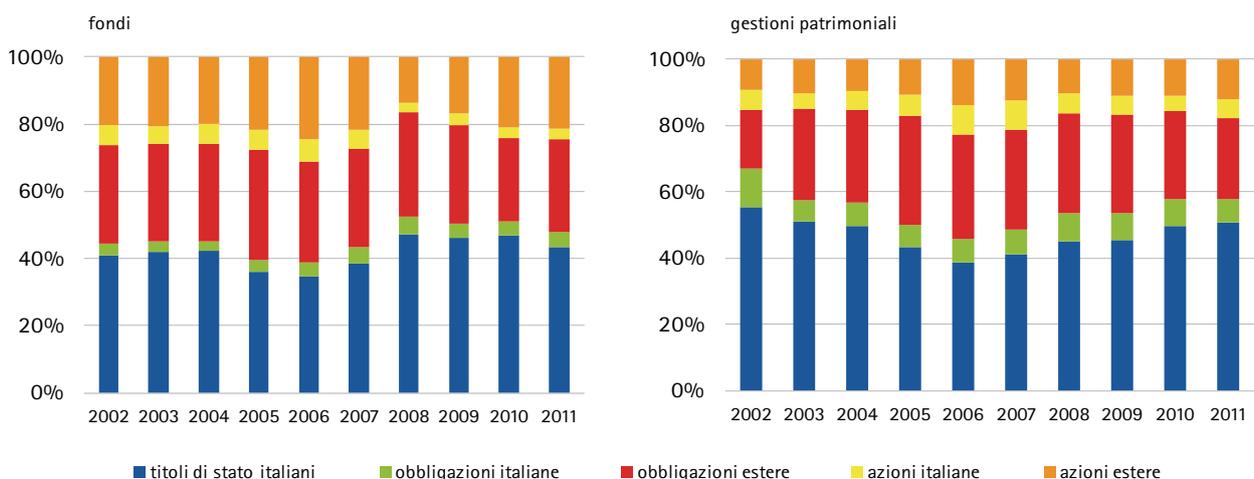
azioni, sia italiane che estere, è rimasta pressoché inalterata e pari, rispettivamente al 3 e al 21 per cento. Al contrario, nelle gestioni patrimoniali la quota di investimenti in titoli di stato è leggermente aumentata (passando dal 50 al 51 per cento) così come quella relativa a titoli azionari (+1 per cento) mentre la quota di patrimonio investito in obbligazioni si è ridotta dell'1 per cento per le obbligazioni italiane e del 2 per cento per quelle estere (Fig. 87).

Fig. 86 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.

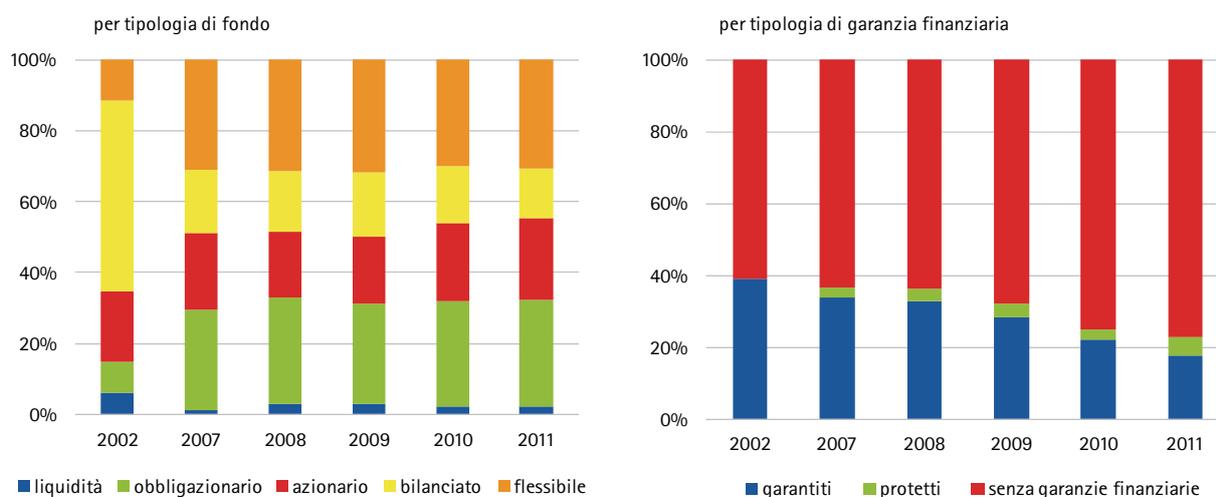
Fig. 87 Composizione del portafoglio dei fondi comuni aperti di diritto italiano e delle gestioni patrimoniali individuali



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.

La composizione del patrimonio gestito dai fondi collegati a polizze *unit linked* ha visto un'evoluzione simile a quella dei fondi comuni, con un incremento non solo del peso dei fondi obbligazionari (dal 29,6 al 30,1 per cento) e flessibili (dal 30 a 31 per cento) ma anche di quelli azionari (dal 22 al 23 per cento). Il peso dei fondi bilanciati sul totale del patrimonio gestito ha mostrato, per contro, una significativa contrazione (da 16,2 a 13,7 per cento) mentre quello dei fondi di liquidità è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al 2010 (Fig. 88).

Fig. 88 Composizione del patrimonio gestito dei fondi collegati alle polizze *unit linked*



Fonte: elaborazioni su dati Ania.

Nel 2011 il numero di Sgr operative nel settore dei fondi immobiliari è rimasto stabile rispetto al 2010, sebbene sia cresciuto il numero di fondi operativi (324 nel 2011 rispetto a 294 nel 2010) e il relativo patrimonio netto (+11,5 per cento). Il totale attivo è cresciuto ulteriormente da 50,4 miliardi del 2010 a quasi 54 miliardi nel 2011 (+6,7 per cento), mentre l'indebitamento si è ridotto da 43,3 miliardi a 40,7 miliardi (-6 per cento). Il peso degli investimenti in immobili e diritti reali immobiliari ha registrato un leggero incremento, mentre è in calo quello degli investimenti in strumenti finanziari (Tav. 22).

Anche a livello europeo il settore dei fondi comuni ha registrato un andamento negativo nel 2011. In particolare, la raccolta dei fondi internazionali 'puri' (ossia dei fondi domiciliati in Irlanda e in Lussemburgo per i quali non è possibile identificare un paese che, singolarmente, concorra al patrimonio complessivo per almeno l'80 per cento) ha subito un brusco calo rispetto ai livelli raggiunti nel 2010.

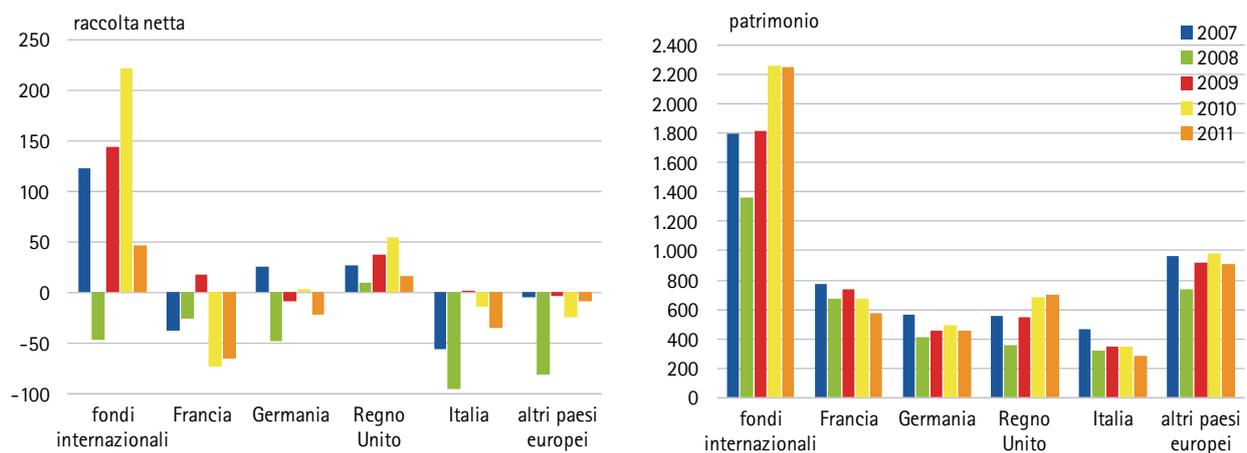
Nello specifico, la raccolta di tali fondi è passata da 221 miliardi di euro nel 2010 a 46 miliardi nel 2011 (Fig. 89). Anche i fondi domiciliati nei principali paesi europei hanno registrato nel corso del 2011 una raccolta netta negativa, con deflussi pari a 65 miliardi dai fondi comuni in Francia, 22 miliardi da quelli in Germania e 34 in Italia; fa eccezione il Regno Unito, con una raccolta pari a 17 miliardi di euro, benché in forte calo rispetto ai 55 del 2010.

Tav. 22 Fondi immobiliari chiusi di diritto italiano¹
(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
2011	57	324	31,9	53,8	40,7	87,7	4,1	4,9	3,3

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

Fig. 89 Patrimonio e raccolta netta dei fondi comuni in Europa
(miliardi di euro)



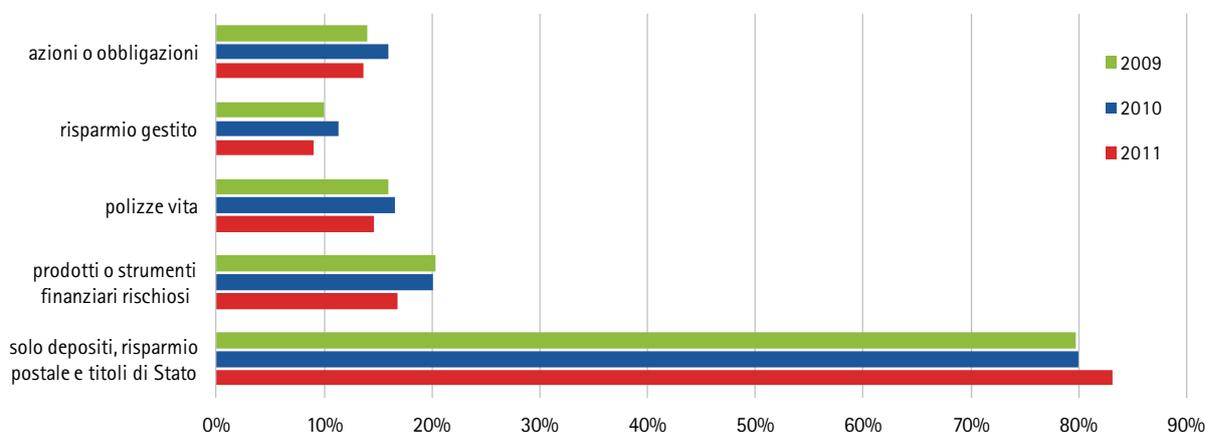
Fonte: Lipper FMI. I fondi sono classificati sulla base del paese dal quale derivano la quota preponderante del patrimonio; tale criterio di classificazione può essere diverso sia da quello del paese di domicilio del fondo, come accade per i fondi cosiddetti *roundtrip*, sia da quello del paese di residenza 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.

3 Le famiglie

Nel corso del 2011, a fronte del peggioramento del quadro macroeconomico e del conseguente aumento dell'avversione al rischio degli investitori, la percentuale di famiglie che investono in strumenti finanziari rischiosi (azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita) è diminuita di 3 punti percentuali, attestandosi al 17 per cento dal 20 per cento circa nel 2010 (Fig. 90).

In particolare la percentuale degli investitori *retail* che detengono prodotti del risparmio gestito è passata dall'11 al 9 per cento circa, mentre la quota di famiglie che possiedono azioni od obbligazioni è diminuita dal 16 al 14 per cento.

Fig. 90 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)

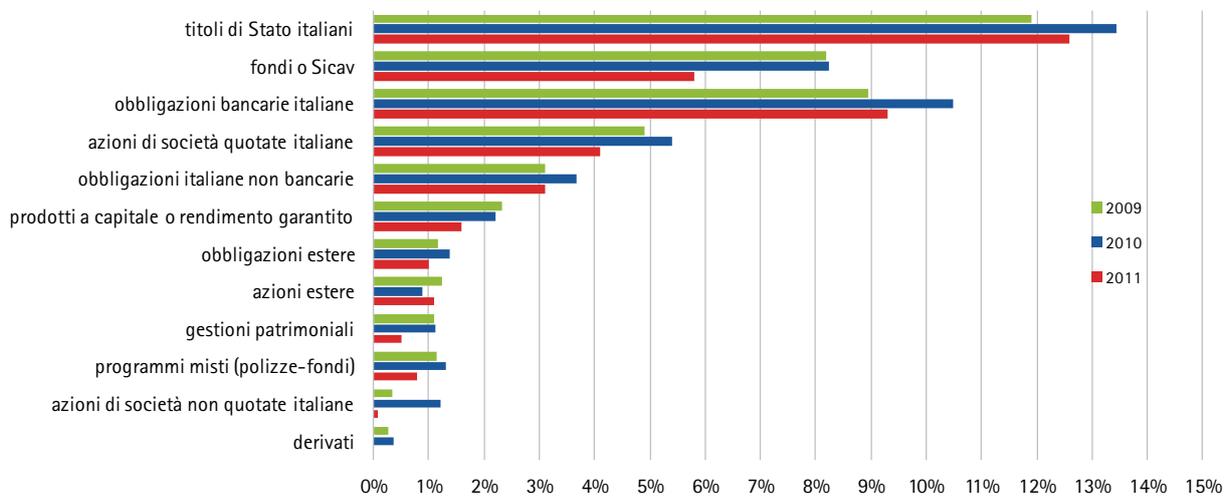


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche. Per prodotti o strumenti finanziari rischiosi si intendono azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita. La quota delle 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.

L'analisi per singola tipologia di prodotto finanziario mostra una diminuzione della quota di famiglie che hanno investito in fondi comuni o Sicav (da poco più dell'8,2 al 5,8 per cento circa), in azioni quotate italiane (dal 5 al 4 per cento) e in obbligazioni bancarie italiane (dal 10 al 9 per cento; Fig. 91). È altresì calata di circa un punto percentuale la quota di famiglie che possiedono titoli di Stato (dal 13,5 per cento a dicembre 2010 a circa il 12,6 per cento a fine 2011).

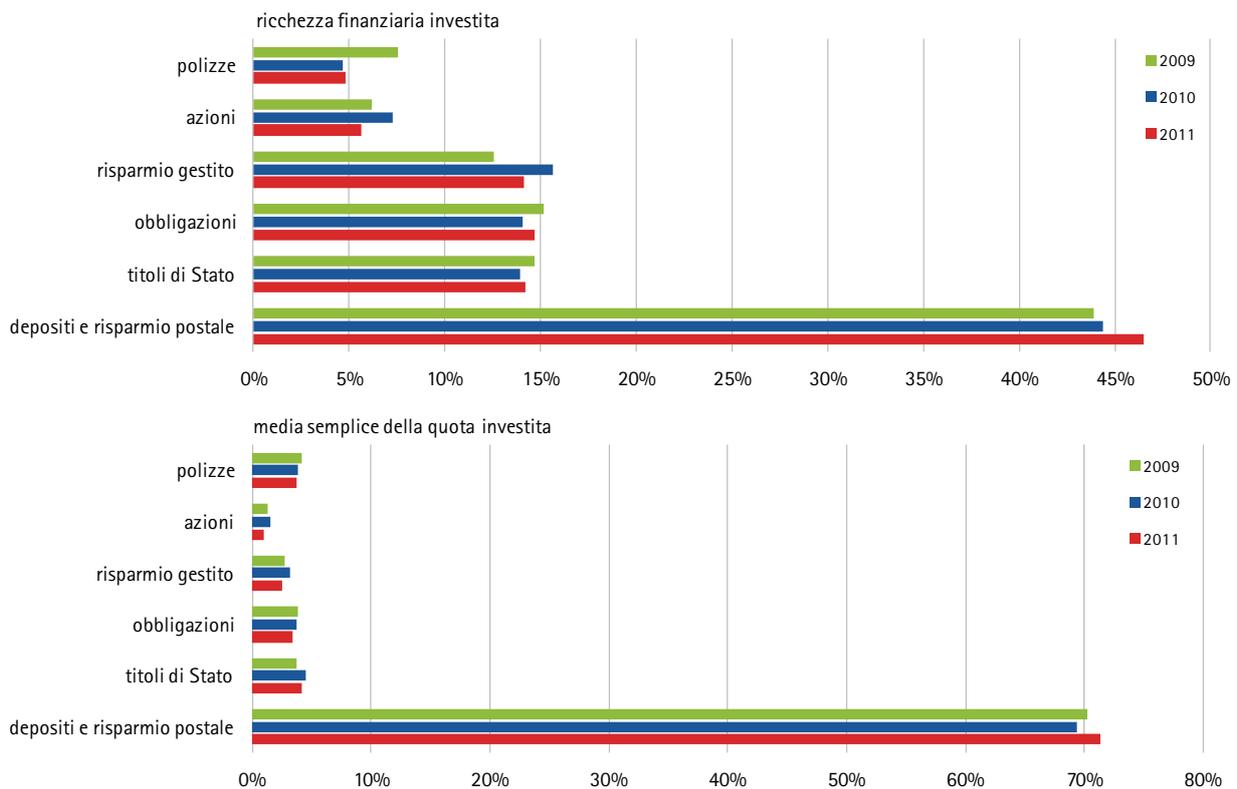
La distribuzione della ricchezza delle famiglie investita in prodotti o strumenti finanziari e depositi conferma le evidenze relative al possesso delle varie tipologie di strumenti finanziari. Nel 2011 è calata, infatti, la quota della ricchezza detenuta in prodotti del risparmio gestito (dal 16 al 14 per cento circa) e in azioni (dal 7,3 al 5,6 per cento), mentre è aumentato lievemente il peso delle obbligazioni (da 14,1 a 14,7 per cento; Fig. 92). Infine, è cresciuto di circa due punti percentuali il peso degli investimenti in depositi e risparmio postale.

Fig. 91 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.

Fig. 92 Composizione del portafoglio delle famiglie italiane

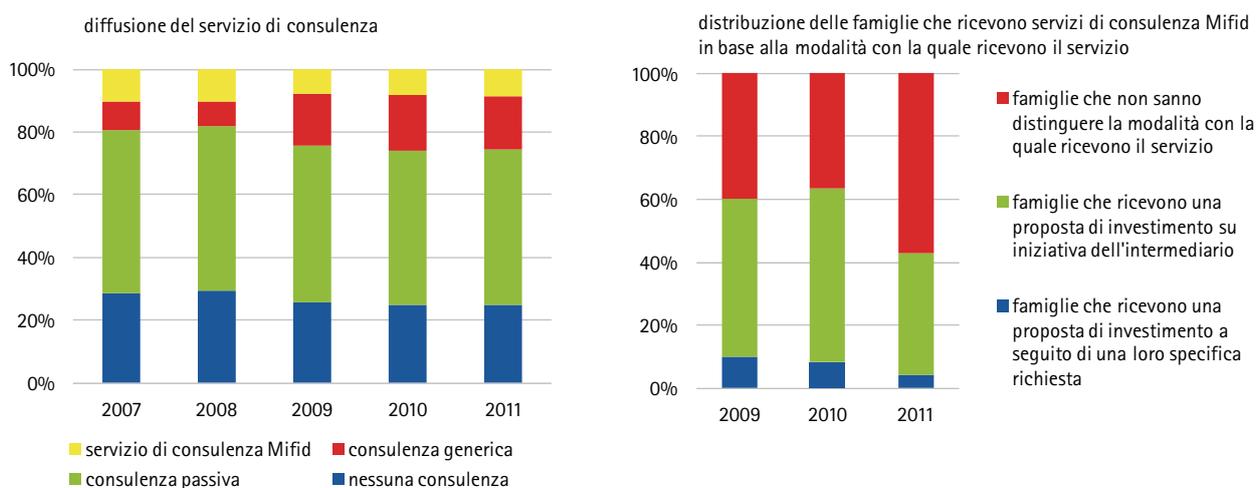


Fonte: stime su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche. La voce depositi e risparmio postale include i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi 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.

Le evidenze sul servizio di consulenza ne confermano la scarsa diffusione presso gli investitori *retail*. In particolare rimane bassa la quota di famiglie che ricevono proposte di investimento personalizzate dal proprio consulente finanziario.

Sulla base dei dati della GfK Eurisko, a dicembre 2011 la percentuale di investitori *retail* che ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario (cosiddetta 'consulenza Mifid') si attestava intorno all'8 per cento circa, valore sostanzialmente stabile rispetto a quello rilevato a fine 2010 e inferiore al dato del 2008, successivo al *default* di Lehman, quando aveva raggiunto il 10 per cento circa (Fig. 93). È rimasta stabile, al 49 per cento circa, la quota di famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia dal quale, tuttavia, non ricevono proposte di investimento ('consulenza passiva'). La cosiddetta 'consulenza generica', corrispondente a proposte di investimento che non si riferiscono a uno specifico strumento finanziario, è risultata in lieve riduzione (16,9 per cento a dicembre 2011 contro 17,8 per cento a dicembre 2010). Infine rimane stabile al 25 per cento la percentuale di investitori *retail* che dichiarano di decidere senza alcun supporto da parte degli intermediari finanziari ('nessuna consulenza').

Fig. 93 Caratteristiche del servizio di consulenza finanziaria alle famiglie in Italia

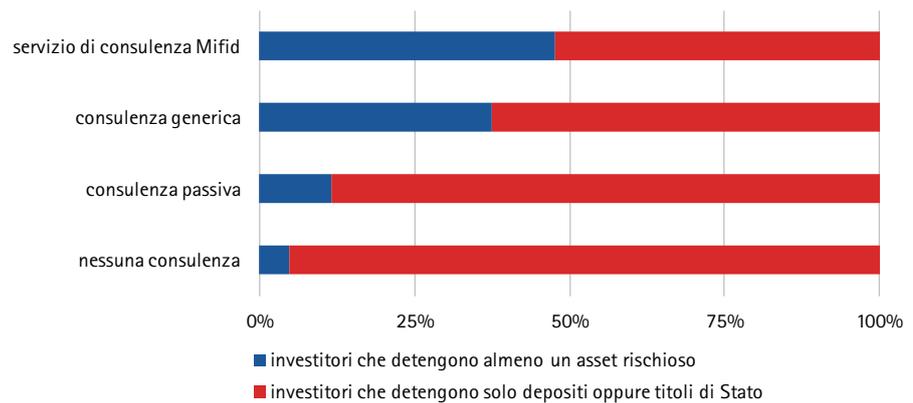


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche. Il gruppo 'consulenza passiva' include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti del quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo 'consulenza generica' include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo 'servizio di consulenza Mifid' include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario. Sul grafico di destra sono riportate quote percentuali sul totale delle famiglie che ricevono il servizio di consulenza Mifid.

Le famiglie che ricevono proposte di investimento su iniziativa dell'intermediario rappresentano il 40 per cento circa sul totale delle famiglie che ricevono servizi di consulenza Mifid; solo il 4 per cento dichiara di ricevere una proposta di investimento a seguito di una sua specifica richiesta; il 56 per cento circa non ricorda oppure non risponde.

Le famiglie che ricevono il servizio di consulenza Mifid sembrano più propense a diversificare il proprio portafoglio: circa il 44 per cento di tale categoria di investitori detiene almeno un prodotto finanziario rischioso, rispetto a meno del 6 per cento rilevato per le famiglie che decidono in autonomia (Fig. 94).

Fig. 94 Servizio di consulenza e partecipazione al mercato finanziario
(dati a dicembre 2011)



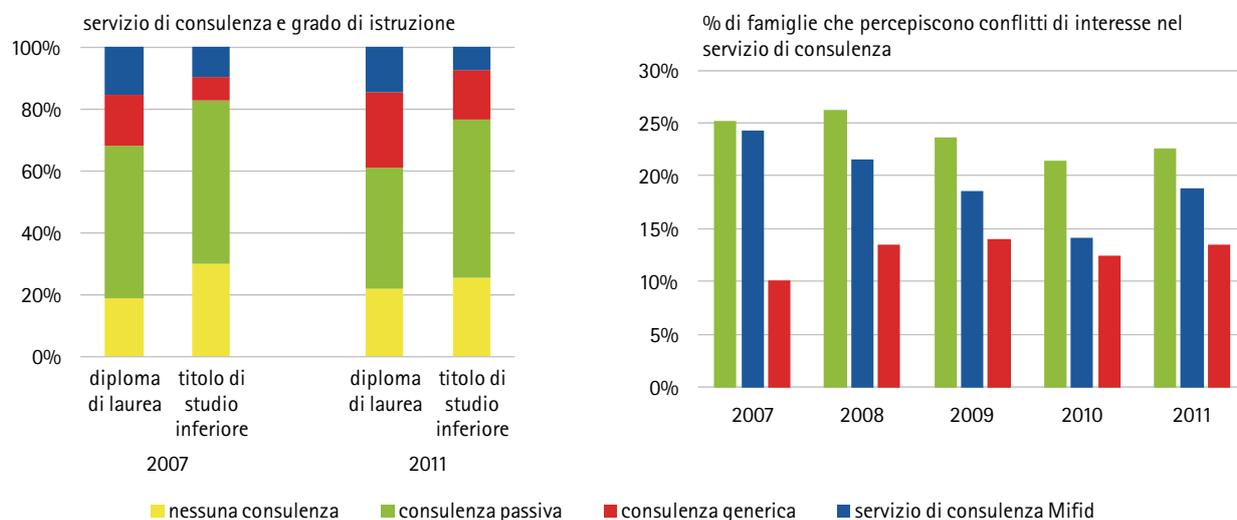
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche.

La scarsa diffusione del servizio di consulenza è spiegato da vari fattori, tra i quali il livello di istruzione (inteso come *proxy* del livello di educazione finanziaria), la percezione di conflitti di interesse e il grado di soddisfazione per il servizio ricevuto giocano un ruolo importante.

Una maggiore istruzione si associa a una maggiore propensione a detenere strumenti rischiosi e a investire con il supporto di un intermediario (Fig. 95). La distribuzione delle famiglie per tipologia di consulenza e grado di istruzione pone in luce che la percentuale di investitori *retail* che usufruiscono del servizio di consulenza Mifid è maggiore per i soggetti laureati (15 per cento circa a dicembre 2011 e a dicembre 2007) rispetto ai soggetti con titolo di studio inferiore (8 per cento alla fine del 2011, in calo di quasi 2 punti percentuali rispetto al 2007).

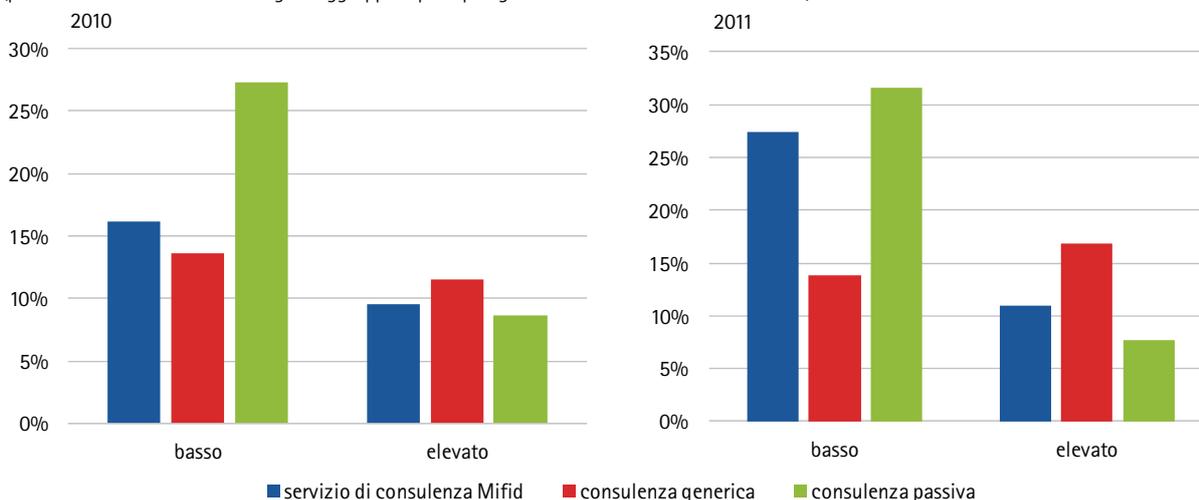
Rispetto al 2010 è cresciuta la quota di famiglie che ricevono il servizio di consulenza Mifid e che percepiscono conflitti di interesse (19 per cento a dicembre 2011 contro il 14 per cento circa a dicembre 2010), così come continua ad aumentare la percentuale di investitori che dichiarano un basso livello di soddisfazione per il servizio di consulenza Mifid (dal 16 al 27 per cento; Fig. 96).

Fig. 95 Servizio di consulenza, livello di istruzione e percezione dei conflitti di interesse
(dati a dicembre 2011)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche. Il gruppo 'consulenza passiva' include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti del quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo 'consulenza generica' include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo 'servizio di consulenza Mifid' include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario.

Fig. 96 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 a uno specifico strumento finanziario.

L'attività della Consob C

La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione

1 L'informativa societaria

La vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari, come di consueto, ha impegnato intensamente l'Istituto nel corso del 2011. In particolare nei confronti degli emittenti sono state effettuate 611 richieste di comunicazioni alla Consob, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, e 129 richieste di pubblicazioni di dati e notizie, ai sensi dell'art. 114 (Tav. 23).

In molti casi le richieste hanno tratto impulso dal monitoraggio dei comunicati diffusi al pubblico da parte degli emittenti, con riguardo alla coerenza con le notizie diffuse dagli organi di informazione (quotidiani, agenzie di stampa specializzate e siti internet) e al relativo impatto sulle quotazioni: a tale attività di controllo sono riconducibili, in particolare, 32 richieste di pubblicazione di informazioni, 71 richieste di trasmissione di dati e notizie alla Commissione e 5 convocazioni dei rappresentanti legali degli emittenti coinvolti (complessivamente pari a 30).

In altri casi, a fronte di indiscrezioni di stampa e andamenti anomali delle quotazioni, le richieste di diffusione di informazioni al pubblico sono state effettuate in modo informale, al fine di consentire un tempestivo ripristino della parità informativa tra i partecipanti al mercato.

In merito alle richieste di integrazione di notizie da rendere in sede assembleare, alle società quotate chiamate ad approvare i bilanci al 31 dicembre 2010 per le quali si sono delineati margini di incertezza sulla continuità aziendale, è stato richiesto 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.

Per quanto riguarda gli esoneri e i ritardi relativi alle comunicazioni ex art. 114, nel corso dell'anno la Consob ha ricevuto 9 reclami motivati, poi accolti, e 4 comunicazioni di ritardo, rispetto alle quali non è stata imposta la pubblicazione immediata delle informazioni, tenuto conto dell'impegno assunto da parte degli emittenti di assicurare la dovuta riservatezza fino alla pubblicazione della notizia.

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

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Richieste di informazioni ex art. 115 Tuf								
<i>assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate</i>	51	90	36	59	132	155	198	178
<i>richieste di dati e informazioni</i>	43	213	201	151	392	422	244	404
<i>richieste di conferma di partecipazioni rilevanti</i>	21	77	30	44	30	214	33	20
<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	9
<i>totale</i>	166	440	307	316	668	811	506	611
Richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 Tuf								
<i>integrazioni di notizie da fornire in assemblea</i>	15	6	11	5	11	38	24	18
<i>integrazioni a documenti contabili periodici</i>	14	--	6	1	21	59	7	15
<i>informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)</i>	82	69	129	100	90	112	109	76
<i>informazioni periodiche mensili</i>	8	2	2	1	8	3	9	10
<i>informazioni periodiche trimestrali</i>	--	--	--	--	--	20	6	--
<i>integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie</i>	1	--	4	3	8	25	1	6
<i>integrazioni di documenti Opa</i>	4	17	6	49	30	10	8	4
<i>totale</i>	124	94	158	159	168	267	164	129
Esoneri dalla comunicazione di dati e notizie ex art. 114, comma 6, Tuf	11	2	25	3	5	4	2	9
Ritardi nella comunicazione di dati e notizie ex art. 114, comma 3, Tuf	--	--	12	20	4	1	2	4
Richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di rumours	3	8	18	14	5	4	4	2
Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	--	--	4	--	5	10	6	3
Lettere di richiamo	--	--	1	1	--	--	2	--
Impugnative di bilancio	4	4	4	3	2	1	1	--

Fonte: Consob

La consueta attenzione è stata dedicata, inoltre, alle discussioni e ai commenti veicolati attraverso internet. Il monitoraggio continuo dei *rumors* apparsi nei principali forum *on line*, soprattutto in occasione di anomalie riscontrate nell'andamento delle quotazioni o in prossimità di eventi societari di rilievo, ha consentito di verificare quotidianamente il quadro delle informazioni dibattute dal pubblico e di esaminarne la coerenza con quelle diffuse dagli emittenti. In 2 casi, la presenza di *rumors* ha indotto l'Istituto a richiedere la pubblicazione immediata di studi, al fine di ripristinare le condizioni di parità e completezza informativa che garantiscono il regolare andamento delle negoziazioni.

L'attività di vigilanza tesa a verificare il rispetto delle disposizioni in materia di correttezza delle informazioni diffuse dagli emittenti quotati ha previsto, inoltre, l'abituale analisi delle comunicazioni in merito agli scostamenti dell'andamento effettivo della gestione rispetto ai dati previsionali e

agli obiettivi quantitativi precedentemente messi a disposizione del pubblico, ai sensi dell'art. 68, comma 2, del Regolamento Emittenti (cosiddetti *profit warning*). La maggior parte dei *profit warning* si è concentrata nel secondo semestre del 2011.

In occasione della comunicazione dei dati inerenti al terzo trimestre, infatti, numerose società produttrici di beni industriali e di beni di consumo hanno dovuto rivedere al ribasso le stime in precedenza fornite al mercato, a causa di una flessione della domanda e dell'aumento del costo delle materie prime. In alcune circostanze le revisioni non hanno avuto un impatto significativo sui prezzi in quanto già scontate dal mercato perché precedute da analoghe comunicazioni da parte di importanti *competitors* europei.

Nel corso del 2011 la Consob ha ricevuto quasi 24 mila studi, ai sensi dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti ossia in occasione della loro pubblicazione.

Oggetto dell'attenzione degli analisti sono stati soprattutto le società a maggiore capitalizzazione. Le raccomandazioni erano di acquisto (*buy*) in poco più della metà degli studi, di vendita (*sell*) nel 12,4 per cento dei casi e di mantenimento in portafoglio (*hold*) nel 30 per cento dei casi; il restante 7,4 per cento non esprimeva valutazioni, ma si limitava a riportare notizie ritenute importanti per i possibili effetti sugli strumenti finanziari dell'emittente.

L'attività di vigilanza sull'informazione societaria inerente alle operazioni con parti correlate è stata guidata dalle norme sulla trasparenza introdotto dal nuovo Regolamento 17221/2010 recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate.

Tra le principali novità del nuovo regime rispetto alla previgente previsione del Regolamento Emittenti (art. 71-*bis*), si rammenta l'adozione di parametri quantitativi per l'individuazione delle operazioni di maggiore rilevanza oggetto di documento informativo, che deve essere pubblicato anche laddove la soglia di rilevanza sia raggiunta per effetto del cumulo di operazioni omogenee o legate da un disegno unitario, concluse con la medesima parte correlata, o per l'approvazione di deliberequadro relative a operazioni da concludersi. La nuova disciplina consente inoltre di escludere gli obblighi informativi per le operazioni con società controllate o collegate in relazione alle quali non vi siano interessi significativi di altre parti correlate.

In applicazione del nuovo regime di trasparenza sono stati pubblicati 80 documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate (Tav. 24).

Le operazioni di maggiore rilevanza oggetto dei documenti informativi consistono in gran parte in acquisizioni o cessioni di attività o partecipazioni e operazioni di finanziamento da parte o nei confronti di controparti correlate. In 10 casi il documento informativo ha riguardato l'approvazione di una delibera quadro relativa a categorie di operazioni con parti correlate che superano, sulla base del prevedibile ammontare, la soglia di rilevanza.

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

società	tipologia di operazione	controparti dell'operazione
Acea Spa	adeguamento di un contratto di fornitura	società quotata e socio di controllo
Acea spa	scioglimento di <i>joint-venture</i> costituita con parte correlata	società quotata e socio rilevante
Acegas Aps Spa	adeguamento e integrazione del contratto di fornitura energetica in favore di parte correlata	socio di riferimento della holding che detiene il controllo della quotata e società controllata dalla quotata
Aicon Spa	finanziamento da parte correlata e impegno di quest'ultima a sottoscrivere aumento di capitale della quotata	società quotata e società controllante
Aicon Spa	Rinuncia a crediti vantati da parte correlata nei confronti della società quotata	società quotata e società controllante
Arena Agroindustrie Alimentari Spa	accordo di investimento che prevede un aumento di capitale riservato a parte correlata da sottoscrivere mediante conversione di crediti	società quotata e principale fornitore
Arena Agroindustrie Alimentari Spa	accordo di investimento che prevede un aumento di capitale riservato a parte correlata da sottoscrivere mediante conversione di crediti	società quotata e società partecipata da società che esercita influenza notevole sulla quotata nonché indirettamente da amministratori
Arena Agroindustrie Alimentari Spa	concessione di garanzie in favore di una parte correlata nell'ambito della ristrutturazione di un prestito obbligazionario	società quotata e società che esercita influenza notevole sulla quotata
Banca Generali Spa	cessione di ramo di azienda	società controllate dalla società controllante la società quotata di cui una tramite la società quotata
Banca Ifis Spa	concessione di finanziamento in favore di parti correlate	società quotata e società controllate, una delle quali quotata
Banca Ifis Spa	fusione infragruppo mediante incorporazione della controllata quotata	società quotata e società quotata controllata
Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni Spa	accentramento della tesoreria in capo alla società capogruppo	società quotata e società controllante
Banca Popolare dell'Emilia Romagna società cooperativa	delibera quadro relativa all'emissione di prestiti obbligazionari	società quotata e società controllate, una delle quali quotata
Banca Popolare dell'Emilia Romagna società cooperativa	delibera quadro relativa alla sottoscrizione di titoli obbligazionari	società quotata e società controllate, una delle quali quotata
Banca Popolare dell'Emilia Romagna società cooperativa	rinnovo di linee di credito in favore di parte correlata	società quotata e società collegata
Banca Popolare dell'Emilia Romagna società cooperativa	rinnovo di linee di credito in favore di parte correlata	società quotata e società controllata
Banca Popolare di Sondrio società cooperativa per azioni	concessione di una linea di credito <i>plafond</i> funzionale a operazioni di copertura rischi di tasso e di cambio	società quotata e società partecipata da un amministratore
Banco di Sardegna Spa	delibera quadro relativa alla sottoscrizione di prestiti obbligazionari emessi da parte correlata	società quotata e società quotata controllante
Banco di Sardegna Spa	apertura di credito in conto corrente in favore di parte correlata della durata di sei mesi	società quotata e società soggetta a influenza notevole da parte della controllante la quotata
Banco di Sardegna Spa	proroga dell'apertura di credito in conto corrente in favore di parte correlata della durata di ulteriori sei mesi	società quotata e società soggetta a influenza notevole da parte della controllante la quotata
Banco di Sardegna Spa	delibera quadro relativa a operazioni in derivati su tassi e cambi	società quotata e società quotata controllante
Banco di Sardegna Spa	delibera quadro relativa a operazioni in cambi con parti correlate	società quotata e società sottoposte al comune controllo della società quotata controllante
Banco di Sardegna Spa	delibera quadro relativa a operazioni di pronti contro termine	società quotata, società quotata controllante e altre società del gruppo
Banco di Sardegna Spa	delibera quadro relativa a operazioni di deposito e pronti contro termine	società quotata e società quotata controllante
Banco di Sardegna Spa	costituzione di attività a garanzia di operazioni di finanziamento	società quotata e società quotata controllante
Borgosesia Spa	conferimento di portafoglio immobiliare in un fondo immobiliare	società controllata e fondo immobiliare promosso da una Sgr controllata e i cui quotisti sono gli azionisti di riferimento della società quotata
Credito Artigiano Spa	delibera quadro relativa alla sottoscrizione di prestiti obbligazionari emessi da società del gruppo	società quotata e società sottoposte al comune controllo della società quotata controllante
Credito Artigiano Spa	cessione di partecipazioni in favore di parte correlata	società quotata e società quotata controllante

Segue

Segue Tav. 24

società	tipologia di operazione	controparti dell'operazione
Credito Artigiano Spa	fusione per incorporazione	società quotata e società sottoposte al comune controllo della società quotata controllante
Credito Artigiano Spa	fusione per incorporazione	società quotata e società sottoposta al comune controllo della società controllante quotata
Credito Artigiano Spa	cartolarizzazione di mutui ipotecari residenziali	società quotata, società quotata controllante e altre società del gruppo sottoposte a comune controllo
Credito Bergamasco Spa	riacquisto dei mutui ceduti a una società veicolo nell'ambito di una cartolarizzazione e cessione a un'altra società veicolo	società quotata, società quotata controllante e altre società del gruppo
Credito Bergamasco Spa	assegnazione del secondo rating in un'operazione di cartolarizzazione di mutui	società quotata, società quotata controllante e altre società del gruppo
Credito Bergamasco Spa	emissione di prestiti obbligazionari senior sottoscritti da parte correlata	società quotata e società quotata controllante
Credito Bergamasco Spa	delibera quadro relativa alle emissioni di obbligazioni garantite dalla capogruppo, cessione di parte del portafoglio mutui e incremento delle linee di credito a disposizione della società	società quotata, società quotata controllante e altre società del gruppo
Credito Bergamasco Spa	riarticolazione territoriale degli sportelli nell'ambito del gruppo	società quotata e società quotata controllante e altre società del gruppo sottoposte al comune controllo
Credito Bergamasco Spa	rinnovo dei contratti di 'Total Return Swap' nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione	società quotata, società quotata controllante e altre società del gruppo
Credito Bergamasco Spa	operazione relativa alla gestione dei mutui cartolarizzati e dei mutui ceduti nell'ambito del programma riarticolazione delle filiali	società quotata, società quotata controllante e altre società del gruppo
Credito Bergamasco Spa	operazione relativa al programma di emissione di obbligazioni garantite della capogruppo: cessione portafoglio mutui	società quotata, società quotata controllante e altre società del gruppo
Credito Bergamasco Spa	operazione relativa al programma emissione obbligazioni garantite dalla capogruppo: cessione portafoglio mutui, erogazione prestito subordinato e messa a disposizione da parte della capogruppo di una linea di liquidità	società quotata, società quotata controllante e altre società del gruppo
Emak Spa	acquisizione di quattro società cedute da parte correlata	società quotata e socio di controllo
Erg Renew Spa	modifica del contratto di finanziamento concesso da parte correlata	società quotata e società quotata controllante
Ergycapital Spa	rilascio di fidejussioni da parte correlata	società quotata e socio che esercita controllo congiunto sulla quotata
Fidia Spa	aumento di capitale di parte correlata	società quotata e società su cui esercita controllo congiunto
Fnm Spa	conferimento di partecipazione detenuta in società controllata a una parte correlata	società quotata e socio rilevante
Gas Plus Spa	finanziamento da parte correlata	società quotata e società controllante
Greenvision Ambiente Spa	accordi transattivi relativi a società partecipata e acquisto di quote del capitale di quest'ultima	società quotata e altri soci di società partecipate dalla quotata
Greenvision Ambiente Spa	stipula di un contratto di appalto	società controllate dalla società quotata
Greenvision Ambiente Spa	compravendita di partecipazioni tra controllate	società controllate dalla società quotata
Igd Immobiliare Grande Distribuzione Spa	acquisizione di immobile da parte correlata e successiva locazione in suo favore	società quotata e società controllante
K.R.Energy Spa	aumento di capitale riservato a parte correlata	società quotata e società controllata da un amministratore nonché azionista rilevante della quotata
K.R.Energy Spa	impegno di parte correlata a sottoscrivere aumento di capitale	società quotata e società controllata da un amministratore nonché azionista rilevante della quotata
Kerself Spa	stipula di contratti di appalto	società quotata e società partecipate dal socio di maggioranza
Kerself Spa	aumento di capitale riservato a parte correlata	società quotata e socio di maggioranza
Le Buone Società Spa	cessione di partecipazione a favore di parte correlata	società quotata e società sottoposta al comune controllo della società controllante
Meridiana Fly Spa	versamenti in conto futuro aumento di capitale da parte correlata e impegno di quest'ultima a finanziare la società	società quotata e socio di controllo

Segue

Segue Tav. 24

società	tipologia di operazione	controparti dell'operazione
Meridiana Fly Spa	prestazione di garanzie in favore della società quotata da parte correlata	società quotata e socio di controllo
Meridiana Fly Spa	impegni a fornire risorse finanziarie alla società quotata per realizzare un progetto di integrazione	società quotata e socio di controllo
Meridiana Fly Spa	impegni a fornire risorse finanziarie alla società quotata per realizzare un progetto di integrazione	società quotata e socio di controllo
Meridie Spa	modifica del contratto di affitto e stipula di nuovo preliminare di acquisto di immobile con controparte correlata	società controllata dalla quotata e società soggetta a influenza notevole di un amministratore della quotata
Mittel Spa	operazioni di riassetto del gruppo relative a due compravendite di partecipazioni	società quotata e società del gruppo
Mondo Tv Spa	aumento di capitale riservato a parte correlata	società quotata e socio di controllo
Parmalat Spa	adesione al sistema di <i>cash pooling</i> del gruppo	società quotata e società sottoposta al comune controllo del socio di controllo
Pierrel Spa	finanziamento da parte correlata	società quotata e società che esercita influenza notevole sulla quotata
Pirelli Et C. Spa	concessione di un finanziamento in favore di parte correlata	società quotate soggette entrambe a influenza notevole di un azionista nonché amministratore
Poligrafici Editoriale Spa	delibera quadro relativa a operazioni di finanziamento in favore di parte correlata	società quotata e società quotata controllante
Prelios Spa	finanziamento da parte correlata	società quotate soggette entrambe a influenza notevole di un azionista nonché amministratore
Rdb Spa	conferimento di ramo aziendale in favore di parte correlata	società quotata e altro socio della joint venture
Rdb Spa	aumento di capitale riservato a parte correlata	società quotata e società controllata da un amministratore della quotata
Risanamento Spa	linea di credito per firma a medio-lungo termine da parti correlate	società quotata e soci rilevanti
Safilo Group Spa	accordo di investimento che prevede la cessione di un marchio e un finanziamento da parte correlata e un aumento di capitale riservato a quest'ultima	società quotata e socio di maggioranza
Sintesi Società di Investimenti e Partecipazioni Spa già Yorkville Bhn Spa	affitto di ramo di azienda	società controllata dalla quotata e società partecipata da un amministratore
Sintesi Società di Investimenti e Partecipazioni Spa già Yorkville Bhn Spa	acquisto di partecipazione in un'altra quotata ceduta da una parte correlata	società quotata e socio di controllo
Società Cattolica di Assicurazione società cooperativa	acquisto di partecipazione ceduta da una parte correlata	società quotata e società che esercita influenza notevole sulla quotata
Socotherm Spa	cessione da parte correlata	società quotata e società controllante
Telecom Italia Media Spa	risoluzione anticipata del contratto di <i>Content Competence Center</i>	società quotata e società quotata controllante
Telecom Italia Media Spa	rinnovo della <i>revolving credit facility</i> da parte correlata	società quotata e società sottoposta al comune controllo della società controllante quotata
Tesmec Spa	stipula di un contratto di locazione immobiliare da parte correlata e pattuizione di opzione d'acquisto dell'immobile	società quotata e società sottoposta al comune controllo del socio di controllo
Toscana Finanza Spa	finanziamento da parte correlata	società quotata e società quotata controllante
Toscana Finanza Spa	fusione infragruppo mediante incorporazione nella controllante quotata	società quotata e società quotata controllante

Fonte: Consob.

Nel corso del 2011, poi, la Commissione ha ricevuto 38 comunicazioni di operazioni ordinarie (così come definite dal Regolamento e dalla comunicazione del 24 settembre 2010 contenente indicazioni e orientamenti applicativi), relative a 19 società e concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard. Tali operazioni, per le quali vi è stata una deroga agli obblighi di informazione al pubblico, hanno riguardato sia contratti di finanziamento sia contratti di fornitura di servizi, per un controvalore medio pari a circa 120 milioni di euro.

Nella maggior parte dei casi (25), le operazioni sono state poste in essere con la società controllante o con società controllate o sottoposte a influenza notevole da parte di quest'ultima. In 8 casi, le operazioni esentate sono state compiute con azionisti di riferimento della società. In 4 casi la controparte correlata era rappresentata da società controllate da componenti degli organi di amministrazione e controllo. In un caso, infine, l'operazione ha interessato una società controllata dalla quotata.

Nel mese di febbraio 2011 la Commissione ha provveduto ad aggiornare l'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, sulla base delle comunicazioni ricevute dagli emittenti.

Gli emittenti strumenti finanziari diffusi sono risultati 93 rispetto agli 89 dell'anno precedente. In particolare, si sono registrati 6 ingressi nell'elenco, 3 dei quali a seguito della revoca dalle negoziazioni sui mercati regolamentati disposta da Borsa Italiana, e 2 esclusioni a seguito della liquidazione delle società.

L'attività di vigilanza sugli emittenti titoli diffusi ha riguardato, come di consueto, il monitoraggio in via continuativa sulla completezza e correttezza delle informazioni rilevanti comunicate al pubblico, quali l'approvazione dei dati contabili e le operazioni straordinarie.

2 Le operazioni di offerta al pubblico e di finanza straordinaria

Nel 2011 la Consob ha concesso il nulla-osta alla pubblicazione di 1.234 prospetti informativi relativi a operazioni di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato o di offerta al pubblico (Tav. 25).

Per quanto riguarda le ammissioni a quotazione di titoli azionari, la Commissione ha approvato 7 prospetti; di questi, 5 si riferivano a offerte finalizzate all'ammissione a negoziazione. Nel corso dell'anno, tuttavia, si è conclusa una sola lpo relativa alle azioni di Salvatore Ferragamo Spa.

L'istruttoria sul prospetto informativo si è concentrata su taluni profili dell'attività dell'emittente, quali l'operatività tramite *joint ventures* nell'area Asia-Pacifico, nonché l'esternalizzazione della produzione e gestione dei rapporti con i laboratori. Particolare attenzione è stata posta sull'informativa connessa alle verifiche fiscali in corso, riguardanti il gruppo cui fa capo l'emittente. Nella parte iniziale del prospetto è stato anche inserito un paragrafo concernente l'intervallo di valorizzazione dell'emittente e i moltiplicatori di borsa relativi a società quotate operanti in settori comparabili a quello di Salvatore Ferragamo Spa.

Va segnalata, a margine, la recente diffusione della prassi di predisporre, anche per la prima ammissione a quotazione, prospetti informativi nel cosiddetto 'formato tripartito' previsto dall'art. 12 della Direttiva 2003/71/CE.

La procedura in questione consente alla società che intende quotarsi di predisporre un prospetto costituito da un documento di registrazione, una nota informativa sugli strumenti finanziari e una nota di sintesi, in modo da poter ottenere l'approvazione del primo documento e rimandare la richiesta di approvazione degli altri documenti al verificarsi di condizioni di mercato propizie all'offerta.

Tav. 25 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>numero di prospetti informativi relativi a:</i>							
ammissione a quotazione di titoli azionari ¹	19	36	38	17	6	7	7
di cui: tramite offerta	15	26	27	9	1	2	5
offerte di titoli non quotati di emittenti italiani ²	7	6	18	23	28	29	31
offerte ai dipendenti ³	26	--	--	--	--	--	--
aumenti di capitale in opzione ai soci ⁴	5	23	14	16	23	16	23
Oicr ⁵	374	397	422	428	337	380	330
prestiti obbligazionari	18	711	1.163	986	748	655	777
di cui: prospetti base	--	535	870	639	472	405	416
prospetti informativi	--	143	115	45	36	24	14
documenti di registrazione e supplementi	--	33	178	302	240	226	347
emissione di <i>covered warrant</i> ⁶ e <i>certificates</i>	37	32	109	99	102	27	66
ammissione a quotazione di <i>warrant</i>	10	1	3	2	10	--	--
<i>totale</i>	498	1.205	1.767	1.571	1.254	1.114	1.234

Fonte: Consob. ¹ I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla-osta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. ² Sono inclusi i prospetti relativi a emittenti diffusi, a emittenti azioni non diffuse e a costituende banche; sono esclusi, invece, i prestiti obbligazionari, i *covered warrant* e *certificates* e le offerte riservate ai dipendenti. ³ 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. ⁴ Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrant* e obbligazioni convertibili). ⁵ Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero. Il dato include anche le commercializzazioni di nuovi comparti di Oicr esteri armonizzati. Si segnala che: i) a partire dall'1 luglio 2009 la pubblicazione di prospetti di Oicr italiani aperti non è più soggetta ad autorizzazione preventiva; ii) dal 1° luglio 2011 è entrata in vigore la nuova procedura di notifica tra l'autorità dello Stato membro d'origine e la Consob stabilita dall'art. 93 della Direttiva 2009/65/CE e dal Regolamento UE 584/2010. 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. ⁶ Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più 'serie' di *covered warrant*.

Con riferimento ai casi di quotazione di azioni emesse in occasione di una fusione o di una scissione che ha interessato un emittente quotato, la Consob ha espresso 6 giudizi di equivalenza ai sensi dell'art. 57 comma 1, lettera d), del Regolamento Emittenti.

Tra questi si segnala il caso relativo alla Digital Multimedia Technologies, società quotata a capo di un gruppo attivo in Italia nel settore della gestione, manutenzione, progettazione, costruzione e installazione delle postazioni e torri tecnologiche e relative infrastrutture per impianti e reti di trasmissione radiofonica, televisiva e telefonica. Tale società ha proceduto nel corso del 2011 a incorporare la non quotata El Towers, facente parte del Gruppo Mediaset, che detiene le infrastrutture utilizzate dalle reti televisive gestite dal gruppo medesimo. La società risultante dalla fusione ha poi assunto la denominazione sociale dell'incorporata. L'operazione in argomento è classificabile come 'reverse merger' e rientra nella fattispecie di cui

all'art. 117-*bis* del Tuf, in quanto l'entità degli attivi della società incorporante, diversi dalle disponibilità liquide e dalle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni, è significativamente inferiore alle attività della società incorporata non quotata. Il documento informativo pubblicato in occasione delle assemblee delle società coinvolte è stato oggetto del giudizio di equivalenza della Consob, che ha richiesto le integrazioni necessarie affinché lo stesso fosse in grado di fornire informazioni equivalenti a quelle previste dal Regolamento 809/2004/CE in tema di prospetti di quotazione.

Con riguardo alle offerte di titoli non quotati di emittenti italiani, i prospetti informativi approvati dall'Istituto, complessivamente 31, sono riconducibili a comitati promotori di costituende banche (15), a emittenti azioni non diffuse (10) e a emittenti diffusi e non quotati (6).

Con riferimento alle costituende banche, si segnala l'operazione di costituzione per pubblica sottoscrizione della Banca Progetto Spa, in quanto oggetto non soltanto di istruttoria per approvazione del prospetto, ma anche di interventi di vigilanza da parte della Consob successivamente alla pubblicazione del prospetto.

A seguito della pubblicazione di un articolo di giornale, infatti, era emersa a carico di uno dei componenti del comitato promotore l'esistenza di procedimenti penali non rappresentati nel prospetto pubblicato. Il comitato stesso aveva nel frattempo convocato l'assemblea degli aderenti al comitato stesso al fine, fra l'altro, di azzerare il consiglio direttivo e verificare i requisiti di reputazione di alcuni promotori, ritenendo di predisporre un unico supplemento al prospetto ad esito di tali determinazioni assembleari. Essendo ancora in corso il periodo di sottoscrizione delle azioni della costituenda banca, la Commissione ha ritenuto di adottare tre successivi provvedimenti di sospensione cautelare dell'offerta per un periodo di dieci giorni lavorativi. Soltanto nel momento in cui il comitato ha predisposto il supplemento, dando conto di tutti i fatti materiali che nel frattempo erano accaduti, il provvedimento di sospensione è stato revocato.

Per quanto concerne gli emittenti non quotati e non diffusi, come negli anni precedenti, è stata riservata ai relativi prospetti una particolare attenzione, in ragione della minore dimestichezza che questi emittenti hanno rispetto agli obblighi informativi disciplinati dal Tuf e dai regolamenti attuativi.

Al riguardo, si segnalano le istruttorie relative a prospetti di banche in amministrazione straordinaria. In questi casi, infatti, la disciplina del Tub prevede che il commissario straordinario nominato nell'ambito della procedura sia esonerato dalla redazione dei bilanci di esercizio annuali, dovendo redigere solamente il bilancio finale al termine della procedura di amministrazione straordinaria per l'intero periodo di durata della stessa. Si è proceduto, pertanto, a un adattamento delle informazioni da inserire nel prospetto, così come consentito dall'art. 23 del Regolamento 809/2004/CE. Nel prospetto del Banco di Credito dei Farmacisti in amministrazione straordinaria, le informazioni ivi inserite relativamente al patrimonio e alla situazione

economico-finanziaria sono state ricavate dal bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2008, ultimo approvato dalla banca prima dell'inizio della procedura, e dalle relazioni sulla situazione patrimoniale ed economica al 31 dicembre 2009 e al 31 dicembre 2010, redatte appositamente dal commissario straordinario per il loro inserimento nel prospetto.

Peculiarità ha presentato l'istruttoria avente ad oggetto il prospetto relativo ad azioni della società Nonsoloneve, società a mutualità prevalente non quotata né diffusa. L'iniziativa di costituire la società Nonsoloneve è sorta dall'esigenza, avvertita da alcuni proprietari di immobili, di consentire il riavvio di servizi e attività nella località sciistica di Sansicario Alto, frazione di Cesana Torinese, non più forniti ai proprietari e visitatori occasionali della località stessa. La società, pur essendo già costituita, aveva una storia operativa assai limitata e le uniche informazioni finanziarie rilevanti erano rappresentate dai dati previsionali relativi al piano industriale. Inoltre l'offerta si sviluppava in un arco di tempo molto ampio e l'obbligazione assunta dal sottoscrittore sarebbe restata in vigore non soltanto fino alla conclusione dell'offerta, ma anche fino al verificarsi di due condizioni apposte dalla società. Pertanto, in analogia con quanto previsto dalla comunicazione 11029531 dell'8 aprile 2011 sui prospetti delle costituende banche e per quanto compatibile, è stata fatta inserire un'avvertenza iniziale al fine di richiamare l'attenzione dell'investitore sulle peculiarità dell'emittente e dell'offerta.

Nel corso dell'anno, la Consob ha approvato anche 23 prospetti informativi relativi ad aumenti di capitale in opzione ai soci. Un numero consistente di tali prospetti è riconducibile a emittenti bancari.

Fra i principali si segnalano Intesa Sanpaolo (5 miliardi di euro), Banca Monte dei Paschi di Siena (2,5 miliardi), Banca Popolare di Milano (800 milioni), e UniCredit (7,5 miliardi). Le istruttorie sui prospetti hanno consolidato una prassi, ampiamente utilizzata da altre autorità europee di vigilanza, che prevede, con riferimento alle operazioni che coinvolgono emittenti 'sistemici', un esame delle principali problematiche di trasparenza precedente alla comunicazione formale alla Consob, così da rendere più rapido il procedimento istruttorio.

In un caso il prospetto di aumento di capitale era abbinato all'emissione di obbligazioni convertibili. La Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio ha infatti sottoposto alla Consob il documento relativo a obbligazioni convertibili offerte alla pari con scadenza cinque anni; il regolamento del prestito prevede la facoltà di conversione in capo sia al sottoscrittore sia all'emittente.

Anche diverse società quotate non finanziarie hanno provveduto ad aumentare il proprio capitale sociale; tra queste si ricordano la Juventus Football Club e la Cobra Automotive Technologies.

La Juventus Football Club ha effettuato un'operazione di aumento di capitale per un controvalore di 120 milioni di euro, comprensivi di sovrapprezzo. Tale aumento si è reso necessario in considerazione della rilevante perdita registrata nell'esercizio chiuso il 30 giugno 2011, che ha determinato un deficit patrimoniale tale da integrare la fattispecie civilistica delle perdite superiori a un terzo del capitale

di cui all'art. 2447 c.c.. Per garantire da subito la continuità aziendale della società, l'azionista di controllo, Exor, ha proceduto a versare una somma pari alla quota di competenza dell'aumento di capitale, incluso il sovrapprezzo, a titolo di versamento in futuro aumento di capitale, e si è impegnato a sottoscrivere un'ulteriore quota, a valere dell'inoptato, pari a 9 milioni di euro. Nel prospetto informativo è stata data ampia *disclosure* alla situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'emittente, evidenziando anche la stima del fabbisogno finanziario della società e dei mezzi che la stessa ritiene attivabili per farvi fronte. Come di prassi in questi casi, subito dopo la copertina è stata inserita un'avvertenza iniziale che sintetizza tali informazioni. Il prospetto rende conto inoltre della sussistenza di una verifica ispettiva da parte della Consob finalizzata all'acquisizione di atti documentali inerenti ad alcune voci di bilancio e delle motivazioni e gli utilizzi della linea di credito concessa dalla controllante Exor.

La società Cobra Automotive Technologies ha dichiarato nel prospetto informativo di non disporre di capitale circolante sufficiente a far fronte alle proprie esigenze finanziarie nei dodici mesi successivi alla data del prospetto. L'esecuzione dell'aumento di capitale, almeno per la quota su cui sussistono gli impegni di sottoscrizione dei due azionisti principali, Cobra AT e KME Partecipazioni, nonché la positiva conclusione degli accordi con le banche finanziatrici per la ristrutturazione dell'indebitamento finanziario, costituiscono la condizione necessaria per il superamento della situazione di deficit di capitale circolante. Nel caso di Emak, l'aumento di capitale è stato deliberato per finanziare l'acquisizione della partecipazione di controllo di alcune società dalla controllante e da un'altra società anch'essa controllata dall'azionista di controllo di Emak. L'operazione descritta nel prospetto rientra nella fattispecie prevista dall'art. 4-*bis* del Regolamento 809/2004/CE, in quanto l'emittente assume un impegno finanziario significativo per un'acquisizione di partecipazioni. In questo caso la disciplina comunitaria vincola le richieste formulate dalle autorità competenti a una serie di parametri stringenti, fra cui la possibilità di includere nel prospetto le informazioni finanziarie relative a un soggetto diverso dall'emittente in una forma che non richieda modifiche e la necessità di dare la preferenza alla modalità meno onerosa per far fronte agli obblighi informativi. In ossequio a tali previsioni, nel prospetto sono state riportate le considerazioni della società in merito al mancato inserimento delle informazioni finanziarie storiche relative agli esercizi 2008-2010 delle acquisite società; l'emittente ha evidenziato, in particolare, che i bilanci del triennio preso in considerazione di tali società e delle relative partecipate e controllate sono redatti secondo i principi contabili nazionali e non risultavano quindi coerenti con gli Ias/Ifrs utilizzati da Emak. Nel prospetto informativo sono state riportate le informazioni finanziarie *pro-forma* relative all'acquisizione e all'aumento di capitale.

Il ricorso all'aumento di capitale si è reso necessario, infine, anche per alcune società immobiliari quotate.

In particolare, Gabetti Property Solutions ha effettuato un'operazione di aumento di capitale per un controvalore di 25 milioni di euro, comprensivi di sovrapprezzo. L'aumento di capitale si è svolto nell'ambito di un piano di patrimonializza-

zione della società e di ristrutturazione dell'indebitamento finanziario verso le banche, con l'intento di assicurare la continuità aziendale, secondo i termini e le condizioni contenute nell'accordo di ristrutturazione dei debiti, originariamente sottoscritto nel 2009, poi modificato nel 2010, e stipulato ai sensi dell'art. 182-bis della legge fallimentare. La società, infatti, negli ultimi anni è stata interessata da difficoltà gestionali, determinate anche dal negativo andamento congiunturale del settore, che hanno determinato una situazione di tensione dal lato finanziario, svalutazioni straordinarie per importi significativi e perdite d'esercizio. In considerazione di ciò, nel prospetto informativo sono state inserite, oltre ai dati sulla situazione economico-finanziaria dell'emittente, anche informazioni sul piano strategico e sui fattori che ne hanno reso necessario l'aggiornamento, nonché sull'evoluzione dell'indebitamento finanziario successivamente all'avvio del piano di ristrutturazione dell'indebitamento sottoscritto nel 2009.

In relazione all'emissione di prodotti *non equity*, nel corso del 2011 sono state rilasciate 435 approvazioni riconducibili a 843 documenti di emittenti sia italiani che esteri. Di tali documenti, 777 afferiscono a prestiti obbligazionari e 66 a *covered warrant* e *certificates*. Inoltre, sono stati trasmessi alla Consob 330 prospetti relativi a Oicr.

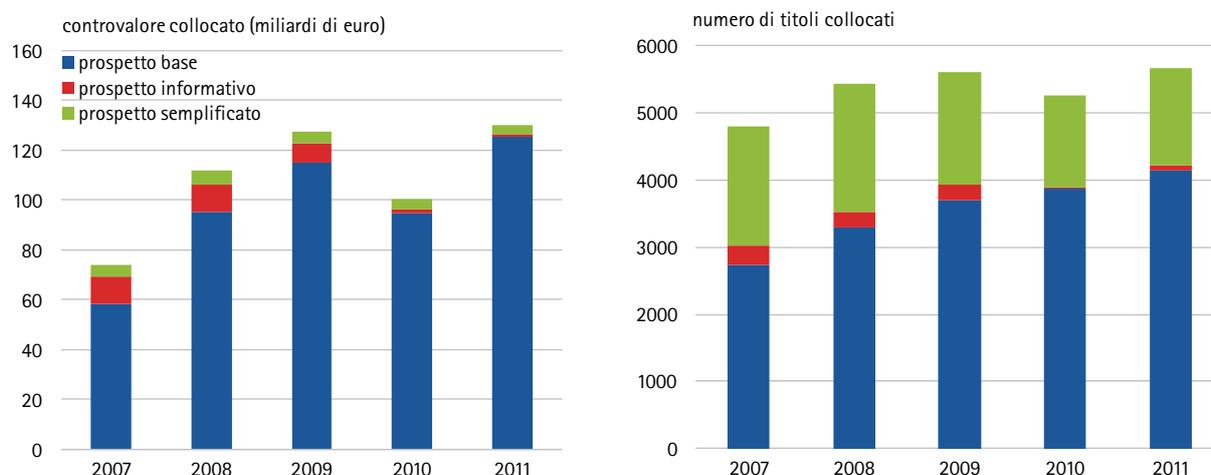
Con particolare riferimento ai titoli obbligazionari, Eni Spa ha emesso un prestito interamente riservato ai risparmiatori italiani e articolato in due *tranches* (una a tasso fisso e l'altra a tasso variabile), per un importo complessivo massimo di 1.350 milioni di euro.

Il prospetto in oggetto, come quello pubblicato nel 2009, riportava alcune esemplificazioni volte a evidenziare i rendimenti conseguibili dalle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile in differenti scenari di evoluzione dei rispettivi parametri di riferimento. In particolare, al fine di migliorare la comprensibilità del livello di esposizione al rischio di interesse, per le obbligazioni a tasso fisso è stata riportata una simulazione degli ipotetici effetti sul prezzo e sul rendimento effettivo di variazioni avverse dei tassi di mercato, mentre per le obbligazioni a tasso variabile sono state elaborate tre diverse ipotesi di rendimento atteso (rispettivamente aumento, stabilità o diminuzione del tasso di interesse Euribor a sei mesi nel corso della vita utile del titolo).

Per quanto riguarda gli emittenti bancari, le segnalazioni trimestrali inviate alla Consob nel 2011 si riferiscono a 5.660 titoli obbligazionari, corrispondenti a un controvalore pari a circa 130 miliardi di euro, in sensibile aumento rispetto ai 100,3 miliardi nel 2010 (Fig. 97).

Gli emittenti si sono serviti per oltre il 73 per cento dei prodotti collocati di prospetti di base e per oltre il 25 per cento di prospetti semplificati.

Fig. 97 Emissioni di obbligazioni di banche italiane soggette alla disciplina dell'offerta al pubblico



Fonte: Consob.

Nel corso dell'anno, la Consob ha verificato la completezza documentale e la regolarità del certificato di approvazione di 962 documenti passaportati notificati da autorità estere dell'Unione Europea (contro i 624 nel 2010). Più della metà (540) di tali documenti, relativi a strumenti non di capitale diversi da quote o azioni di Oicr, è riconducibile a 10 emittenti.

Si segnala, altresì, che il numero delle comunicazioni provenienti dall'estero è verosimilmente destinato nel prossimo futuro ad aumentare considerevolmente, poiché la Direttiva Prospetto, come modificata dalla Direttiva 2010/73/UE, ha introdotto l'obbligo di trasmissione nei confronti delle autorità estere delle condizioni definitive.

L'attività di vigilanza ha riguardato anche i messaggi pubblicitari concernenti le offerte al pubblico e/o le ammissioni alle negoziazioni di prodotti finanziari *non equity*, in continuità con la comunicazione 11021864 del 24 marzo 2011, volta a fornire indicazioni sulla corretta interpretazione delle disposizioni in materia di messaggi pubblicitari.

In particolare, è stata svolta un'intensa attività di *moral suasion*, conclusasi con la verifica di un sostanziale allineamento dell'industria alle indicazioni dell'Istituto.

Con riferimento alla vigilanza sui prodotti assicurativi, nel corso del 2011 sono stati depositati presso la Consob 667 prospetti (641 nel 2010); di questi ne sono stati selezionati 338 (circa il 50 per cento) con potenziali criticità informative (Tav. 26).

In termini generali, le criticità rilevate sono sostanzialmente riconducibili alla corretta rappresentazione dell'informativa di trasparenza.

In particolare, esse si riferiscono all'*unbundling* dell'investimento (ossia alle diverse componenti finanziarie e ai costi espliciti e impliciti che concorrono a formare il prezzo d'emissione), 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 relativi ai rendimenti potenziali offerti dall'investimento.

Tav. 26 Interventi di *enforcement* sui prodotti assicurativi svolti nel 2011

tipologia di contratto	prospetti depositati	prospetti oggetto di vigilanza	interventi di vigilanza distinti per area					totale
			unbundling dell'investimento	struttura finanziaria e rischio	meccanismi di rivalutazione	scenari di rendimento	altro	
unit linked	479	272	66	152	--	89	41	348
index linked	47	29	6	3	--	21	1	31
capitalizzazione	141	37	25	7	2	--	5	39
<i>totale</i>	667	338	97	162	2	110	47	418

Fonte: Consob.

In 142 casi (pari a circa il 40 per cento dei casi selezionati), le imprese di assicurazione hanno effettuato l'aggiornamento dell'informativa, al fine di ripristinarne la completezza e la coerenza, dandone opportuna evidenza agli investitori attraverso appositi avvertimenti sui siti internet.

Nel corso del 2011 le imprese di assicurazione hanno inoltre depositato 1.293 schede di 'Informazioni specifiche', ossia proposte commerciali rappresentative di esempi d'investimento concreti, qualificati dalle informazioni chiave che concorrono a determinarne il profilo di rischio-rendimento. Tale impostazione, in vigore dal luglio 2009, ha permesso alle imprese offerenti di descrivere in modo esaustivo anche le proposte in cui ai prodotti finanziario-assicurativi sono associati taluni servizi o prodotti che comportano una modifica sostanziale del profilo di rischio-rendimento dell'investimento. In particolare, durante l'anno, si è registrato un sensibile incremento di proposte d'investimento caratterizzate da servizi di *switch* automatici nel tempo tra differenti tipologie di strumenti finanziari, come ad esempio opzioni *stop-loss* ovvero piani d'investimento *lifecycle*.

3 Gli assetti proprietari e le offerte pubbliche di acquisto

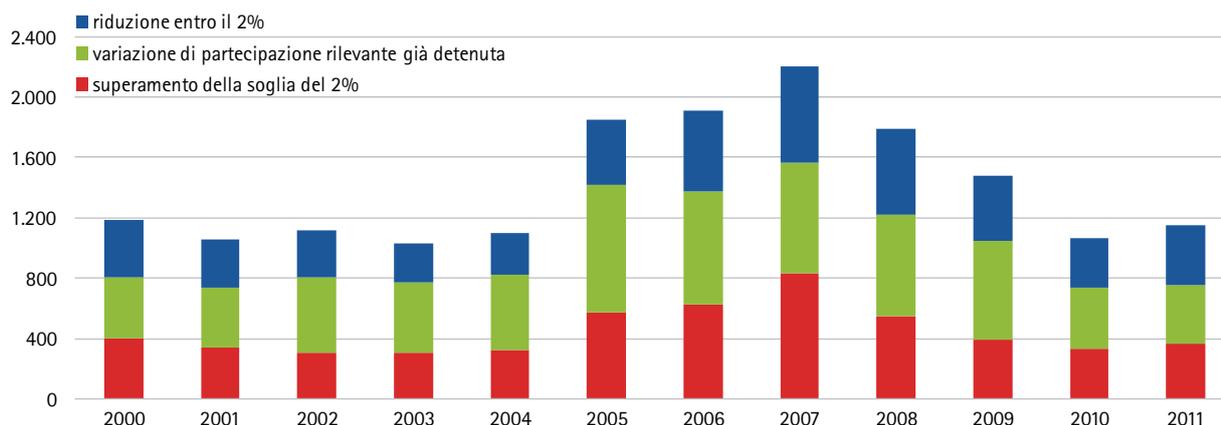
Nel corso del 2011 sono state pubblicate oltre 1.100 comunicazioni (1.062 nel 2010) relative a partecipazioni in società quotate, effettuate ai sensi dell'art. 120 del Tuf (Fig. 98).

Le dichiarazioni hanno riguardato, per circa due terzi dei casi, il superamento della soglia del 2 per cento del capitale o la riduzione entro la medesima soglia e per il restante terzo la variazione di partecipazioni rilevanti già detenute. Di queste ultime, il 14 per cento ha riguardato comunicazioni relative a variazioni nel titolo di possesso o nella catena partecipativa, ovvero comunicazioni effettuate per aggiornamento della partecipazione entro le soglie di comunicazione, anche a seguito di esplicite richieste effettuate dalla Consob nell'ambito dell'attività di vigilanza.

Per quanto riguarda la tipologia dei soggetti dichiaranti, le banche hanno effettuato circa il 29 per cento del totale delle comunicazioni, seguono i gestori del risparmio (27 per cento), le società di capitali (23) e, infine, le persone fisiche (21).

Nel corso del 2011 sono state inoltre pubblicate 15 dichiarazioni relative all'acquisizione, cessione o modifica di partecipazioni potenziali relative a 6 società quotate; 2 comunicazioni invece hanno riguardato la dichiarazione della 'posizione lunga complessiva' ai sensi del nuovo art. 119 del Regolamento Emittenti.

Fig. 98 Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane



Fonte: Consob.

Nel 2011 sono stati pubblicati 214 annunci di patti parasociali (201 nel 2010) relativi a 86 società quotate.

In 129 casi si è trattato di variazioni di patti parasociali già esistenti, in 53 si è trattato di scioglimento o venir meno degli scopi previsti nel patto stesso, mentre i restanti 32 hanno riguardato la pubblicazione degli estratti di nuovi patti parasociali.

Nel 2011 la Commissione ha autorizzato la pubblicazione di 24 documenti relativi a 13 offerte pubbliche di acquisto su titoli quotati o diffusi (una preventiva, 6 volontarie e 6 obbligatorie successive), un'offerta pubblica di acquisto su titoli quotati sulla Borsa di Lussemburgo e convertibili in azioni quotate italiane e 10 offerte pubbliche di scambio (Tav. 27).

L'offerta preventiva è stata promossa, ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del Tuf, dal gruppo francese Lactalis al fine di acquisire il controllo di Parmalat. Le

offerte volontarie sono state promosse, in 5 casi, dagli azionisti di controllo e sono state volte alla cancellazione della società dalla quotazione (Erg Renew, Granitifian-dre, Toscana Finanza, Gewiss, Gruppo Minerali Maffei); negli altri 2 casi, le offerte hanno avuto ad oggetto, rispettivamente, titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante e strumenti ibridi non quotati emessi da Mps Capital Trust II e garantiti da Banca Monte dei Paschi di Siena. Le 6 offerte obbligatorie sono state successive al passaggio della quota di controllo (Management Et Capitali, Banca Intermobiliare Gestioni e Investimenti, Snai, Bulgari, Gruppo Coin, AS Roma). Le 10 offerte pubbliche di scambio, infine, hanno avuto ad oggetto 2 prestiti obbligazionari, una polizza assi-curativa e 7 azioni ordinarie emesse da istituti di credito non quotati.

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 2011

	su azioni quotate ¹	su obbligazioni e warrant ²	su azioni non quotate	su altri strumenti ³	totale
volontarie	6	3	7	1	17
preventive	1				1
successive	6				6
su azioni proprie					
<i>totale</i>	<i>13</i>	<i>3</i>	<i>7</i>	<i>1</i>	<i>24</i>
<i>obbligo/diritto di acquisto⁴</i>	<i>5</i>				

Fonte: Consob. ¹ Sono incluse azioni ordinarie, privilegiate e di risparmio. ² Il dato comprende un'offerta avente ad oggetto titoli quotati sulla Borsa di Lussemburgo convertibili in azioni ordinarie Banca Mps. ³ Sono incluse le quote di fondi e le polizze assicurative. ⁴ Documenti integrativi finalizzati ad assolvere agli adempimenti informativi connessi all'obbligo/diritto di acquisto ex artt. 108 e 111 del Tuf.

Nel corso dell'anno la Commissione ha inoltre rilasciato il giudizio di equivalenza sul contenuto del documento relativo all'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa da Prysmian sulla totalità delle azioni della Draka Holding, società di diritto olandese quotata presso l'Euronext di Amsterdam.

Le informazioni contenute nel documento d'offerta sono state ritenute equivalenti rispetto ai requisiti informativi prescritti per il prospetto di offerta e quotazione dal regolamento 809/2004/Ce. L'offerta, svoltasi esclusivamente in Olanda, si è conclusa nel febbraio 2011. L'espressione del giudizio di equivalenza ha consentito alla società di avvalersi dell'esenzione, prevista dalla normativa, dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo di offerta e quotazione delle azioni Prysmian di nuova emissione.

In 5 casi la Commissione ha fissato il corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto di azioni ordinarie, ai sensi dell'art. 108, comma 4, del Tuf.

La Consob ha inoltre deliberato la pubblicazione di due documenti informativi con cui sono stati assolti gli adempimenti connessi all'obbligo di acquisto e al diritto d'acquisto, ai sensi degli artt. 108, comma 2, e 111,

comma 1, del Tuf; in due casi di offerte pubbliche di scambio, la Commissione ha ritenuto applicabile l'esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, di cui all'articolo 102, comma 4-*bis*, del Tuf.

La Commissione nel corso dell'anno è intervenuta come di consueto a fornire chiarimenti e orientamenti interpretativi in materia di offerta pubblica di acquisto (Opa) in risposta a quesiti collegati a specifiche operazioni.

In numerosi casi, è intervenuta in merito a operazioni di salvataggio di società quotate in crisi, ritenendo applicabile l'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.

In un caso, la Consob si è espressa in ordine alla sussistenza dei requisiti per l'esenzione dall'obbligo di Opa prevista dall'art. 106, comma 5, lett. *e)*, del Tuf conseguente a operazioni di fusione o scissione approvate in base a effettive e motivate esigenze industriali. Rispetto a un'operazione di aumento di capitale in opzione, invece, l'Istituto non ha ritenuto applicabile l'esenzione dall'obbligo di offerta per 'cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente', prevista dal combinato disposto degli artt. 106, comma 5, lett. *c)*, del Tuf e 49, comma 1, lett. *d)*, del Regolamento Emittenti, in quanto le peculiari modalità in cui si sarebbe realizzata l'operazione erano tali da far ritenere non applicabile l'esenzione.

Con riguardo al caso Fondiaria-Sai, la Commissione si è espressa rispetto a 2 diversi quesiti.

In relazione all'acquisto da parte di Groupama di partecipazioni rilevanti in Premafin e in Fondiaria-Sai, ai sensi dell'art. 106 del Tuf, sono stati ritenuti sussistenti gli obblighi di Opa.

Relativamente all'operazione di ricapitalizzazione di Fondiaria-Sai e al relativo accordo di investimento sottoscritto il 22 marzo 2011 da Premafin e Unicredit, la Commissione ha preso atto del fatto che assumeva rilievo la ricorrenza dei presupposti per la cosiddetta esenzione da salvataggio prevista dalla nuova regolamentazione in materia di Opa, approvata nell'aprile 2011. In particolare in applicazione del nuovo art. 49, comma 1, lett. *b)*, n.1 par. iii, del Regolamento Emittenti è stato riconosciuto che Fondiaria-Sai versava in una situazione di crisi, attestata da richieste che l'Isvap aveva formulato al fine di prevenire il ricorso all'amministrazione straordinaria o alla liquidazione coatta amministrativa, e che l'operazione prospettata costituiva una ricapitalizzazione idonea a prevenire il ricorso a tali procedure.

La Commissione nel corso dell'anno ha accertato che Ladurner Finance, Iniziativa Gestione Investimenti Sgr e La Finanziaria Trentina hanno agito di concerto cooperando tra di loro, sulla base di un accordo volto ad acquisire, perlomeno da parte di Ladurner Finance, il controllo della Greenvision Ambiente.

In particolare la Commissione ha accertato che le suddette società, per effetto degli acquisti effettuati in data 7 giugno 2010, avevano congiuntamente superato la soglia del 30 per cento del capitale sociale della Greenvision Ambiente,

soglia rilevante ai sensi degli artt. 106, comma 1 e 109, comma 1, del Tuf, e che, in relazione a tale superamento, non erano stati adempiuti gli obblighi di promozione di un'offerta pubblica di acquisto previsti dal combinato disposto dei citati artt. 106, comma 1 e 109, comma 1, del Tuf. In alternativa all'alienazione di cui al comma 1 dell'art. 110 del Tuf, la Consob (con delibera 17986 del 9 dicembre 2011) ha imposto a Ladurner Finance, Iniziativa Gestione Investimenti Sgr e a La Finanziaria Trentina, in forza delle disposizioni di cui al comma 1-*bis* del medesimo articolo, la promozione di una offerta pubblica totalitaria sulle azioni Greenvision Ambiente non detenute dalle società medesime, congiuntamente considerate.

Si rammenta, infine, che per effetto del recepimento della Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, a seguito dell'intervenuta modifica della disciplina applicabile e tenuto conto del mutato contesto di mercato, la Commissione ha approvato una comunicazione in materia di modifica della percentuale di flottante rilevante per l'obbligo di acquisto, previsto dall'art. 108, comma 2, del Tuf (Riquadro 9).

4 L'informativa contabile

In attuazione degli articoli 118-*bis* del Tuf e 89-*quater* del Regolamento Emittenti, l'attività di vigilanza sull'informativa finanziaria anche nel 2011 ha seguito il cosiddetto approccio *risk based*, volto a selezionare le società che presentano i maggiori profili di rischio per la trasparenza e la correttezza dell'informazione finanziaria.

Al fine di cogliere i segnali di potenziali anomalie, l'Istituto ha affinato gli indicatori utilizzati per l'individuazione delle società con particolari carenze del sistema di controllo di gestione.

Nella selezione del campione, sono state pertanto considerate anche eventuali anomalie nell'andamento degli indicatori relativi ai prezzi, negli scostamenti dei rendimenti rispetto alla media di settore e nella volatilità delle quotazioni, oltre alle criticità che emergono da istruttorie in corso, da giudizi negativi o con rilievi formulati dai revisori, da segnalazioni dell'Autorità Giudiziaria e di altre autorità di vigilanza o degli organi di controllo delle società.

L'insieme di emittenti identificato sulla base di tali indicatori, come già nel 2010, è stato integrato con un campione selezionato in maniera casuale comprendente una quota pari a un quinto delle società quotate (metà delle quali estratte dall'insieme delle società a maggiore capitalizzazione e con maggiori volumi di scambio).

L'aggravarsi della crisi del debito sovrano ha inoltre indotto l'Istituto a tenere in particolare considerazione, in sede di accertamento della correttezza dell'informativa periodica, specifiche poste di bilancio maggiormente sensibili al quadro della congiuntura.

Riquadro 9

La comunicazione Consob in materia di modifica alla percentuale di flottante rilevante per l'obbligo di acquisto

La comunicazione 11065125 del 21 luglio 2011, che modifica la precedente comunicazione 2078716 del 2002, ha ridefinito le soglie di flottante che determinano l'obbligo, per chiunque detenga una partecipazione superiore al 90 per cento del capitale, rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro 90 giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni (art. 108, comma 2, del Tuf).

L'intervento della Consob si è ispirato all'opportunità di contemperare gli interessi degli azionisti di minoranza, a cui va assicurata la possibilità di un rapido disinvestimento nel caso in cui il titolo divenga illiquido, con quello degli investitori intenzionati a mantenere il possesso delle azioni, posto che attualmente Borsa Italiana fa seguire all'esercizio dell'obbligo di acquisto la revoca della quotazione delle relative azioni penalizzando gli investitori che contavano di poter continuare a beneficiare della quotazione ufficiale. Tale interesse dovrebbe essere senz'altro considerato qualora si dovesse ritenere che il flottante conseguente all'intervento della Consob, sia comunque idoneo ad assicurare un regolare andamento delle negoziazioni.

Al fine di stabilire un livello minimo di flottante, astrattamente idoneo a garantire la regolarità dell'andamento delle quotazioni, la Commissione ha ritenuto opportuno tenere conto della liquidità e della capitalizzazione di mercato delle società. Sulla base di verifiche condotte su un periodo ritenuto sufficientemente ampio è stato osservato che la liquidità aumenta all'aumentare del valore totale di titoli costituenti il flottante disponibile per le negoziazioni sul mercato. Sulla base di tale assunto e tenuto conto della necessità di considerare possibili futuri mutamenti di scenario dei prezzi di mercato, è stato fissato un valore minimo di 250 milioni di euro quale prima soglia di capitalizzazione del flottante, necessaria ai fini dell'elevazione della partecipazione oltre il 90 per cento. Inoltre, è stato ritenuto opportuno stabilire: *i)* soglie di flottante crescenti per livelli crescenti di capitalizzazione, poiché livelli crescenti di controvalori del flottante residuo appaiono offrire adeguate garanzie di mantenimento di un «flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni»; *ii)* 4 livelli di partecipazione superiori al limite del 90 per cento, in un intervallo compreso tra il 91 e il 94 per cento, con incrementi dell'uno per cento.

Con riferimento alle banche quotate, in particolare, è stata verificata la corrispondenza delle notizie pubblicate rispetto alle indicazioni fornite dall'Esma nella raccomandazione relativa alle informazioni da rendere nelle relazioni finanziarie in merito alle esposizioni detenute in titoli di debito sovrano.

L'Istituto ha infine convocato le banche indicate nella Raccomandazione dell'Eba, al fine di valutare gli effetti sui conti delle misure di rafforzamento patrimoniale richieste e la relativa informativa da fornire nelle relazioni finanziarie annuali 2011.

5 La vigilanza sugli organi di controllo interno

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sugli organi di controllo, la Consob è intervenuta per verificare la corretta applicazione delle norme sul voto di lista previste nel Regolamento Emittenti per la nomina del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza. Al fine di mettere in luce eventuali rapporti di collegamento tra liste contrari allo spirito della disciplina, la Commissione ha formulato richieste di trasparenza che potessero assicurare al mercato adeguata informazione sulle relazioni esistenti tra i soci presentatori delle liste stesse.

La Commissione ha formulato richieste di trasparenza in occasione del rinnovo della composizione degli organi sociali di Mediobanca Spa, circa possibili collegamenti tra due delle tre liste presentate per la nomina del collegio sindacale: quella presentata da Unicredit Spa e quella presentata dalla Fondazione Cariverona. Al fine di evidenziare possibili legami tra liste la Consob ha richiesto alla Fondazione Cariverona di integrare le informazioni fornite al pubblico sulle relazioni esistenti con Unicredit e ha inoltre richiesto alla stessa Mediobanca di rendere note al mercato le proprie considerazioni sulla sussistenza di rapporti di collegamento tra tali liste. Alla luce di quanto argomentato dalla Fondazione, la Commissione ha inviato una ulteriore nota ai medesimi soggetti con la quale ha comunicato di ritenere sussistenti rapporti di collegamento tra le due liste, nella più ampia accezione intesa dal legislatore. A seguito di tale intervento e in linea con le posizioni successivamente espresse dagli organi sociali della stessa Mediobanca, i candidati della lista della Fondazione hanno ritirato la propria candidatura. Nel corso dell'assemblea tenutasi nel mese di ottobre, il sindaco di minoranza è stato espresso dalla terza lista presentata da un gruppo di investitori istituzionali.

Analogamente, anche in occasione della modifica del sistema di *governance* di Banca Popolare di Milano scrl (Bpm) e di rinnovo delle cariche sociali della stessa, la Commissione ha formulato richieste di trasparenza in ordine alla formazione e presentazione delle liste per la nomina del consiglio di sorveglianza nonché a possibili collegamenti tra le stesse, con particolare riferimento a rapporti eventualmente sussistenti tra l'associazione 'Amici della Bipiemme' e la lista presentata dall'organismo di investimento collettivo in valori mobiliari Invest Industrial IV LP, anche tenuto conto delle modifiche statutarie introdotte su richiesta della Banca

d'Italia. Le richieste di trasparenza hanno riguardato anche le modalità di progressione di carriera dei dipendenti della banca, a seguito della diffusione di notizie stampa sull'esistenza di un documento stilato dalla succitata associazione sulle modalità di avanzamento in carriera dei suddetti dipendenti, e la controversia sorta tra la banca e un socio in merito alle modalità di accesso ai dati anagrafici contenuti nel libro soci. Infine, la Consob ha partecipato all'assemblea del 22 ottobre 2011 al fine di verificarne le modalità di svolgimento. In tale occasione l'assemblea ha appreso del contenuto di una lettera con la quale Banca d'Italia esortava a individuare i componenti del nuovo consiglio di gestione tra soggetti che non avessero già ricoperto incarichi in Bpm o nelle sue controllate e chiedeva altresì di consegnare la nota in questione al neo eletto presidente del consiglio di sorveglianza per darne lettura all'inizio della prima seduta del nuovo organo consiliare. Su richiesta della Consob il contenuto della suddetta lettera è stato reso pubblico nella sua interezza.

La Consob ha inoltre svolto la consueta attività di vigilanza in materia di cumulo degli incarichi per i componenti degli organi di controllo di società quotate e diffuse. Al riguardo, si segnala la recente modifica della disciplina del cumulo degli incarichi contenuta nel Regolamento Emittenti, adottata ad esito dei lavori del Tavolo per la Semplificazione Regolamentare.

In particolare, la Commissione ha approvato nel gennaio scorso alcune modifiche regolamentari nell'intento di ridurre l'onerosità del sistema di ponderazione degli incarichi per i membri degli organi di controllo che esercitano incarichi in emittenti quotati o diffusi in misura marginale. La modifica regolamentare, infatti, esclude dall'ambito di applicazione dei limiti al cumulo degli incarichi e dei connessi obblighi di informativa alla Consob coloro i quali esercitano la carica di componente degli organi di controllo in un solo emittente quotato o diffuso. La modifica regolamentare è entrata in vigore il 22 febbraio 2012.

Nell'ambito della vigilanza sull'applicazione del Regolamento sulle operazioni con parti correlate, sono state effettuate richieste di informazioni agli organi di controllo sulla concreta applicazione delle disposizioni regolamentari.

In particolare, le richieste hanno riguardato l'osservanza della disciplina regolamentare e delle procedure adottate dalle società con riferimento a operazioni di maggiore rilevanza comunicate al mercato, operazioni ordinarie e a condizioni di mercato esentate da obblighi procedurali e di informativa continua ma comunicate alla Consob, e assegnazioni di compensi ad amministratori.

La Consob ha inoltre formulato ulteriori richieste agli organi di controllo in merito all'attività di vigilanza svolta ai sensi dell'art. 149 del Tuf, con specifico riferimento alle verifiche dell'adeguatezza della struttura organizzativa, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile della società.

Al fine di accertare il rispetto da parte dei membri degli organi di controllo dei requisiti di indipendenza prescritti dalla legge, sono state formulate richieste sulle relazioni esistenti con la società in cui svolgono l'incarico e i relativi amministratori,

richiedendo la trasmissione delle informazioni che ciascun componente è tenuto a comunicare alla società ai fini della verifica della sussistenza dell'indipendenza. Tale attività si inserisce in un più sistematico programma di verifica delle valutazioni svolte dagli organi di amministrazione e controllo sull'indipendenza dei loro componenti.

Nel corso del 2011 l'Istituto ha per la prima volta deciso di assistere ad alcune delle assemblee delle società quotate, al fine di verificare il regolare svolgimento dei lavori e le modalità di partecipazione realmente offerte agli azionisti di minoranza.

In particolare, la Consob ha partecipato a 6 assemblee, caratterizzate da deliberazioni o vicende societarie più complesse, ad esempio nei casi di rinnovo degli organi sociali in presenza di più di due liste di candidati, di deliberazioni straordinarie connesse a situazioni di crisi e di segnalazioni pervenute per il tramite di esposti. La partecipazione del personale dell'Istituto alle assemblee è avvenuta in qualità di meri uditori e non è stata resa nota agli azionisti.

6 La vigilanza sulle società di revisione

Al 31 dicembre 2011 risultavano iscritte all'Albo Speciale 21 società di revisione, numero immutato rispetto al 2010.

Si rammenta che, nonostante il d.lgs. 39/2010, con il quale è avvenuto il recepimento della Direttiva 2006/43/CE in materia di revisione legale dei conti, abbia esonerato la Consob dalla tenuta dell'Albo Speciale delle società di revisione, la Commissione conserva le proprie attribuzioni in merito alla tenuta dell'Albo Speciale fino all'emanazione dei previsti regolamenti del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Nel corso dell'anno, pertanto, la Consob ha esercitato i poteri che ancora le competono, approvando la modifica della delibera di iscrizione nell'Albo Speciale di una società di revisione che ha mutato la propria forma societaria, da società di persone in società di capitali, con conseguente variazione della denominazione sociale.

Si è provveduto, inoltre, all'iscrizione di 8 società di revisione estere nell'apposita Sezione A dell'Albo Speciale secondo il procedimento di 'registrazione informativa'.

Nel corso del 2011, in vista della scadenza del regime transitorio, la Commissione Europea ha emanato nuove disposizioni per tenere conto dell'evoluzione dei sistemi di controllo sull'attività di revisione in vigore nei diversi paesi terzi.

Tali disposizioni prevedono l'individuazione di 3 categorie di revisori esteri, a seconda del tipo di paese terzo da cui gli stessi provengono. In particolare, si distingue tra paesi per i quali è stato rinnovato il regime transitorio, paesi per i quali

è stata dichiarata l'equivalenza, paesi al di fuori del regime transitorio e per i quali non è stata dichiarata l'equivalenza.

A seguito della suddetta decisione della Commissione Europea, e in attesa dell'istituzione del Registro dei Revisori legali da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze, si è reso necessario aggiornare i termini e le modalità di iscrizione dei revisori esteri nell'apposita Sezione dell'Albo Speciale della Consob, modificando la delibera 17439. In particolare, con riguardo ai revisori esteri dei paesi terzi per i quali è stato rinnovato il regime transitorio, è possibile prorogare la cosiddetta 'registrazione informativa' - già disciplinata nella Parte II della delibera 17439 - fino ai bilanci che inizieranno dal 31 luglio 2012 (e cioè che si chiuderanno fino al 30 luglio 2013). Per quanto riguarda, invece, i revisori esteri dei paesi terzi non equivalenti, occorre mantenere l'obbligo di 'registrazione piena' secondo quanto previsto dalla direttiva, già disciplinata nella Parte III della vecchia delibera. Per quanto concerne infine i revisori esteri dei paesi terzi dichiarati equivalenti si è deciso di continuare ad applicare anche in questo caso, in attesa dell'istituzione del Registro dei Revisori legali del Ministero dell'Economia e delle Finanze e dei relativi regolamenti attuativi, le disposizioni relative alla registrazione 'informativa'.

La delibera contenente le modifiche alla delibera 17439 è stata pubblicata sul sito della Consob nel mese di gennaio 2012.

Con delibera 17837 del 28 giugno 2011 la Commissione ha confermato per l'anno 2011 i massimali delle garanzie e delle coperture assicurative delle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale, già fissati per il 2010 con delibera 17379, a copertura dei rischi derivanti dall'esercizio dell'attività di revisione.

La decisione di non modificare i massimali delle garanzie assicurative, strutturate secondo nove classi progressive di volumi d'affari, è discesa anche quest'anno 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 2010.

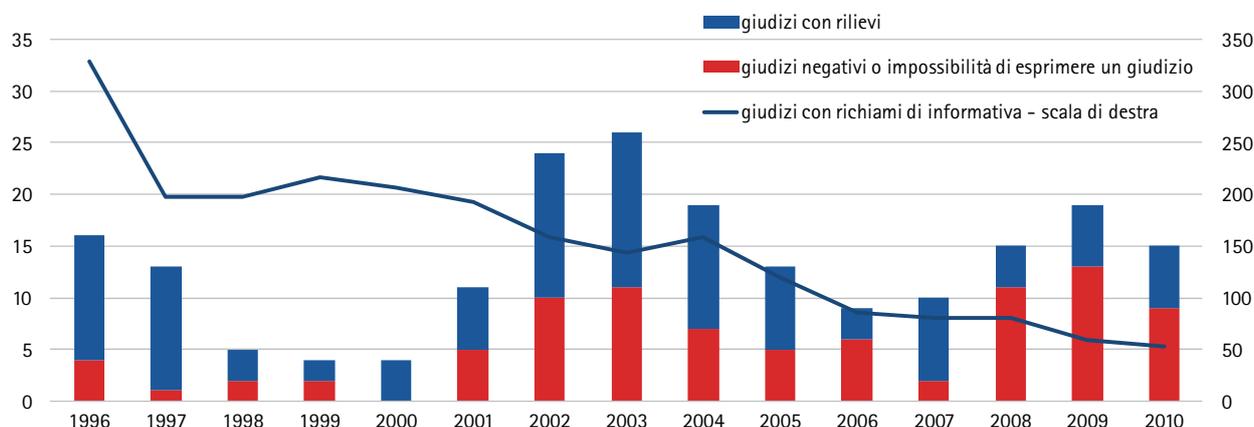
Con riferimento agli incarichi di revisione svolti per l'*audit* 2010, l'entrata in vigore del citato d.lgs. 39/2010, come noto, ha ampliato le categorie ricomprese nella definizione di enti di interesse pubblico, determinando un significativo incremento del perimetro dei soggetti sottoposti a revisione da parte di società di revisione iscritte all'Albo.

Già dall'esame dei dati raccolti dalle società di revisione iscritte all'Albo Speciale, effettuato nel mese di luglio del 2010, era emerso che per l'*audit* 2010 gli enti di interesse pubblico avevano complessivamente conferito un numero di 2.752 (2.838 a luglio 2011) incarichi distribuiti tra circa 300 *partners* (295 nel 2011).

Con riferimento all'esercizio in parola, le società di revisione iscritte all'Albo Speciale hanno espresso un giudizio negativo, o l'impossibilità di esprimere un giudizio, in 9 casi (13 nel 2009); in 6 casi il revisore ha invece espresso giudizi con

rilievi (6 nel 2009); il numero di relazioni di revisione con richiami di informativa si è attestato invece a 53 (59 nel 2009; Fig. 99).

Fig. 99 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.

Nel corso del 2011 è proseguita l'attività di controllo di qualità sulle società di revisione iscritte all'albo.

La vigilanza sulle società di revisione è stata realizzata mediante i consueti interventi preventivi di controllo di qualità, che hanno assunto natura sistematica, e mediante interventi successivi su casi specifici (*enforcement*).

In particolare, sono state completate verifiche su 6 società di revisione (di cui 2 di medie dimensioni e 4 di piccole dimensioni), per 3 delle quali la Consob ha già trasmesso il documento sugli esiti conclusivi contenente gli interventi da porre in essere al fine di superare le carenze riscontrate nel corso degli accertamenti e la relativa tempistica di attuazione; per le restanti 3 i relativi documenti sono in corso di finalizzazione. Si sono inoltre svolte 2 verifiche ispettive nei confronti di altre 2 società di revisione di piccole dimensioni che hanno comportato verifiche anche su un campione rappresentativo di incarichi, le cui risultanze sono in corso di valutazione ai fini delle determinazioni di vigilanza.

Nel corso dell'anno è poi proseguita l'attività di *follow up* connessa agli interventi effettuati nei confronti di 5 società di revisione di piccole dimensioni e su 2 di medie dimensioni, avente ad oggetto la valutazione delle risposte organizzative assunte dalle stesse per superare i rilievi emersi nel corso degli accertamenti.

Per quanto concerne l'attività di *enforcement*, sono state trasmesse 6 lettere di contestazioni nei confronti di 5 società iscritte nell'Albo Speciale (a seguito dell'accertamento di irregolarità nello svolgimento di lavori di revisione relativi ai bilanci di 3 emittenti quotati) di una società le cui azioni sono quotate in un mercato non regolamentato, di un intermediario finanziario e di una società controllante di

emittente quotato. È stata trasmessa inoltre una lettera di richiamo a una società di revisione per l'attività di verifica effettuata sui dati previsionali relativi al primo quadriennio di attività di una costituenda banca popolare, in quanto il revisore ha emesso le relative attestazioni senza rilevare la presenza di anomalie nelle bozze di prospetto informativo esaminate.

È stato infine effettuato un intervento ai sensi dell'art. 18, comma 4, del d.lgs. 39/2010, con il quale è stato richiesto a una società di revisione di apportare modifiche alla relazione di trasparenza pubblicata sul proprio sito internet ai sensi dell'art. 18, comma 1, del medesimo decreto. La richiesta della Consob è stata determinata dalla circostanza che nella relazione di trasparenza la società di revisione indicava la presenza di procedure e di strumenti a presidio dell'indipendenza della società stessa e del proprio personale professionale che, nello svolgimento dei controlli di qualità effettuati dalla Consob, non sono risultati essere stati adottati. Si è trattato del primo caso di adozione di un provvedimento di tale natura.

In continuità con l'approccio seguito negli anni precedenti, l'attività di vigilanza è stata generalmente 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 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) e ai sensi del d.lgs. 39/2010 (emittenti titoli diffusi, banche non quotate), confermando l'approccio sperimentato nell'ambito dei controlli di qualità svolti nel corso del 2010.

Per quanto riguarda gli esiti dei controlli svolti sui requisiti organizzativo-procedurali, pur tenendo conto delle dimensioni dei soggetti sottoposti ai controlli, sono state rilevate numerose aree di debolezza che hanno formato oggetto di raccomandazioni di interventi correttivi, per molti aspetti riconducibili alle tipologie di carenze già riscontrate negli anni scorsi con riferimento alle società di revisione di medie e piccole dimensioni.

In via generale, è stato esaminato l'assetto organizzativo delle società rilevando, in alcuni casi, una gestione frammentata di alcuni aspetti relativi al sistema di controllo della qualità, in quanto affidata ai responsabili dei singoli uffici in assenza di un coordinamento a livello centrale (mancata individuazione di figure responsabili a livello centrale per aree procedurali relative all'indipendenza, l'accettazione e il mantenimento della clientela, l'assegnazione del personale agli incarichi, la consultazione) e di supporti metodologici e strumenti procedurali standardizzati (quale ad esempio la contrattualistica per i rapporti di collaborazione).

Con riferimento a talune società, l'attività di verifica ha riguardato anche le 'reti' professionali (*network*) a cui le società stesse aderiscono. L'analisi ha evidenziato, in generale, l'assenza di coordinamento tra le procedure applicate a livello locale e le *policy* e le direttive impartite dal *network*.

Inoltre, in alcuni casi, come peraltro già rilevato nei controlli della qualità svolti negli anni scorsi sempre con riferimento a società di medie e piccole dimensioni, non è stato semplice accertare l'esistenza o meno di una 'rete', sulla base delle definizioni contenute nelle disposizioni di legge e regolamentari, ovvero è stata rilevata la mancanza di consapevolezza da parte della società esaminata della sua appartenenza a una 'rete'. Quest'ultima circostanza ha confermato, in alcuni casi, la sottovalutazione dei profili di rischio connessi al mancato presidio delle situazioni di possibile incompatibilità, ovvero di minacce all'indipendenza, derivanti dalla prestazione di servizi professionali da parte di altre entità aderenti al medesimo *network*, nei confronti di clienti di *audit* della società di revisione sottoposta a controlli di qualità. È stata quindi raccomandata l'integrazione delle procedure adottate al fine di rilevare l'eventuale presenza di profili di incompatibilità in relazione ai servizi offerti da altre entità del *network* a clienti per i quali le società di revisione svolgono incarichi di revisione legale.

Con riferimento al tema del rispetto dei requisiti di indipendenza, sono stati raccomandati interventi di rafforzamento delle procedure per la verifica della completezza e correttezza delle attestazioni di indipendenza rese dai soci e dai dipendenti ai fini dell'emissione delle proposte di servizi professionali e dell'assegnazione dei *team* allo svolgimento degli incarichi - richiedendo l'applicazione di tali procedure anche ai collaboratori esterni eventualmente impiegati. Tali interventi possono essere costituiti dall'introduzione di meccanismi di controllo per l'accertamento della correttezza di quanto dichiarato e più in generale di presidi per la gestione di situazioni che possono configurare minacce all'indipendenza e di adeguati interventi di formazione in materia.

Sempre in materia di indipendenza, sono state rilevate carenze in relazione alle informazioni a disposizione del personale professionale, necessarie per svolgere una valutazione consapevole delle potenziali situazioni di incompatibilità. Al riguardo, è stato raccomandato di modificare le procedure vigenti prevedendo l'integrazione delle informazioni presenti nell'*independence database* con quelle richieste dalla normativa in vigore e la previsione dell'aggiornamento periodico di tali informazioni individuando le figure responsabili di tale attività.

Con riferimento poi agli eventuali servizi *non audit* prestati alle società clienti, in numerose circostanze è stata rilevata l'assenza di una specifica procedura volta a valutare *ex ante* (in sede di accettazione dell'incarico) la compatibilità di tali servizi con il mantenimento della necessaria indipendenza nello svolgimento dell'incarico di revisione. Al riguardo è stata raccomandata l'adozione di apposite procedure finalizzate a disciplinare tali situazioni e l'opportunità di implementare idonei presidi.

In materia di riservatezza, con riferimento alla tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, previsto dalla disciplina sugli abusi di mercato, è stata raccomandata l'adozione di specifiche procedure volte a disciplinare le modalità di gestione del registro e gli adempimenti correlati.

In tema di assunzione del personale è stata raccomandata l'introduzione di procedure volte a individuare il fabbisogno di personale professionale sulla base delle esigenze collegate al numero e alla tipologia degli incarichi in essere e potenziali, nonché tenuto conto del *turnover* fisiologico del personale.

Con riferimento alla formazione del personale, è stata diffusamente riscontrata, come peraltro già rilevato nei controlli della qualità svolti negli anni scorsi sempre con riferimento a società di medie e piccole dimensioni, l'assenza di adeguati programmi di formazione su base annuale, volti a garantire la conoscenza della metodologia di *audit* adottata, dei principi contabili e di revisione di riferimento, della normativa sull'indipendenza, degli adempimenti richiesti dalla normativa antiriciclaggio e che tenessero conto delle specifiche esigenze formative delle diverse qualifiche del personale - e quindi del diverso ruolo svolto dalle varie figure all'interno dei *team* di revisione - e delle peculiarità di settori economici specifici (quali quello bancario, assicurativo e dell'intermediazione finanziaria). A tal ultimo proposito, un importante profilo oggetto di raccomandazione ha riguardato l'utilizzo di specialisti per affrontare temi che richiedono specifiche competenze (quali quello dell'*electronic data processing* - *Edp audit* e della valutazione di strumenti finanziari complessi), tenuto anche conto che le procedure di consultazione, sia interna sia esterna, sono risultate diffusamente inadeguate e quindi anch'esse oggetto di intervento.

In relazione alla valutazione dei *partner* e del personale con qualifiche manageriali, sono state rilevate carenze nella disciplina del processo valutativo e di definizione della relativa remunerazione. Al riguardo, ha formato oggetto di raccomandazione l'adozione di procedure di valutazione del personale con posizioni apicali, che tengano debitamente conto della qualità del lavoro svolto.

Sul tema della composizione dei *team*, sono state poi riscontrate carenze nel processo di assegnazione delle risorse agli incarichi, con particolare riferimento all'assegnazione di risorse con ruolo di supervisione e alla documentazione delle valutazioni svolte a supporto dei processi di assegnazione. In tali casi, è stato raccomandato di predisporre/integrare le procedure aziendali al fine di tenere conto dei citati aspetti.

Un ulteriore profilo caratterizzante in particolare le società di piccole dimensioni esaminate, è la necessità di adottare un manuale di *audit*, che descriva la metodologia e l'approccio da seguire nei lavori di revisione, ovvero di migliorare la manualistica di riferimento per lo svolgimento dell'attività di revisione, che è risultata in taluni casi disallineata ai principi professionali di riferimento e non adeguata a disciplinare tecnicamente lo svolgimento della revisione in settori particolari (quali quello bancario, assicurativo e dell'intermediazione finanziaria). Al riguardo, l'esame

degli incarichi selezionati ha evidenziato debolezze nell'analisi dell'ambiente di controllo e nella valutazione dei rischi di revisione, nonché nella predisposizione dei programmi di revisione e nella documentazione delle procedure di verifica svolte.

Inoltre, sono state generalmente confermate carenze nel processo di assegnazione del cosiddetto *second partner reviewer* o *independent reviewer* e nella documentazione dell'effettivo riesame svolto da tale figura professionale, incaricata di riesaminare il lavoro svolto dal *team* prima dell'emissione del giudizio. Anche questi aspetti hanno quindi dato luogo a specifiche raccomandazioni.

Ulteriori raccomandazioni sono state formulate alle società di revisione in relazione all'opportunità di istituire punti di controllo esterni al *team* al fine di monitorare la coerenza tra ore previste e ore a consuntivo nell'ambito dell'espletamento dei lavori di revisione, il rispetto di un'adeguata combinazione qualitativa e quantitativa delle risorse impiegate, nonché la compatibilità del monte ore gestito da *partner* e *manager*.

Le contenute dimensioni di alcuni soggetti sottoposti a controllo rappresentano inoltre la causa delle debolezze procedurali riscontrate nell'archiviazione delle carte di lavoro, rispetto alla quale è stata generalmente rilevata l'assenza di adeguati presidi volti a garantire il rispetto dei termini per l'archiviazione delle carte di lavoro previsti dalle norme tecniche di riferimento (normalmente 60 giorni) e la loro integrità e sicurezza, a causa principalmente dell'assenza di supporti elettronici per la documentazione dei lavori. Al riguardo, è stato chiesto di implementare procedure di archiviazione che consentano il pieno rispetto dei termini e delle modalità previste dalle norme tecniche di riferimento.

Specifiche raccomandazioni sono state formulate alle società di revisione 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 di risorse adeguate allo svolgimento dell'incarico, come peraltro già effettuato nei controlli della qualità svolti negli anni scorsi sempre con riferimento a società di medie e piccole dimensioni. Al riguardo, si è richiesto di documentare più adeguatamente i processi di valutazione compiuti, sia in fase di accettazione di un nuovo cliente che di valutazione sul mantenimento della clientela in portafoglio, quest'ultima da svolgersi con cadenza annuale, e di introdurre forme di controllo sull'effettivo svolgimento di tali valutazioni prima di giungere alla formulazione delle proposte di incarico e di avviare i lavori di revisione.

Infine, si sono resi necessari interventi particolarmente rilevanti per garantire l'istituzione o il rafforzamento delle procedure di controllo interno delle società esaminate. Tali controlli, infatti, laddove svolti, sono risultati spesso insufficienti e, talvolta, è stata riscontrata l'assenza di appositi piani di azione finalizzati a superare le carenze emerse in sede di monitoraggio, sia con riferimento agli incarichi che alle aree procedurali esaminate. Si è per-

tanto raccomandato lo svolgimento di più efficaci programmi di monitoraggio delle procedure di controllo della qualità e degli incarichi selezionati a campione, sulla base delle indicazioni contenute nel Documento n. 220, prevedendo l'adozione di appropriati piani di azioni correttive per il superamento delle carenze eventualmente rilevate.

Con riferimento, invece, all'esame degli incarichi selezionati, i controlli hanno interessato principalmente società appartenenti al settore finanziario (Banche, Sim, Sgr) e generalmente hanno avuto come obiettivo la verifica della correttezza del processo di revisione nelle sue fasi fondamentali (la pianificazione del lavoro, le procedure di verifica finalizzate all'analisi e alla valutazione del sistema di controllo interno, le procedure di verifica svolte sulle poste di bilancio, la valutazione dei relativi esiti a conclusione del lavoro).

Le principali debolezze riscontrate nel concreto svolgimento dell'attività di revisione da parte delle società esaminate, rispetto alle norme tecniche di riferimento, riguardano in particolare le procedure svolte nelle diverse fasi della pianificazione dei lavori (conoscenza del cliente, valutazione del presupposto della continuità aziendale, valutazione del rischio di frode, analisi dei sistemi amministrativo-contabili e di controllo interno, individuazione di parti correlate, valutazione dei rischi).

Sono state rilevate debolezze anche nelle modalità di acquisizione degli elementi probativi, riconducibili all'assenza di verifiche sull'affidabilità dei dati contabili proveniente da entità esterne non soggette a controllo da parte del revisore (cosiddetto *outsourcing*), così come a carenze nelle modalità di svolgimento delle procedure di conferma esterna (particolarmente importanti nello svolgimento dell'*audit*) e nelle verifiche dei rapporti con parti correlate.

È stata inoltre valutata la sufficienza e l'appropriatezza degli elementi probativi acquisiti a supporto delle conclusioni formulate nella relazione di revisione, con riferimento alle principali aree di bilancio (in termini di significatività e rischiosità) degli incarichi esaminati. Rispetto a tali aree di bilancio sono state rilevate debolezze nella revisione delle immobilizzazioni materiali, delle partecipazioni in società controllate e non, dei titoli in portafoglio, dei depositi e dei conti correnti e delle commissioni attive e passive. Infine, è stata rilevata una documentazione nelle carte di lavoro delle valutazioni a supporto delle conclusioni espresse nella relazione di revisione non sempre adeguata.

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 sugli aspetti sopra indicati attraverso l'emanazione di disposizioni interne e la realizzazione di appositi interventi formativi.

II La vigilanza sui mercati

1 Gli abusi di mercato

La vigilanza in tema di abusi di mercato nel corso del 2011 si è concentrata sul potenziamento dell'attività preliminare di indagine, al fine di consentire una più efficace selezione dei casi in relazione ai quali effettuare approfondimenti nella fase successiva di accertamento. Nel corso dell'anno, pertanto, sono state svolte analisi preliminari su 157 casi (a fronte dei 105 esaminati nel 2010), di cui 48 hanno riguardato ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, 101 ipotesi di manipolazione operativa e 8 di manipolazione informativa.

Nell'ambito delle attività di *detection* particolare attenzione è stata dedicata agli strumenti non *equity*. Tali strumenti sono stati di frequente oggetto di condotte di *price positioning*, ossia di operazioni concluse in un mercato con la finalità di influenzare impropriamente il prezzo di altri strumenti finanziari collegati, negoziati sullo stesso mercato o su altre *trading venues*.

Al fine di potenziare l'attività di accertamento nel corso del 2011 è proseguita l'intensa attività di confronto con l'industria in tema di segnalazione delle operazioni sospette già avviata negli anni precedenti. Gli intermediari sono stati invitati non solo a incrementare il livello qualitativo, ancor più che quantitativo, delle segnalazioni, ma anche ad adottare le misure ritenute di volta in volta opportune a richiamare l'attenzione della clientela al rispetto delle norme. È stata altresì realizzata una serie di incontri con le società di gestione dei mercati e di alcuni *multilateral trading facilities* (Mtf) al fine di individuare misure utili a rimuovere condotte potenzialmente illecite, o comunque idonee ad alterare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e funzionamento dei mercati.

Nel 2011 l'Istituto ha concluso 29 indagini in materia di abusi di mercato, formulando ipotesi di illeciti amministrativi in 15 casi, relativi, rispettivamente, ad abuso di informazioni privilegiate (7 casi), manipolazione informativa (2 casi) e manipolazione operativa (6 casi; Tav. 28). In 8 dei 15 casi (3 relativi ad abuso di informazioni privilegiate e 5 a ipotesi di manipolazione operativa) è stata altresì trasmessa una relazione all'Autorità Giudiziaria.

I 4 casi di abuso di informazioni privilegiate che non sono stati segnalati all'Autorità Giudiziaria si riferivano esclusivamente a cosiddetti insider secondari, cioè

a soggetti entrati in possesso dell'informazione privilegiata per ragioni non riconducibili alla propria professione o funzione (art. 187-bis, comma 4, del Tuf), per i quali non sono previste sanzioni penali. Uno dei 3 casi di manipolazione, per i quali è stata formulata un'ipotesi di illecito amministrativo ma non è stata trasmessa una segnalazione all'Autorità Giudiziaria nel 2011, era già noto alla Procura competente, uno era già stato segnalato nel 2010, e uno è stato segnalato nel 2012.

Tav. 28 Risultati delle indagini in materia di abusi di mercato

	ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali		casi in cui non sono stati rilevati illeciti	totale
		di cui per abuso di informazioni privilegiate		
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
2011	15	7	14	29

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

In 5 delle 7 indagini in cui sono state formulate ipotesi di abuso di informazioni privilegiate l'informazione consisteva nel progetto di promuovere un'offerta pubblica di acquisto. Nei rimanenti casi le informazioni riguardavano, rispettivamente, il progetto di una *joint venture* con una società estera e la emissione di un prestito obbligazionario (Tav. 29).

Tav. 29 Tipologia delle informazioni privilegiate nei casi relativi a *insider trading*

	mutamento del controllo – Opa	risultati economici – situazione patrimoniale e finanziaria	operazioni sul capitale – fusioni – scissioni	altre	di cui per ipotesi di front running	totale
2006	--	--	--	2	--	2
2007	1	1	1	--	--	3
2008	1	--	--	1	1	2
2009	--	--	1	1	1	2
2010	2	--	1	--	--	3
2011	5	--	--	2	--	7

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

Dei 5 casi relativi alla promozione di offerte pubbliche di acquisto, 2 sono tra loro collegati e hanno riguardato acquisti effettuati, in prossimità della promozione di 3 distinte offerte, da parte di persone che avevano avuto accesso alle informazioni nella loro qualità di dirigenti di una società di consulenza, che aveva parteci-

pato all'iter di formazione delle offerte, o nell'ambito dei rapporti con i suddetti dirigenti.

Un'altra indagine ha portato all'individuazione di acquisti illeciti di un insider primario e di un insider secondario, il quale aveva ricevuto l'informazione privilegiata dal primo. Pertanto, nell'ambito dei relativi procedimenti amministrativi, all'insider primario è stato anche contestato l'aver comunicato tale informazione al di fuori dell'esercizio delle proprie funzioni (*tipping*). Gli è stata altresì contestata la violazione prevista dall'art. 187-*quinqüesdecies* del Tuf, per aver egli mancato di ottemperare nei termini dovuti alle richieste della Consob e averne ritardato l'esercizio delle funzioni.

Un esempio di abuso di mercato ripetuto ha riguardato gli acquisti effettuati, prima di due distinte offerte, da una società estera riconducibile a un cittadino italiano che ricopriva incarichi nell'ambito del gruppo dell'emittente e che era venuto a conoscenza delle informazioni privilegiate al di fuori della propria attività lavorativa. È stato quindi avviato un procedimento amministrativo nei confronti della società estera per la responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981), nonché ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinqües* del Tuf), mentre già nel 2010 era stato avviato un procedimento amministrativo nei confronti dell'autore della violazione, cui era stata anche contestata la violazione prevista dall'art. 187-*quinqüesdecies* del Tuf per aver egli rilasciato dichiarazioni false in occasione dell'audizione presso la Consob.

Un ultimo caso relativo ad acquisti precedenti la promozione di un'offerta pubblica ha riguardato un insider secondario che era entrato in possesso dell'informazione nell'ambito di rapporti intrattenuti con dirigenti della società promotrice dell'offerta.

Il caso relativo alle operazioni effettuate prima dell'annuncio di una *joint venture* tra una società quotata italiana e una società estera ha riguardato un insider secondario residente negli Stati Uniti, che aveva operato, per il tramite di un intermediario austriaco, dopo aver appreso la notizia privilegiata nell'ambito di rapporti intrattenuti con il *top management* dell'emittente italiano. La Consob ha condotto l'indagine avvalendosi della collaborazione delle competenti autorità statunitensi e austriache.

Nell'indagine concernente l'illecita comunicazione ad alcuni intermediari della notizia della prossima emissione di un prestito obbligazionario, circostanza suscettibile di influenzare l'andamento del prezzo delle obbligazioni dello stesso emittente già negoziate, l'autore della violazione era un *trader* della succursale londinese di una primaria banca italiana coinvolta nel collocamento. Il *trader* aveva appreso la notizia privilegiata al di fuori della propria attività lavorativa presso la banca. Sono stati avviati, pertanto, procedimenti amministrativi sia nei confronti del *trader* autore della violazione, sia dell'ente di appartenenza in relazione alla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981), nonché ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinqües* del Tuf). Gli intermediari che avevano ricevuto dal *trader* l'informazione

privilegiata non hanno effettuato operazioni prima della comunicazione al pubblico della stessa e, pertanto, non sono stati avviati procedimenti nei loro confronti.

Con riguardo alle ipotesi di manipolazione, 4 casi di manipolazione operativa hanno avuto ad oggetto le condotte di *traders on line*, talvolta ripetute nel tempo e relative a diversi strumenti finanziari.

In due casi i responsabili delle violazioni hanno effettuato 'operazioni incrociate' (cosiddetti *improper matched orders*) tramite l'inserimento simultaneo, o a breve distanza di tempo, di ordini di segno opposto che, generando contratti di dimensione anomala, trasmettevano segnali decettivi agli altri partecipanti al mercato circa l'esistenza di un rilevante interesse alla negoziazione dei titoli e, dunque, circa la loro appetibilità. In un caso il *trader* ha operato nel corso di 76 giornate su 35 differenti titoli azionari; nell'altro due *traders*, che agivano di concerto, hanno effettuato operazioni incrociate in 60 giornate su 45 differenti strumenti finanziari.

Un'altra indagine di manipolazione operativa è stata posta in essere da un *on line trader* che inseriva ordini di minime dimensioni tra il *bid-ask spread*, in modo da modificarlo e da indurre variazioni automatiche delle quotazioni offerte dal *market maker*. Il *trader* poteva così concludere con profitto contratti di dimensioni significative alle quotazioni preventivamente manipolate.

Un diverso schema di manipolazione operativa è stato attuato da un *on line trader* mediante operazioni su uno stesso titolo azionario in due sedute consecutive. La strategia si basava su ingenti acquisti, effettuati principalmente al termine della negoziazione continua o nell'asta di chiusura, che determinavano un forte incremento delle quantità scambiate, nonché aumenti del prezzo. In tal modo si fornivano segnali rialzisti al mercato che, producendo effetti anche nella seduta immediatamente successiva, consentivano al *trader* di chiudere la posizione con profitto.

Un'indagine di manipolazione operativa ha avuto ad oggetto acquisti di azioni di una società neo quotata effettuati di concerto dalla società controllante (che operava su ordini del relativo amministratore delegato), da un familiare dell'amministratore delegato e da un dipendente della controllante stessa. Gli acquisti sono stati effettuati durante un periodo di circa 8 mesi in modo da sostenere il prezzo delle azioni e facilitare così un aumento di capitale. In relazione a tale caso sono stati avviati procedimenti amministrativi sia nei confronti delle 3 persone fisiche autrici della violazione, sia della società controllante in relazione alla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981), nonché ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf).

Un diverso schema di manipolazione operativa relativo a una Ipo ha avuto ad oggetto artifici e operazioni volti a richiamare l'attenzione degli investitori sulla prossima ammissione alle negoziazioni. In tale caso la Commissione ha contestato al socio di controllo della società oggetto dell'Ipo di avere ceduto azioni della stessa in modo fittizio e artificioso, per dimostrare l'esistenza del flottante minimo necessario per l'ammissione alle negoziazioni, nonché per aver disposto operazioni e ordini nel corso della prima seduta di negoziazione del titolo al fine di generare l'apparenza di un interesse da parte del mercato.

Un caso di manipolazione informativa ha avuto ad oggetto le dichiarazioni rese ai giornalisti da un imprenditore in merito all'esistenza di trattative finalizzate all'acquisizione del controllo di una società quotata. Le indagini hanno appurato che i dettagli informativi resi pubblici in merito alla concreta possibilità di positiva conclusione delle stesse erano falsi. In relazione a tale caso è stato avviato anche un procedimento amministrativo nei confronti dell'ente di riferimento dell'autore della violazione per la responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf).

Infine, un'indagine di manipolazione ha riguardato le informazioni fornite al pubblico per diversi anni da una banca sulla propria operatività in strumenti finanziari derivati. La Commissione ha avviato un procedimento amministrativo nei confronti dell'amministratore delegato della banca, nonché nei confronti della stessa banca per la responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf). La Consob aveva segnalato tale caso all'Autorità Giudiziaria nel 2010.

L'Istituto ha rilevato illeciti di abuso di mercato con riguardo a 24 soggetti, di cui 5 società coinvolte per responsabilità solidale e in ragione della responsabilità amministrativa (Tav. 30).

Tav. 30 Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato

	intermediari autorizzati ¹	insider istituzionali ²	altri soggetti ³	operatori esteri	<i>totale</i>
abuso di informazioni privilegiate					
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
2011	1	4	5	--	10
manipolazione di mercato					
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
2011	--	7	7	--	14

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. ¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Soci, amministratori, dirigenti di società quotate. ³ Insider secondari (art. 187-*bis*, comma 4, del Tuf).

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 di soggetti a cui sono state inviate richieste di dati e informazioni nel 2011 è stato complessivamente pari a 340. In 61 casi ci si è avvalsi della collaborazione di autorità di vigilanza estere, mentre in 29 casi le richieste sono state finalizzate ad assistere autorità estere in indagini condotte da queste ultime (Tav. 31).

Tav. 31 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato

	soggetti destinatari delle richieste						totale	
	intermediari autorizzati ¹	società quotate e loro controllanti o controllate	soggetti privati <i>di cui audizioni</i>		pubbliche amministrazioni	autorità estere	<i>di cui per conto di autorità estere</i>	
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
2011	161	7	109	57	2	61	340	29

Fonte: Consob. ¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio.

Nel corso del 2011, la Consob si è costituita parte civile in 6 nuovi procedimenti penali in materia di abuso di mercato (tutti per manipolazione). La Commissione aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria una segnalazione all'esito degli accertamenti di vigilanza svolti (Tav. 32). 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.

Nel 2011 sono stati definiti in primo grado 5 procedimenti in materia di abuso di mercato, nei quali la Commissione si era costituita 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; due si sono conclusi con pronunce di assoluzione; uno è stato definito con sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti; uno con dichiarazione di estinzione del reato per prescrizione.

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 ¹	esito al 31 dicembre 2011
2004	2	Aggioaggio	2 sentenze di patteggiamento 1 sentenza di condanna ²
2005	6	Insider trading e aggioaggio	4 sentenze di condanna ³ 2 sentenze di patteggiamento 3 sentenze di non luogo a procedere
2006	9	Insider trading, manipolazione del mercato	4 sentenze di condanna ⁴ 6 sentenze di patteggiamento 2 sentenze di assoluzione ⁵ 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2007	12 ⁶	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 ⁷ 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
2011	6 ⁸	Manipolazione del mercato	1 sentenza di patteggiamento

Fonte: Consob. ¹ *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; aggioaggio: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del c.c., ora art. 185 del Tuf. ² 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. ³ 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. ⁴ 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. ⁵ 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. ⁶ In un caso, a seguito della regressione alla fase delle indagini preliminari, il procedimento è stato archiviato nel corso del 2008. ⁷ 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. ⁸ Tra i sei, successivamente alla costituzione di parte civile, due procedimenti sono stati riuniti per connessione oggettiva e soggettiva.

In senso favorevole alla Consob si segnala la sentenza n. 6605 del 10 ottobre 2011 – concernente l'acquisizione del controllo sulla Banca Antoniana Popolare Veneta Spa – con cui il Tribunale di Milano ha dichiarato gli imputati colpevoli di diversi reati, tra cui l'aggioaggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza. Nelle motivazione della sentenza il Giudice di primo grado ha ricostruito i fatti oggetto di processo fondandosi sugli esiti dell'attività di vigilanza svolta dalla Consob e, in particolare, sulle delibere sanzionatorie e sui rispettivi atti di accertamento emessi dalla Commissione nei confronti di molti protagonisti della vicenda. Il Tribunale di Milano ha altresì riconosciuto i danni non patrimoniali da lesione all'immagine e al prestigio dell'Istituto, liquidati in via equitativa in complessivi 400.000 euro: «Tali danni, rientranti nel novero dell'art. 2059 c.c., vengono liqui-

dati in via equitativa ai sensi dell'art. 1226 c.c., in considerazione della gravità dei fatti, della protrazione temporale degli stessi e del largo spettro delle realtà finanziarie coinvolte nella scalata BAV e, più in generale, nelle operazioni illecite accertate».

In relazione a un caso di aggio, la Corte di Appello di Brescia, con sentenza n. 400 del 7 marzo 2011, ha parzialmente riformato la sentenza del Tribunale di Brescia n. 1445 del 16 dicembre 2008, assolvendo taluni imputati o riducendo le pene loro comminate, revocando, altresì, la condanna al risarcimento dei danni già pronunciata in primo grado in favore della Consob.

Nel processo per aggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni della Consob concernente la vicenda 'Parmalat' la Corte di Cassazione, con sentenza n. 28932 del 4 maggio 2011, ha parzialmente riformato la sentenza della Corte di Appello di Milano, Sez. II, n. 1728 del 26 maggio 2010, prosciogliendo per prescrizione taluni imputati riguardo a una prima fase temporale delle condotte, rideterminando alcune pene e rinviando alla competente Corte d'Appello la decisione relativa alla posizione di un imputato.

Con specifico riferimento all'aggio informativo, la Suprema Corte ha precisato: *«È condotta commissiva (non essendo ipotizzabile la responsabilità per omissione, come retamente ritenuto dalle decisioni del merito), realizzata mediante 'notizie', informazioni – cioè – caratterizzate da un connotato oggettivo (con esclusione di meri apprezzamenti), contrassegnate dalla loro concreta idoneità a influire sul corso delle contrattazioni mobiliari: è questa la condizione per apprezzare la lesività del fatto; caratteristica che si aggiunge all'ulteriore requisito discendente dall'attributo richiesto dal legislatore per far superare alla distorsione la soglia di rilevanza penale (esito che suole racchiudersi nella formula anglosassone della price sensitivity) e che non è stato ritenuto censurabile sotto il profilo della indeterminatezza nella tipizzazione della fattispecie (confronta Sent. C. Cost., 14 dicembre 2004, n. 382, attese le concorrenti indicazioni della fonte normativa comunitaria). Reato di mera condotta, poiché – come dianzi già osservato – prescinde dall'evento naturalistico dell'inganno. L'illecito si realizza al momento della diffusione della notizia. L'evento giuridico è, dunque, costituito dalla distorsione del gioco della domanda e dell'offerta sul mercato mobiliare, dipendente da situazione volutamente incidente sul corretto processo di formazione dei prezzi».*

2 La gestione di mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici

Il 2011 è stato caratterizzato da un'intensa attività di regolamentazione e vigilanza da parte della Commissione.

Nel mese di agosto 2011, la Consob – ai sensi dell'art. 63, comma 2, del Tuf – ha approvato alcune modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, deliberate dall'assemblea della società di gestione del 28 giugno 2011.

Le principali modifiche hanno riguardato: *i)* il sistema di controllo di gestione (Borsa Italiana ha definito una nuova attribuzione di compiti e responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di quotazione); *ii)* la disciplina dell'ammissione sul mercato Mta International; *iii)* il mercato Miv e il recepimento di sopravvenute novità normative in materia di fondi comuni immobiliari e disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario; *iv)* l'inserimento sul segmento Star di una 'clausola di salvaguardia' per l'esclusione di società per le quali si verificano fatti 'in sostanziale contrasto' con il pieno rispetto degli standard caratteristici del segmento; *v)* l'eliminazione della previsione di nomina di uno *sponsor* per la quotazione di *warrant*; *vi)* la previsione, fra le attività sottostanti agli strumenti derivati cartolarizzati negoziati sul mercato SeDex, delle quote o azioni di Oicr aperti.

Con decisione del 23 novembre 2011, è stato espresso dalla Commissione l'assenso alle modifiche alle Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana riguardanti, tra le altre, l'introduzione dei contratti di opzione settimanale sull'indice FtseMib, gli obblighi di quotazione dei *market maker* e degli operatori specialisti e i vincoli alla gestione delle proposte di negoziazione in capo agli operatori.

Come previsto dall'art. 64, comma 1-*bis*, lett. a), del Tuf, la Commissione ha effettuato le proprie valutazioni in merito alle decisioni di ammissione, esclusione e sospensione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni assunte da Borsa Italiana entro cinque giorni dalla comunicazione di quest'ultima, tenendo conto di eventuali elementi informativi diversi da quelli considerati dalla predetta società di gestione dei mercati, nonché delle finalità di tutela degli investitori, trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni.

In particolare, nel corso del 2011 la Consob si è espressa in merito a 3 provvedimenti di Borsa Italiana di sospensione a tempo indeterminato dalle negoziazioni (Uniland, Aicon, Monti Ascensori) e a 4 provvedimenti di revoca dalle negoziazioni (Mariella Burani Fashion Group, Finarte Casa d'Aste, I Viaggi del Ventaglio, Eutelia), riscontrando in tutti i casi l'assenza dei presupposti per l'esercizio del potere di vietare l'esecuzione di una decisione di ammissione o di esclusione, ovvero di ordinare la revoca di una decisione di sospensione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni, ai sensi del citato art. 64 del Tuf.

Nel corso del 2011 sono, inoltre, proseguiti gli incontri con la UK *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 due 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 mese di settembre 2011 è stato avviato un nuovo sistema multilaterale per la negoziazione all'ingrosso di pronti contro termine su titoli di Stato e obbligazioni da parte di una società che già gestisce un diverso sistema; il numero di sistemi multilaterali di negoziazione attivi in Italia è pertanto salito a 9.

Con riguardo agli internalizzatori sistematici, nel corso del 2011 due soggetti bancari, già attivi nel settore obbligazionario, hanno comunicato alla Consob l'avvio dell'attività di internalizzazione in azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati, mentre un operatore, che ha preferito concentrare l'attività di internalizzazione sistematica su una banca del gruppo, ha comunicato la cancellazione.

A dicembre 2011, nei 18 sistemi di internalizzazione attivi nel settore degli strumenti finanziari diversi dalle azioni risultavano ammessi alla negoziazione circa 3.700 strumenti finanziari, la maggior parte dei quali titoli di Stato e obbligazioni proprie o emesse da società del gruppo. Circa il 77 per cento delle ammissioni a negoziazione sono riferibili a 6 sistemi di internalizzazione. Nei listini dei due sistemi di internalizzazione in azioni risultano ammessi circa 120 titoli.

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 n. 16191 in materia di mercati, nonché sul possesso da parte dei canali di diffusione delle informazioni dei requisiti di chiarezza, accessibilità e affidabilità previsti sia dalla normativa comunitaria sia dalla regolamentazione e dalle linee-guida nazionali.

Il 10 luglio 2011 la Consob ha adottato un nuovo regime di notifica in materia di posizioni nette corte, richiedendo agli investitori che detengano posizioni ribassiste rilevanti su società italiane quotate di darne comunicazione alla Commissione.

Il provvedimento, che ha allineato la normativa italiana a quella in vigore nei principali paesi europei, prevede che siano rese note alla Consob le posizioni nette corte, a prescindere dallo strumento finanziario impiegato (azioni, derivati, Etf, altro) al superamento di determinate soglie quantitative. Il primo obbligo di comunicazione scatta al raggiungimento di una posizione netta corta uguale o superiore allo 0,2 per cento del capitale dell'emittente. Successivamente, l'obbligo si attiva per ogni variazione pari o superiore allo 0,1 per cento del capitale. L'obbligo di *reporting*, originariamente in vigore fino al 9 settembre 2011, è stato successivamente prorogato a tempo indeterminato.

Il 12 agosto 2011, tenuto conto della straordinarietà delle condizioni di mercato, la Commissione ha deciso l'adozione di misure restrittive sulle posizioni nette corte su società del comparto finanziario, anche su base *intraday*.

Tale divieto prevede, in sostanza, che non si possa scommettere sul ribasso delle azioni del comparto finanziario, a prescindere dalla 'forma tecnica' (cioè dallo strumento finanziario) impiegata. Il divieto, originariamente in vigore per 15 giorni, è stato prorogato con successive delibere per tutto il 2011. L'attenzione specifica che è stata data alle società quotate del comparto finanziario è giustificata dal ruolo che banche e assicurazioni ricoprono nell'ambito del corretto funzionamento del sistema finanziario, specie in un contesto di elevata fragilità.

Dal 1° dicembre 2011, infine, la Consob ha deciso di proibire, a tempo indeterminato, le vendite allo scoperto 'nude' su titoli azionari, le vendite cioè non assistite dalla disponibilità dei titoli al momento dell'ordine. Il nuovo divieto vale per tutte le azioni quotate sui mercati regolamentati italiani indipendentemente dalla sede di negoziazione e prevede che, prima di vendere allo scoperto dette azioni, l'investitore debba averne la disponibilità (ad esempio, tramite il prestito titoli). Obiettivo del divieto è ridurre il rischio di mancata consegna dei titoli alla data di regolamento dell'operazione e di abusi di mercato.

Nel corso del 2011 la Commissione ha monitorato il rispetto delle disposizioni in materia di posizioni nette corte e vendite allo scoperto adottate nel corso dell'anno, prestando particolare attenzione al 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.

Il 24 febbraio 2012 la Commissione ha deciso di non prorogare ulteriormente il divieto di assumere o incrementare posizioni nette corte sulle azioni del comparto finanziario. Tale decisione è coerente con quanto già deciso dalle altre autorità europee, che in passato avevano preso provvedimenti simili, e tiene conto delle attuali condizioni di mercato.

Restano comunque in vigore, a tempo indeterminato, gli altri provvedimenti a suo tempo adottati in relazione alle azioni quotate sui mercati regolamentati italiani, che hanno introdotto nell'ordinamento italiano – in anticipo rispetto ai tempi previsti – alcune delle misure restrittive contenute nel Regolamento comunitario in tema di vendite allo scoperto e alcuni aspetti dei *credit default swap*, che entrerà in vigore il prossimo 1° novembre.

4 I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nel novembre 2011 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 sono volte principalmente ad adeguare il Regolamento al mutato quadro legislativo e regolamentare in materia di gestione accentrata. Infatti, nel gennaio 2010 il Tuf era stato novellato con

il recepimento delle norme comunitarie in materia di diritti degli azionisti delle società quotate (cosiddetta '*Shareholders' Rights Directive*'), mentre nel dicembre 2010 era stato modificato il Provvedimento Banca d'Italia – Consob recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione.

Il 1° settembre 2011, infine, Monte Titoli Spa ha adottato, su richiesta di Consob e Banca d'Italia, un nuovo sistema di penalizzazione dei *fails* (mancate consegne di titoli in fase di regolamento) volto a incidere maggiormente sui comportamenti individuali degli intermediari.

In particolare, il nuovo sistema di penalizzazione prevede: l'applicazione di una penale per un importo proporzionale al controvalore del *fail*, pari rispettivamente allo 0,001 per cento per i titoli a reddito fisso e allo 0,02 per cento per i titoli azionari; la re-distribuzione dell'ammontare raccolto sotto forma di penali agli intermediari che hanno subito i *fails*. Il nuovo sistema, rendendo più onerosa la mancata consegna dei titoli in fase di regolamento, dovrebbe contribuire a una riduzione dei *fails*.

5 La vigilanza sulle società di rating

Nel corso del 2011, la Consob ha esaminato, insieme con le altre autorità competenti europee, le domande di registrazione delle quattro maggiori agenzie di rating internazionali (Standard and Poor's, Moody's, Fitch e Dbrs), nonché delle agenzie di rating italiane, che hanno presentato domanda ai fini dell'ottenimento della registrazione ai sensi del Regolamento 1060/2009.

Ad esito di tali verifiche, il 31 ottobre 2011, la Consob e le altre autorità europee hanno concesso la registrazione alle suddette agenzie di rating internazionali, e alle rispettive sedi italiane. Il 21 dicembre 2011, la Consob ha concesso inoltre la registrazione a un'agenzia di rating italiana, la Crif Spa, mentre risulta tuttora in corso il processo di registrazione relativo a un'altra agenzia italiana.

Nell'ambito dell'esame delle domande di registrazione, l'attività istruttoria svolta dalla Consob è stata volta, in primo luogo, a garantire la prevenzione e la trasparenza dei conflitti di interessi in cui possono incorrere le agenzie di rating, ad esempio tramite una piena *disclosure* degli assetti proprietari e l'adozione di adeguate misure organizzative nello svolgimento delle cosiddette attività accessorie rispetto all'attività di rating.

In secondo luogo, l'Istituto ha dedicato un'attenzione particolare alla coerenza e alla trasparenza dei criteri valutativi e ha condotto un monitoraggio continuo sulle modalità di diffusione dei rating, volto a ridurre i possibili impatti negativi sul mercato.

È stato verificato, infine, che le agenzie adottino procedure identiche a quelle poste in essere per i giudizi di rating anche nella diffusione dei *rating outlooks* e dei *credit watches*, in modo che anche per questo tipo di analisi sia innalzato il grado di trasparenza e siano neutralizzati possibili conflitti di interessi.

Su due delle maggiori agenzie di rating internazionali, la Consob ha svolto un'attività di vigilanza particolarmente intensa a partire dal giugno 2011 e in concomitanza con la diffusione, da parte delle stesse, di variazioni dei rating e degli *outlook* relativi al debito sovrano italiano e alle maggiori banche italiane.

Nell'ambito di tale attività di vigilanza, la Consob ha tra l'altro provveduto alla convocazione di alcuni esponenti delle suddette agenzie per lo svolgimento di audizioni, al fine di verificare, in particolare, le motivazioni alla base dei giudizi di rating e degli *outlook* emessi, nonché le modalità e la tempistica di diffusione degli stessi, valutate anche in connessione con eventuali movimenti anomali di mercato o dei titoli coinvolti dai relativi giudizi.

Di particolare rilievo è stata l'attività di vigilanza svolta a seguito della diffusione, da parte di una primaria agenzia di rating internazionale, di due report aventi ad oggetto valutazioni sul rating del debito sovrano dell'Italia.

Con il primo *report*, diffuso nel maggio 2011, il rating veniva posto in *outlook* negativo, essenzialmente a causa delle deboli prospettive di crescita dell'economia italiana e della situazione ritenuta di paralisi politica, che avrebbe potuto determinare un allentamento delle politiche fiscali di consolidamento; il secondo *report*, diffuso nel luglio 2011, conteneva invece valutazioni negative in merito alla nuova manovra economica appena presentata dal Governo italiano, pur essendo questa non ancora definitiva, né nota nei suoi elementi di dettaglio.

Al fine di acquisire informazioni e chiarimenti in merito ai suddetti *report*, con particolare riferimento all'applicazione delle misure e delle procedure previste dal Regolamento europeo e al contenuto informativo su cui tali *report* erano basati, nel luglio 2011 si è provveduto a convocare per un'audizione alcuni esponenti di tale agenzia di rating.

Gli esiti dell'indagine richiamata hanno indotto la Consob a richiedere, in sede di registrazione di questa e delle altre agenzie di rating, che sia esplicitamente previsto all'interno delle procedure di valutazione la verifica della 'novità' e dell'affidabilità delle informazioni su cui i rating sono basati; tale previsione dovrebbe contribuire a garantire una valutazione approfondita, oltre che condivisa con i vertici del Dipartimento di rating coinvolto, sull'opportunità di emettere un giudizio.

La vigilanza sugli intermediari III

1 I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento

Nel 2011 il numero di banche e Sim autorizzate alla prestazione di servizi di investimento è risultato pari a 778 (811 nel 2010; Tav. 33).

Tav. 33 Intermediari per servizi di investimento autorizzati

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Sim										
<i>numero soggetti autorizzati</i>	158	131	115	108	106	108	113	115	110	102
consulenza	–	–	–	–	–	108	109	110	103	94
negoziante per conto proprio	45	38	30	27	24	24	20	17	15	14
negoziante per conto terzi	60	49	41	35	32	35	31	25	23	20
collocamento con preventiva sottoscrizione ¹	32	23	17	14	13	12	9	8	6	5
collocamento senza preventiva sottoscrizione ¹	112	87	78	74	72	74	68	61	53	47
gestione su base individuale	80	70	60	60	58	56	50	49	47	46
ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	89	74	63	59	55	59	60	54	52	49
gestione di Mtf	--	--	--	--	--	--	2	2	3	3
<i>numero medio di servizi per soggetto</i>	2,44	2,43	2,37	2,36	2,27	3,30	3,01	2,77	2,69	2,68
Banche										
<i>numero soggetti autorizzati</i>	725	710	716	729	736	742	734	725	701	676
consulenza	–	–	–	–	–	723	700	692	673	651
negoziante per conto proprio	558	544	552	556	562	559	540	535	516	500
negoziante per conto terzi	492	434	440	425	413	561	541	536	515	499
collocamento con preventiva sottoscrizione ¹	266	264	273	272	263	267	261	261	242	225
collocamento senza preventiva sottoscrizione ¹	691	679	684	691	707	713	705	699	674	651
gestione su base individuale	240	241	248	238	226	222	212	208	195	181
ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	710	692	699	708	716	722	713	705	683	660
gestione di MTF	–	–	–	–	–	1	1	1	1	1
<i>numero medio di servizi per soggetto</i>	3,71	3,65	3,66	3,59	3,57	4,72	4,65	4,66	4,65	4,65

Fonte: Consob e Banca d'Italia. ¹ Include il collocamento con acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

In particolare, il numero di banche autorizzate ha subito un calo di 25 unità, passando da 701 soggetti autorizzati nel 2010 a 676 nel 2011, e il numero di Sim autorizzate è passato da 110 nel 2010 a 102 nel 2011, registrando un calo di 8 unità.

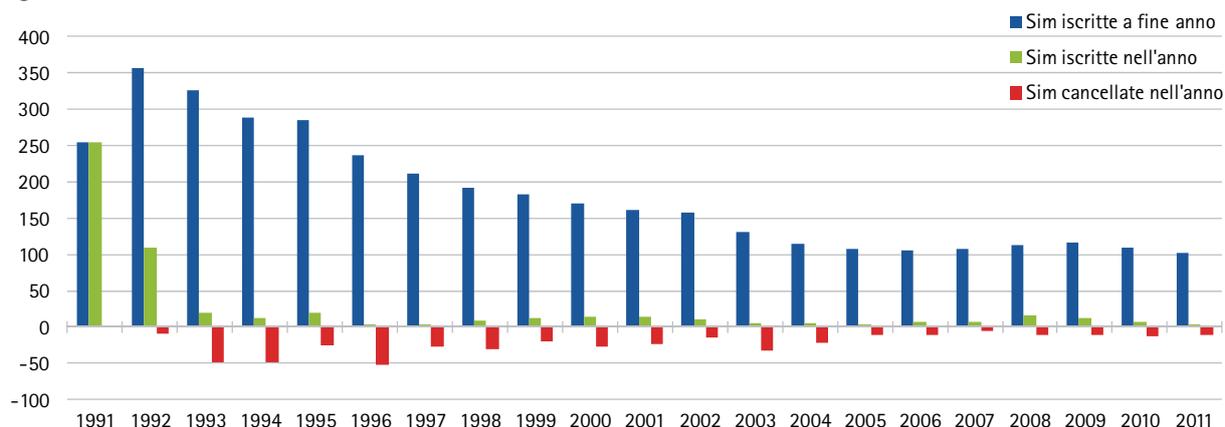
Più nello specifico, per le Sim il calo maggiore ha riguardato i servizi di consulenza (in cui il numero di soggetti autorizzati passa da 103 a 94, con 9 soggetti in meno rispetto al 2010) e il collocamento senza preventiva sottoscrizione (da 53 a 47, con 6 soggetti in meno). Per le banche la dinamica risulta analoga, con un calo significativo dei soggetti autorizzati a prestare servizi di consulenza (da 673 a 651, con 22 soggetti in meno rispetto al 2010) e di collocamento senza preventiva sottoscrizione (da 674 a 651, con 23 soggetti in meno). Anche il numero di banche autorizzate alla prestazione del servizio di trasmissione e ricezione di ordini è risultato in calo (da 683 a 660, con 23 soggetti in meno).

Con riferimento alle Sgr, nel 2011 il numero di soggetti autorizzati alla prestazione del servizio di gestione su base individuale è stato pari a 58 (in aumento da 52 del 2010) così come quello dei soggetti autorizzati al servizio di consulenza (che passa da 57 a 58 risultando in crescita di una unità rispetto al 2010), mentre le Sgr autorizzate alla prestazione di tali servizi risultano essere 51 (di cui 7 con succursale e 44 in libera prestazione di servizi) in crescita rispetto ai 43 del 2010.

Con riferimento a Sim e fiduciarie, il numero di soggetti abilitati è calato passando da 110 (a fine 2010) a 102 (a fine 2011).

In particolare nel corso dell'anno sono intervenute 3 iscrizioni all'Albo (2 riguardano intermediari polifunzionali e una un intermediario monofunzionale operativo nel servizio di consulenza in materia di investimenti) e 11 cancellazioni, in prevalenza dovute a incorporazioni in altri soggetti (Fig. 100).

Fig. 100 Albo delle Sim e delle società fiduciarie



Fonte: Consob.

Relativamente alla sezione dell'Albo dedicata alle imprese di investimento estere, a fine 2011 risultano iscritte 2.229 imprese comunitarie di investimento in libera prestazione di servizi (a fronte di 273 nuove registrazioni) e 51 imprese di investimento comunitarie con succursale (a fronte di 9 nuove iscrizioni). Sono risultati iscritti in entrambe le sezioni (attesa la possibilità di prestare in Italia servizi e attività di investimento con e senza succursale), 47 intermediari comunitari.

Nel corso dell'anno hanno manifestato situazioni di crisi una Sgr e una banca, portando così a 31 il numero complessivo di insolvenze di intermediari nel periodo dal 1997 al 2011 (Tav. 34). Il Fondo nazionale di garanzia ha proseguito la gestione relativa alle procedure concorsuali con stato passivo depositato a far tempo dal 1 febbraio 1998, intervenendo complessivamente in 28 casi (17 Sim, 9 agenti di cambio, 2 Sgr e una banca). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero dell'Economia e delle Finanze, e relativa alle insolvenze pregresse.

Tav. 34 Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2011; valori monetari in migliaia di euro)

	insolvenze ¹				totale
	Sim	agenti di cambio	Sgr	banche	
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
2011	--	--	1	1	2
<i>totale insolvenze</i>	<i>18</i>	<i>9</i>	<i>3</i>	<i>1</i>	<i>31</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>17</i>	<i>9</i>	<i>2</i>	<i>--</i>	<i>28</i>
numero creditori ammessi	2.595	1.008	1	--	3.604
importo crediti ammessi ²	28.269	42.955	3.751	--	74.975
interventi del fondo ³	8.662	11.250	--	--	19.912

Fonte: elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. ¹ Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. ² Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. ³ Indennizzi deliberati, pagati o impegnati a fronte delle istanze pervenute.

Con riferimento alla gestione speciale del Fondo (istituita dall'art. 62 del d.lgs. 415/1996 e disciplinata dal d.m. 238/1998) la Consob ha reso al Ministero dell'Economia e delle Finanze il parere di competenza circa l'aggiornamento su base annua dei piani triennali e del piano di riparto dei contributi a carico degli aderenti a tale gestione. Alla luce della mancata chiusura delle procedure relative alle insolvenze pregresse, con d.m. 146/2011 il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha prorogato la chiusura della 'gestione speciale' sino al 30 giugno 2017.

2 Banche e Sim

Nel corso del 2011 la vigilanza si è avvalsa, come di consueto, di incontri con esponenti aziendali di banche e Sim, richieste formali di dati e notizie e accertamenti ispettivi; gli esposti pervenuti all'Istituto hanno fornito un ulteriore impulso all'attività di controllo (si veda il Capitolo IV *L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori*).

In particolare, si sono tenuti complessivamente 68 incontri con esponenti aziendali di intermediari vigilati (di cui 31 riferibili ai banche, 26 a Sim e 11 a imprese di investimento e banche comunitarie autorizzate in Italia).

Di tali incontri 12 sono stati effettuati a seguito di formale convocazione ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. a), del Tuf (5 con banche, 4 con Sim e 3 con intermediari esteri).

Con riferimento alle verifiche ispettive, sono stati avviati complessivamente 14 accertamenti (6 nei confronti di Sim e 8 di banche), mentre sono state concluse 17 verifiche relative a 10 Sim e 7 banche (Tav. 35).

Tav. 35 Attività ispettiva nei confronti di banche e Sim

	accertamenti iniziati		accertamenti conclusi	
	Sim ¹	banche	Sim ¹	banche
2003	1	9	5	8
2004	--	2	--	5
2005	4	2	1	4
2006	3	2	5	2
2007	4	2	2	4
2008	8	3	8	2
2009	3	9	3	8
2010	6	2	4	3
2011	6	8	10	7

Fonte: Consob. ¹ Sono incluse le società fiduciarie e le succursali italiane di imprese di investimento comunitarie.

Per 9 Sim e 2 banche gli accertamenti sono stati mirati ad acquisire informazioni sulle soluzioni organizzative e procedurali adottate in esito al recepimento della Direttiva Mifid e a verificare il rispetto delle disposizioni in tema di correttezza e trasparenza dei comportamenti e di conflitti di interessi. In 2 casi, relativi ad altrettante Sim, le verifiche sono state condotte su richiesta di Banca d'Italia (ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf e del Protocollo d'Intesa tra Banca d'Italia e Consob del 31 ottobre 2007); per 2 Sim gli accertamenti sono stati mirati anche a verificare le procedure utilizzate e i comportamenti tenuti nella distribuzione di prestiti obbligazionari.

Con riguardo a una Sim e 4 banche gli accertamenti hanno riguardato, invece, il rispetto delle disposizioni adottate dall'Istituto in tema di vendite allo scoperto. Un ulteriore accertamento ha riguardato una banca per la verifica dell'adeguatezza delle disposizioni organizzative interne relative all'attività di rilevazione e segnalazione delle operazioni sospette in tema di abusi di mercato, nonché le modalità di svolgimento dell'attività di internalizzatore sistematico su obbligazioni bancarie.

Nel corso del 2011 è proseguita, inoltre, l'attività di vigilanza nei confronti di 8 grandi intermediari bancari, oggetto di accertamenti, anche ispettivi, avviati l'anno precedente e destinatari di un ordine di convocazione dei rispettivi organi amministrativi ai sensi dell'art. 7, c. 1, lett. b), del Tuf; analoghe iniziative sono state condotte anche nei confronti di un campione di intermediari di minori dimensioni.

Le risultanze degli accertamenti hanno evidenziato l'adozione di un approccio ai servizi di investimento ispirato a una filosofia di vendita dei prodotti (propri, di società del gruppo o di società con cui la banca distributrice ha in essere convenzioni di collocamento), piuttosto che a logiche di servizio al cliente. Tale approccio rende più complessa l'adesione sostanziale al principio di servire al meglio gli interessi dei clienti e amplifica i conflitti di interessi di cui gli operatori bancari, spesso anche emittenti, sono portatori.

In particolare, tra le maggiori criticità rilevate si segnala la propensione di alcuni intermediari a utilizzare criteri per l'elaborazione dei budget annuali e degli incentivi al personale potenzialmente distorsivi dei comportamenti, in quanto prevalentemente riferiti ai prodotti finanziari venduti, piuttosto che al servizio fornito alla clientela. Nelle procedure di elaborazione del budget, inoltre, non si è tenuto conto del profilo dei clienti, pur presente nei database aziendali per la valutazione di adeguatezza, e i processi di gestione delle informazioni riguardanti i profili dei clienti sono apparse inadeguate; le procedure di verifica dell'adeguatezza dei prodotti sono risultate facilmente eludibili mediante la registrazione delle transazioni come operazioni effettuate su iniziativa del cliente. I contratti relativi ai servizi d'investimento sono risultati, infine, usualmente privi di una definizione del perimetro dei prodotti o strumenti finanziari per i quali l'intermediario presta il servizio di consulenza.

A fronte delle carenze strategiche e procedurali rilevate, la Consob ha richiesto l'attuazione di misure correttive. Benché tutti gli intermediari abbiano avviato una revisione delle strategie aziendali e delle procedure interne, la percezione dei rischi di *compliance* e la conseguente definizione di interventi correttivi sono risultate alquanto disomogenee quanto a tempestività e concretezza.

In seguito al ricorso da parte di taluni emittenti esteri a operazioni di ristrutturazione del debito attraverso offerte di scambio (e/o di acquisto e scambio) di titoli obbligazionari non assistite da prospetto né nel proprio paese di origine né in Italia, la Consob ha emanato la comunicazione 11085708 del 20 ottobre 2011, al fine di richiamare l'attenzione del pubblico e degli operatori su alcuni principi fondamentali per la tutela degli investitori.

In particolare, al fine di evitare che la scelta dell'emittente di non predisporre un documento di offerta per l'operazione di scambio possa comportare una limitazione di fatto dei diritti dei portatori dei titoli oggetto dello scambio, la Consob ha indicato che, in linea generale, l'intermediario che svolge per il proprio cliente, specie al dettaglio, il servizio accessorio di 'custodia e amministrazione titoli' ha il dovere di 'operare in modo che il cliente sia sempre adeguatamente informato'. Tale dovere sussiste anche in presenza di un'operazione di scambio per la quale non sia stato pubblicato un documento d'offerta o siano state previste dall'emittente limitazioni all'adesione dei risparmiatori italiani e risulta tanto più importante se, dall'esito dell'offerta, discendono effetti rilevanti per i portatori dei titoli oggetto dello scambio.

Sul punto, la Consob ha ritenuto necessario chiarire, in particolar modo, che rientra fra i doveri dell'intermediario informare il portatore di un titolo oggetto di un'operazione di scambio dell'esistenza dell'iniziativa stessa, delle sue caratteristiche e delle conseguenze che può comportare per l'investimento interessato, e che tale informativa non determina di per sé alcuna ipotesi di offerta al pubblico. Trattandosi di necessaria informativa al cliente su un'operazione che riguarda i titoli detenuti (e non di promozione dell'adesione a un'offerta) i relativi 'esiti' potranno essere diversi dalla raccolta (o meno) di 'ordini' di procedere allo scambio, potendo, ad esempio, il cliente – anche con l'assistenza dell'intermediario che nel suo interesse svolge un servizio accessorio e di investimento – decidere di vendere il titolo sul mercato prima della scadenza dell'operazione di scambio.

Più di recente, a fronte di frequenti operazioni di *buy back* di obbligazioni subordinate e altri titoli di debito poste in essere dalle banche ai fini del proprio rafforzamento patrimoniale, la Commissione ha emanato la comunicazione 12010034 del 9 febbraio 2012, con la quale ha richiamato l'attenzione sulle particolari cautele da adottare nei rapporti con la clientela, considerati la specifica situazione di conflitto d'interessi delle banche che effettuano tali operazioni (ricoprendo contestualmente il ruolo di offerente ed emittente) e i doveri degli intermediari che detengono per conto di propri clienti i titoli oggetto delle offerte.

In primo luogo, è stato chiarito il dovere degli intermediari di informare compiutamente gli investitori *retail* sui termini dell'offerta. In secondo luogo, è stata richiamata l'attenzione sul fatto che, quando l'intermediario raccomanda l'adesione all'offerta in via personalizzata, la consulenza richiede una rigorosa valutazione di adeguatezza, come previsto dalla disciplina Mifid. Infine è stata sottolineata la necessità, da parte degli intermediari, di articolare, anche in termini di durata, e gestire le operazioni di *buy back* in modo da consentire l'adempimento efficace dei loro doveri, nell'interesse dei clienti.

A marzo 2011 Consob e Banca d'Italia, nell'ambito del Comitato di contatto istituito ai sensi del Protocollo d'intesa stipulato in data 31 ottobre 2007, hanno pubblicato una comunicazione congiunta contenente indirizzi interpretativi e applicativi in tema di articolazione delle competenze tra la funzione di controllo di conformità alle norme (cosiddetta *compliance*) e funzione di revisione interna (cosiddetta *internal audit*) nella prestazione di servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio da parte degli intermediari. Tale articolazione delle competenze riflette le disposizioni della Mifid, che ha innovato la definizione normativa del 'sistema di controllo interno' degli intermediari.

In particolare, mentre il sistema previgente disciplinava la funzione di controllo interno in maniera unitaria, l'attuale disciplina prevede tre distinte funzioni aziendali di controllo interno, ossia il controllo di conformità alle norme (*compliance*), la revisione interna (*internal audit*) e il *risk management*.

Nella fase di prima applicazione della nuova disciplina sono emersi, da parte degli intermediari, alcuni dubbi interpretativi in particolare con riferimento alla natura, all'estensione e alla finalità dei controlli di competenza delle funzioni di *compliance* e *internal audit*. Le principali difficoltà sono state riscontrate nella ripartizione dei compiti tra le suddette funzioni, principalmente nelle attività di verifica sul posto dell'efficacia delle procedure di controllo e della conformità dei comportamenti delle strutture operative. Allo scopo di assicurare agli operatori un maggior grado di certezza in merito alla coerenza dei propri assetti di controllo con la normativa di vigilanza vigente, nel rispetto del principio di proporzionalità, la comunicazione congiunta ha chiarito, pertanto, che la funzione di *compliance* è competente per i controlli di conformità delle procedure e degli assetti organizzativi alla normativa vigente mentre alla funzione di *internal audit* è affidata la verifica dell'adeguatezza del complessivo sistema organizzativo e di controllo interno. La forte interrelazione e la complementarità esistenti tra le due funzioni richiede, comunque, che gli intermediari sviluppino forme di collaborazione tra di esse, ricercando sinergie operative che valorizzino il patrimonio informativo e le professionalità del personale a disposizione delle due funzioni.

Nel corso del 2011 inoltre, la Commissione ha avuto modo di esaminare i lavori svolti in tema di attività di *compliance* dall'Associazione Italiana *Compliance* (Aicom), ad esito del confronto con l'Associazione Italiana Revisori Contabili (Assirevi). L'obiettivo di tali lavori è stato quello di individuare

una prassi operativa di riferimento rispetto alla quale orientare l'impostazione dell'azione di controllo della funzione di *compliance*.

I lavori Aicom hanno avuto ad oggetto le regole di condotta nella prestazione di servizi di investimento e nell'attività di distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione. Le soluzioni operative tratteggiate dall'Aicom sono risultate un utile e valido strumento operativo volto al rafforzamento, in termini di efficacia ed efficienza, dei controlli della funzione di *compliance* nell'area della prestazione di servizi e attività di investimento.

Con riferimento a Sim e banche abilitate alla prestazione di servizi di investimento, nell'ambito del citato Protocollo d'intesa dell'ottobre 2007, è stato avviato un gruppo di lavoro cui partecipano Banca d'Italia e Consob per il recepimento, ai sensi del Tuf, delle regole prudenziali in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione, secondo quanto previsto dalla Direttiva 2010/76/CE. A conclusione della prima fase dei lavori, è prevista la pubblicazione di un documento di consultazione pubblica entro la prima metà del 2012.

Nell'ambito della vigilanza in materia di trasparenza informativa, come di consueto, nel 2011 è stata verificata la completezza dei prospetti relativi alle emissioni di titoli obbligazionari bancari (si rinvia al paragrafo 2 del Capitolo I *'La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione'*).

3 Società di gestione del risparmio

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle Sgr, nel corso del 2011 si sono tenuti 2 incontri con esponenti aziendali (ai sensi dell'art. 7 del Tuf) e sono state formulate 13 richieste formali di dati e notizie (ai sensi dell'art. 8 del Tuf).

Si sono, inoltre, concluse 6 ispezioni, condotte ai sensi dell'art. 10 del Tuf: per 5 Sgr gli accertamenti sono stati finalizzati a conoscere le soluzioni organizzative e procedurali adottate in esito al recepimento della Direttiva Mifid e a verificare il rispetto delle disposizioni in tema di correttezza e trasparenza dei comportamenti e di conflitti di interessi; per una Sgr, gli accertamenti hanno riguardato il rispetto delle disposizioni adottate dall'Istituto in tema di vendite allo scoperto (si veda il Capitolo IV *'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'*).

Le verifiche ispettive relative al segmento dei fondi comuni aperti hanno riguardato 3 Sgr di piccola dimensione.

Con riguardo a una Sgr, per cui la Consob aveva già proposto lo scioglimento degli organi di amministrazione e controllo nonché la sottoposizione alla procedura di amministrazione straordinaria, le valutazioni effettuate in forza degli elementi rivenienti dall'attività di vigilanza ispettiva hanno indotto a configurare

alcune ipotesi di violazione della normativa vigente con riferimento sia al servizio di gestione collettiva sia a quello di gestione di portafogli. Con riguardo alle altre 2 Sgr, le risultanze emerse dalla verifica ispettiva sono tutt'ora in corso di valutazione.

Gli accertamenti ispettivi relativi al segmento dei fondi immobiliari hanno avuto come obiettivo la verifica della corretta articolazione del processo decisionale di investimento, in particolare con riferimento ai ruoli e alle responsabilità delle diverse funzioni aziendali coinvolte, nonché alla coerenza con i *business plan* delle attività di gestione.

Nello svolgimento dell'attività di vigilanza e controllo, ci si è avvalsi anche dei dati e delle informazioni resi noti dalla Banca d'Italia. In attuazione del principio di cooperazione, di cui agli articoli 4 e 5 del Tuf, quest'ultima ha reso noti alla Consob, per la valutazione dei profili di competenza, gli esiti di ulteriori accertamenti ispettivi svolti nei confronti di 5 Sgr che gestiscono fondi immobiliari.

Nel corso del 2011, inoltre, è proseguita l'azione di vigilanza, avviata gli anni precedenti, su un tema di portata generale del segmento dei fondi immobiliari, relativo alle procedure per la valutazione dell'attività di gestione dei beni immobili in portafoglio nelle sue diverse fasi. La comunicazione congiunta Banca d'Italia-Consob del 29 luglio 2010 ha disposto, infatti, che le Sgr si dotino di una tale procedura, precisando alcuni doveri, di carattere sia organizzativo sia procedurale, in considerazione della posizione di assoluta centralità dell'attività di valutazione dei beni immobili nell'ambito dei processi aziendali delle Sgr che gestiscono fondi immobiliari; tale impostazione risulta peraltro confermata dalla Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi di prossimo recepimento nel nostro ordinamento (Direttiva 2011/61/EU dell'8 giugno 2011).

La vigilanza sul concreto estrinsecarsi del processo di valutazione degli *assets* gestiti ha come obiettivo la verifica dell'effettiva implementazione da parte delle Sgr di procedure complete, trasparenti e tali da garantire il rispetto del principio della piena responsabilità degli organi aziendali nei confronti dei partecipanti ai fondi, sul piano della valutazione del patrimonio dei fondi gestiti.

In considerazione dell'approssimarsi della scadenza di alcuni fondi immobiliari, le cui quote sono state offerte al pubblico, è inoltre in corso un monitoraggio sulla capacità delle Sgr di definire procedure di liquidazione idonee a fronteggiare il rischio di liquidabilità degli *assets*, anche ai fini della vigilanza di trasparenza e correttezza.

Nel corso del 2011, come di consueto, la Commissione ha condotto l'attività di vigilanza anche in coordinamento con Banca d'Italia attraverso la trasmissione di dati e informazioni e il rilascio di pareri.

La Consob ha rilasciato a Banca d'Italia 5 pareri per la commercializzazione di Oicr esteri non armonizzati; 4 pareri per l'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio (di cui 2 relativi alla gestione di fondi immobiliari, uno nel settore del *private equity* e uno relativo all'istituzione e gestione

di fondi mobiliari e al servizio di gestione di portafogli); 4 pareri su istanze di rinuncia all'autorizzazione e contestuale richiesta di cancellazione dall'Albo; 8 pareri per estensioni operative; 2 pareri su scissioni. Sono stati rilasciati, infine, 10 pareri su fattispecie di fusione per incorporazione, tra cui si menzionano, per la rilevanza degli operatori coinvolti, le fusioni di Prima Sgr in Anima Sgr e quella di First Atlantic Real Estate Sgr in Fondi Immobiliari Italiani Sgr.

La Consob è altresì intervenuta in relazione a casi di crisi aziendali.

In particolare, sono state fornite osservazioni al Ministero dell'Economia e delle Finanze, in relazione alle proposte della Banca d'Italia di porre in amministrazione straordinaria, ai sensi dell'art. 56 del Tuf, 2 Sgr operanti nel settore del *private equity*, in conseguenza di gravi irregolarità nell'amministrazione e di gravi violazioni normative riscontrate. Nei confronti di un'altra Sgr operante nel *private equity*, a seguito del riscontro di irregolarità e violazioni di eccezionale gravità, è stato adottato dal Ministero dell'Economia il provvedimento di liquidazione coatta amministrativa, ai sensi dell'art. 57 del Tuf. Con riferimento a una Sgr di fondi aperti, inoltre, la Consob ha proposto al medesimo Ministero lo scioglimento degli organi sociali e la sottoposizione ad amministrazione straordinaria (si veda il Capitolo IV '*L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori*').

Sotto il profilo della vigilanza di trasparenza, dal 1° gennaio al 30 giugno 2011 sono state presentate 208 comunicazioni per l'offerta in Italia di Oicr esteri armonizzati.

Dal 1° luglio 2011, data di entrata in vigore della nuova procedura di notifica tra l'autorità dello Stato membro d'origine e la Consob stabilita dall'art. 93 della Direttiva 2009/65/CE e dal Regolamento 584/2010, sono state controllate e verificate, per la completezza documentale e la regolarità della procedura, 110 notifiche.

Nel corso dell'anno l'Istituto ha effettuato una ricognizione sulle modalità di gestione dei fondi 'flessibili', ossia dei fondi che non hanno alcun vincolo sull'*asset allocation* di base (azioni *versus* obbligazioni) e la cui politica di investimento ha per obiettivo il mantenimento della coerenza con il profilo di rischio dichiarato nella documentazione d'offerta. I fondi flessibili si connotano per una grande varietà sia con riguardo al grado di rischio dichiarato nel prospetto informativo sia con riguardo alle commissioni applicate; essi risultano sempre più diffusi per effetto di un riposizionamento dell'offerta che, a fronte delle eccezionali tensioni dei mercati finanziari e di un cambiamento delle preferenze degli investitori, ha promosso prodotti caratterizzati da un puntuale controllo del rischio.

La ricognizione dell'Istituto si è resa necessaria sia per i profili di trasparenza (relativi alla correttezza e completezza della rappresentazione della politica d'investimento nella documentazione d'offerta), sia per i profili di correttezza (relativi alla conformità delle scelte di gestione con il mandato ricevuto dagli investitori).

L'analisi, condotta sui 153 fondi flessibili attivi nel periodo gennaio 2010-giugno 2011, ha evidenziato che essi si caratterizzano per uno stile di gestione 'prudenziale'. Più nello specifico si è riscontrato che il livello di rischio assunto è generalmente inferiore a quello dichiarato nella documentazione di offerta, la composizione di portafoglio è concentrata sugli attivi meno rischiosi e l'*asset allocation* è piuttosto stabile nell'arco di intervalli temporali trimestrali. Tale stile gestionale riflette probabilmente il contesto di elevata volatilità dei mercati finanziari, piuttosto che un'incoerenza con il mandato ricevuto dagli investitori, e ha consentito di conseguire una *performance* mediamente superiore a quella conseguita dai fondi azionari nel periodo considerato.

Nel 2011 è proseguita, infine, l'analisi della struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e la verifica dei requisiti di indipendenza degli amministratori. In particolare si è esaminata la composizione dei consigli di amministrazione delle maggiori 17 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito, ponendola a confronto con il 2010 (Tav. 36). Nel quarto trimestre 2011 il patrimonio gestito dalle Sgr incluse nel campione (di oltre 161 miliardi di euro) rappresentava circa l'85 per cento del totale del patrimonio dei fondi aperti di diritto italiano.

Relativamente al predetto campione, nel 2011 il numero complessivo dei consiglieri è diminuito di 9 unità rispetto al 2010, riducendosi da 143 a 134. In particolare, il numero di consiglieri non qualificabili né come esecutivi né come indipendenti si è lievemente ridotto, passando da 90 a 81 (di cui 69 consiglieri o vicepresidenti consiglieri e 12 presidenti consiglieri), il numero dei consiglieri esecutivi è apparso in diminuzione e pari a 10 su 134 (di cui 7 amministratori delegati, un consigliere esecutivo e 2 presidenti consiglieri esecutivi) in luogo dei precedenti 15 su 143 (di cui 10 amministratori delegati, 4 consiglieri esecutivi e un presidente consigliere esecutivo). L'interconnessione tra i consiglieri della Sgr e i consiglieri della capogruppo e/o delle altre società del gruppo è risultato sostanzialmente stabile. Gli amministratori che ricoprono incarichi nella capogruppo e in altre società del gruppo di appartenenza delle Sgr nel 2011 sono stati, infatti, 79 su 134 (circa 59 per cento), mentre nel 2010 erano 86 su 143 (circa 60 per cento).

Il numero di amministratori indipendenti risulta aumentato rispetto al 2010 passando da 38 a 43 (di cui 40 consiglieri indipendenti e 3 presidenti consiglieri indipendenti), con una media di 3,2 consiglieri indipendenti ogni 10 (nell'anno precedente tale rapporto era pari a 2,7). Risulta infine in crescita, rispetto al 2010, il numero degli amministratori che, pur qualificati come indipendenti, ricoprono cariche in altre società del gruppo (11 amministratori, di cui 3 fanno parte anche del consiglio della capogruppo e i restanti 8 dei consigli di altre società del gruppo).

Tav. 36 Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo
(numero di consiglieri)

	cariche ricoperte nelle Sgr							totale
	Amministratore Delegato	Consigliere	Consigliere esecutivo	Consigliere indipendente	Presidente	Presidente consigliere esecutivo	Presidente consigliere indipendente	
2010								
cariche ricoperte nella capogruppo	2	10		1	5	1		19
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
cariche in altre società del gruppo	5	48	3	4	6		1	67
senza cariche nelle società del gruppo	3	20	1	29	1		3	57
totale complessivo	10	78	4	34	12	1	4	143
2011								
cariche ricoperte nella capogruppo		14		3	7	1		25
Presidente		1		1	1			3
Vice Presidente				1				1
Amministratore Delegato		1						1
Consigliere		6		1	3			10
Consigliere esecutivo					1	1		2
Consigliere indipendente								
Direttore Generale					1			1
Vice Direttore Generale								
Dirigente		6			1			7
cariche in altre società del gruppo	6	35	1	7	3	1	1	54
senza cariche nelle società del gruppo	1	20		30	2		2	55
totale complessivo	7	69	1	40	12	2	3	134

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi a un campione costruito considerando delle prime 20 Sgr per patrimonio promosso nel 2010 solo quelle riconducibili a gruppi di matrice bancaria o assicurativa, escludendo pertanto Prima Sgr, Anima Sgr e Bancoposta Fondi Sgr. 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.

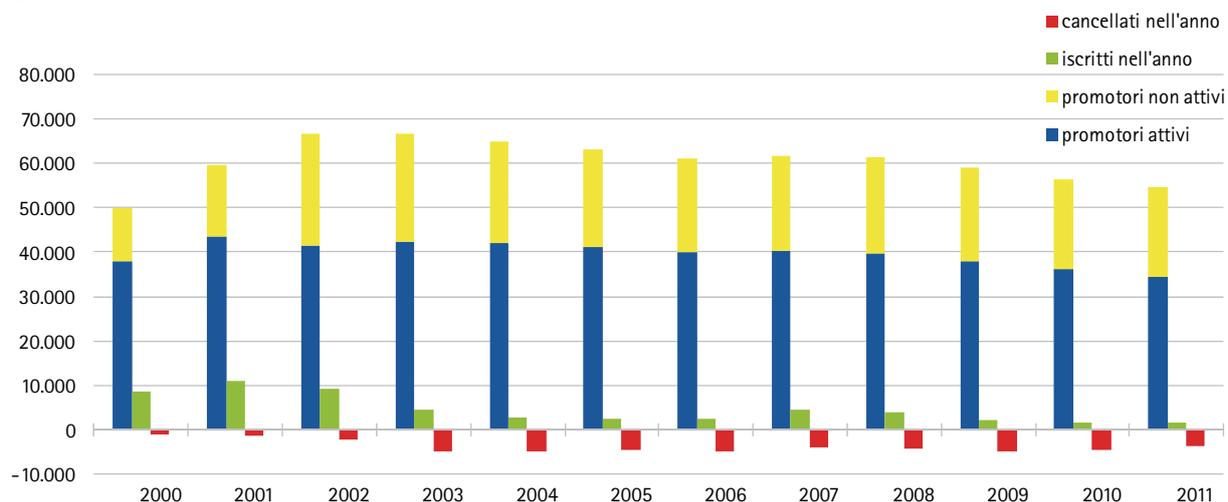
4 Promotori finanziari

A fine 2011 risultano attivi 34.560 promotori finanziari, a fronte di un numero di 54.583 iscritti all'Albo (in diminuzione rispetto ai 56.416 di fine 2010; Fig. 101).

Dal 1° gennaio 2009 l'Albo è gestito da un Organismo vigilato dalla Consob. Nel corso dell'anno la Consob ha ricevuto 3 reclami avverso i provvedimenti adottati dall'Organismo, ritenuti infondati.

L'azione di vigilanza sui promotori finanziari nel corso del 2011 ha tratto impulso dalle segnalazioni degli intermediari e dagli esposti degli investitori, dall'esito delle verifiche ispettive condotte presso gli intermediari e dalle comunicazioni dell'Autorità Giudiziaria, della Polizia Giudiziaria e dell'Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari.

Fig. 101 Albo dei promotori finanziari



Fonte: Consob.

In particolare nel 2011 sono pervenute complessivamente 391 segnalazioni (510 nel 2010). La Consob ha effettuato 292 richieste di dati e notizie agli intermediari relative a promotori finanziari (450 nel 2010) e ha avviato 98 procedimenti amministrativo-sanzionatori (121 nel 2010).

La vigilanza sui promotori finanziari è stata realizzata sulla base di criteri di selezione preventiva delle segnalazioni e degli esposti relativi alla violazione della normativa di settore. Tali criteri, già introdotti nel 2010, prendono in considerazione alcuni profili quantitativi, quali il numero di clienti coinvolti e l'entità del danno cagionato, e altri qualitativi, quali la natura della sanzione prevista in astratto per le singole fattispecie d'illecito e l'eventuale recidiva.

L'attivazione degli strumenti di vigilanza, pertanto, è intervenuta in via prioritaria solo per segnalazioni di fattispecie caratterizzate da un livello di gravità superiore a una soglia predeterminata secondo canoni oggettivi. Ciò ha consentito di improntare l'azione di vigilanza a criteri oggettivi e di renderla più tempestiva.

Le tipologie di infrazioni più gravi e ricorrenti sono state: l'acquisizione della disponibilità di somme o di valori di pertinenza degli investitori, spesso perfezionata mediante la falsificazione della firma del cliente su modulistica contrattuale o altra documentazione, oppure tramite l'utilizzo dei codici di accesso telematico ai rapporti bancari intestati all'investitore; la comunicazione o trasmissione all'investitore di informazioni o documenti non rispondenti al vero e, particolarmente, la consegna di rendiconti artefatti e la simulazione di operazioni di investimento; il compimento di operazioni non autorizzate dal cliente.

Nel corso del 2011 è stata, inoltre, avviata un'attività di prima analisi dei dati trasmessi dagli intermediari in attuazione di quanto previsto dall'Allegato II.10 del 'Manuale degli obblighi informativi dei soggetti vigilati' di cui alla delibera Consob 17297/2010. L'analisi è stata condotta al fine di valutare l'opportunità di attivare specifiche iniziative di vigilanza riferite a classi di promotori finanziari.

Il citato allegato stabilisce, infatti, che gli intermediari comunichino trimestralmente una serie di dati strutturati circa l'operatività dei promotori finanziari. In particolare i dati comunicati, di diversa natura, sono suddivisi per classi di promotori finanziari e per categorie di prodotti finanziari collocati e di servizi offerti. Tali dati consentono, quindi, di estendere e approfondire la conoscenza del settore agevolando, per tale via, una vigilanza di tipo preventivo su comportamenti che appaiono diffusi, ferma restando l'attività di vigilanza di tipo repressivo-sanzionatorio successiva alla verifica delle singole irregolarità.

L'attività ispettiva IV e i provvedimenti sanzionatori

1 Gli accertamenti ispettivi

Le verifiche ispettive concluse nei confronti dei soggetti vigilati nel corso del 2011 sono pari a 35, mentre gli accertamenti avviati sono complessivamente 22 (Tav. 37).

Tav. 37 Attività ispettiva

	accertamenti iniziati nei confronti di:							accertamenti conclusi nei confronti di:						
	società quotate	società di revisione	società di gestione di mercati	Sim ¹	banche	Sgr\Sicav	Totale	società quotate	società di revisione	società di gestione di mercati	Sim ¹	banche	Sgr\Sicav	Totale
2004	2	5	--	--	2	1	10	2	8	--	--	5	1	16
2005	2	4	--	4	2	6	18	2	3	--	1	4	4	14
2006	2	3	--	3	2	--	10	2	4	--	5	2	2	15
2007	4	5	--	4	2	3	18	1	2	--	2	4	3	12
2008 ²	5	5	--	8	3	6	27	5	5	--	8	2	3	23
2009	5	9	--	3	9	1	27	7	6	--	3	8	4	28
2010	13	8	--	6	2	4	33	13	7	--	4	3	--	27
2011	1	3	2	6	8	2	22	1	9	2	10	7	6	35

Fonte: Consob. ¹ Sono incluse le società fiduciarie e le succursali italiane di imprese di investimento comunitarie. ² Il totale include un accertamento iniziato e concluso nei confronti di un agente di cambio.

Sono state concluse ispezioni nei confronti di una società quotata al fine di accertare, tra l'altro, la consistenza e la disponibilità delle risorse finanziarie, e di 9 società di revisione con riferimento alle quali sono stati verificati, oltre a taluni specifici incarichi di revisione, i presidi organizzativi e procedurali posti in essere con riferimento al Principio di revisione n. 220 in materia di controlli di qualità.

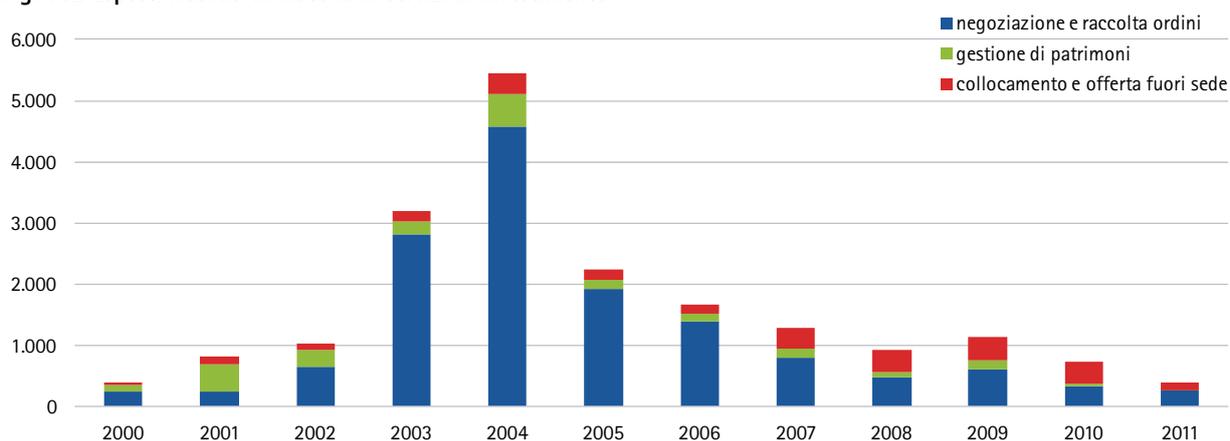
Sono state altresì condotte ispezioni nei confronti di Borsa Italiana Spa e Monte Titoli Spa (in quest'ultimo caso in collaborazione con Banca d'Italia) con riguardo agli assetti organizzativi e alle soluzioni procedurali adottate.

Infine, gli accertamenti conclusi nei confronti di 16 soggetti vigilati (9 Sim, 2 banche e 5 Sgr) sono stati mirati a verificare le soluzioni organizzative e procedu-

rali adottate in esito al recepimento della Direttiva Mifid, oltre che il rispetto delle disposizioni in tema di correttezza e trasparenza dei comportamenti e di conflitti di interessi. Per 6 soggetti (una Sim, 4 banche e una Sgr) i controlli hanno avuto ad oggetto il rispetto delle disposizioni adottate dalla Commissione in tema di vendite allo scoperto. Un ulteriore accertamento è stato condotto presso una banca per accertare l'adeguatezza delle disposizioni interne e degli atti funzionali all'attività di rilevazione e segnalazione delle operazioni sospette in tema di abusi di mercato e le modalità di svolgimento dell'attività di internalizzatore sistematico su obbligazioni bancarie.

L'attività ispettiva nei confronti degli intermediari, come di consueto, ha tratto impulso dagli esposti che, nel corso del 2011, è risultato pari a 398 in netta diminuzione rispetto ai 738 dell'anno precedente, principalmente per effetto della riduzione degli esposti su collocamento e offerta fuori sede (Fig. 102).

Fig. 102 Esposti ricevuti in materia di servizi di investimento



Fonte: Consob.

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, tra l'altro, proposte di investimento (in molti casi effettuate tramite la rete internet), apparentemente finalizzate alla conclusione di contratti relativi al trasferimento della titolarità o alla fruizione di beni di consumo, frequentemente associate a strategie di marketing basate su un meccanismo di tipo 'multilivello' o 'piramidale' che consente all'investitore di ottenere benefici aggiuntivi in ragione del numero di soggetti segnalati per la stipula di ulteriori contratti.

Tale attività di indagine ha comportato la conduzione di accertamenti volti ad appurare la rispondenza tra la dichiarata finalità della proposta negoziale e il contenuto effettivo della stessa, al fine di verificare se lo

schema negoziale configurasse, di fatto, un'operazione di investimento di natura finanziaria.

Peraltro, specifica attenzione è stata pure rivolta all'utilizzo di strumenti promozionali come le strategie di marketing di tipo 'multilivello' in quanto, oltre ad avere possibile rilievo sotto il profilo penale per coloro che attuano la promozione sul territorio italiano, risulta idoneo ad ampliare esponenzialmente il novero dei soggetti raggiunti dalla proposta di investimento, amplificando, in tal modo, le ricadute negative dell'offerta abusiva sulla platea dei potenziali investitori.

Le indagini effettuate in tale ambito hanno consentito di accertare le concrete condotte poste in essere nei confronti del pubblico per il tramite dei siti web ispezionati e hanno portato all'adozione di 3 provvedimenti cautelari (sospensioni) e di 6 provvedimenti interdittivi (divieti) di offerte pubbliche di prodotti finanziari, nonché a 2 richieste di oscuramento dei siti web coinvolti (in una circostanza non è stata effettuata la richiesta in quanto non è risultato possibile risalire all'identità del *service provider*; Tav. 38).

Tav. 38 Provvedimenti cautelari e interdittivi relativi a operazioni di appello al pubblico risparmio

	provvedimenti di sospensione cautelare	provvedimenti di divieto	provvedimenti di decadenza	<i>totale</i>
2004	9	7	3	19
2005	5	6	--	11
2006 ¹	2	3	1	6
2007	--	1	--	1
2008	2	1	--	3
2009	6	4	--	10
2010	5	5	--	10
2011	3	6	--	9

Fonte: Consob. ¹ Nel corso del 2006 è stato inoltre adottato un provvedimento di sospensione cautelare in seguito revocato. Nel 2008 uno dei casi di sospensione ha poi generato un relativo provvedimento di divieto nel corso dello stesso anno ugualmente registrato nella tabella.

In particolare, l'Istituto è intervenuto con riferimento a offerte promosse anche da soggetti di nazionalità *extra-UE*, 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 operative sottostanti ovvero nell'ulteriore gestione del capitale versato con l'adesione.

Con riguardo agli investimenti nel Forex, la Consob è intervenuta 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 si svolgeva, in concreto, secondo modalità diverse da quelle previste nel contratto proposto alla clientela, integrando la fattispecie di offerta al pubblico di prodotti

finanziari. Tale offerta si svolgeva tramite una rete di agenti sul territorio nazionale e aveva ad oggetto varie tipologie di 'contratti di mandato di intermediazione in cambi', configuranti schemi di investimento standardizzati e diversificati in ragione del 'capitale minimo investibile' e del 'rendimento stimato', prefissati per ciascuna tipologia di contratto. Era altresì prospettata ai potenziali clienti l'opportunità di diventare, a loro volta, procacciatori per conto della società offerente.

Sono stati effettuati, altresì, ulteriori interventi di vigilanza riguardo a un'offerta al pubblico effettuata tramite 'contratti di investimento in scommesse sportive' in cui si prospettava agli investitori la possibilità di aderire all'investimento in scommesse sportive mediante la sottoscrizione di un contratto e il versamento di un importo minimo che avrebbe garantito un elevato rendimento mensile in assenza di rischi di perdita del capitale impiegato. Era, poi, prevista la possibilità di guadagnare anche mediante la presentazione di altri investitori, in misura proporzionale rispetto alle quote versate da questi ultimi, secondo un meccanismo di tipo 'piramidale'. Secondo il prospettato schema operativo, l'investitore non aveva alcuna possibilità di impartire istruzioni o di esprimere preferenze in merito alle operazioni ('scommesse') che erano, invece, discrezionalmente effettuate dalla società offerente, ma solo la possibilità di monitorare lo stato del proprio investimento tramite la consultazione di un *account* personale disponibile sul sito web della società e, eventualmente, di incrementarlo mediante il reimpiego dei rendimenti percepiti ovvero il versamento di ulteriori quote in conto capitale.

Sono state assunte, inoltre, specifiche iniziative di *enforcement* in merito all'offerta, tramite siti web, di programmi di investimento atti configurare prodotti finanziari anche alla luce della prospettata corresponsione all'investitore di rendimenti periodici a fronte del versamento su base mensile o settimanale di determinate somme di denaro. Anche nell'ambito di tale offerta veniva prospettata all'investitore la possibilità di percepire ulteriori guadagni attraverso la 'segnalazione' di altri investitori.

Alla luce degli esiti degli accertamenti svolti in merito anche a ulteriori fattispecie rilevanti sono stati avviati 7 procedimenti sanzionatori.

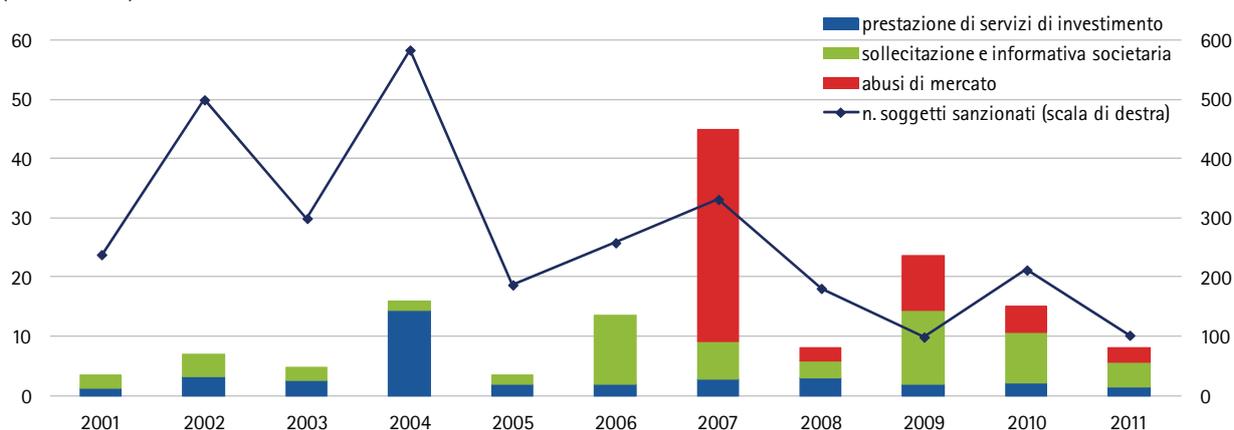
2 L'attività sanzionatoria

Nel corso del 2011 la Commissione ha avviato 235 procedimenti sanzionatori (296 nel 2010), dei quali 200 sono sfociati nell'adozione di un provvedimento sanzionatorio per accertate violazioni delle disposizioni del Tuf e dei regolamenti attuativi. L'importo complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a circa 8 milioni di euro (Fig. 103).

Con riguardo alle sanzioni per accertate fattispecie di abusi di mercato, sono risultati inferiori rispetto al 2010 sia il controvalore dei beni oggetto di confisca sia l'entità delle sanzioni interdittive accessorie applicate a persone fisiche (si veda il paragrafo successivo).

Il numero degli intermediari finanziari destinatari di sanzioni, inoltre, è risultato in linea con il 2010, mentre ha registrato una diminuzione il numero dei relativi esponenti aziendali sanzionati. Sono aumentati, invece, i soggetti che hanno posto in essere violazioni della normativa in materia di emittenti e di informativa al pubblico. I provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti dei promotori finanziari, infine, mostrano una lieve flessione rispetto al 2010.

Fig. 103 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob¹
(milioni di euro)



Fonte: Consob. ¹ 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.

3 I provvedimenti in materia di abusi di mercato

Nel 2011 i provvedimenti sanzionatori assunti dalla Commissione per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato sono stati in totale 7 (15 nel 2010), di cui 2 concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e 5 di manipolazione del mercato.

Le sanzioni pecuniarie applicate, di importo pari a complessivi 2,4 milioni di euro (4,2 milioni di euro circa nel 2010), hanno riguardato 9 soggetti, di cui 8 persone fisiche e una persona giuridica; sono state inoltre accertate 2 violazioni dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (responsabilità dell'ente), a fronte delle quali sono state comminate sanzioni per un importo pari a complessivi 220 mila euro (Tav. 39).

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 36 mesi, per un periodo minimo di 2 mesi e fino a un massimo di 6 mesi *pro-capite*. Inoltre, nei confronti dei medesimi

soggetti – ove sussistenti i relativi presupposti normativi – 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 1,2 milioni di euro (2 milioni di euro nel 2010).

Nel 2011 si è concluso il procedimento sanzionatorio avviato nei confronti di tre persone fisiche, nonché nei confronti della società Cremofin Srl, in relazione a operazioni di acquisto di azioni Cremonini Spa effettuate tra il 9 gennaio 2008 e il 20 febbraio 2008.

Tav. 39 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 ¹	5	6	2.052	5.478	6	18
	manipolazione ²	--	--	--	--	--	--
	<i>totale</i>	5	6	2.052	5.478	6	18
2009	insider trading ¹	11	16	7.490	20.893	14	130
	manipolazione ²	6	7	1.729	14,6	6	22
	<i>totale</i>	17	23	9.219	20.908	20	152
2010	insider trading ¹	11	13	2.404	2.025	12	55
	manipolazione ²	4	7	1.810	--	7	28
	<i>totale</i>	15	20	4.214	2.025	19	83
2011	insider trading ¹	2	4	1.720	1.139	4	16
	manipolazione ²	5	5	700	101	4	20
	<i>totale</i>	7	9	2.420	1.240	8	36

Fonte: Consob. ¹ Illecito sanzionato ai sensi degli art. 187-*bis*, *quater*, *quinquies* e *sexies* Tuf. ² Illecito sanzionato ai sensi degli art. 187-*ter*, *quater*, *quinquies* e *sexies* Tuf.

Gli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob hanno evidenziato che i predetti acquisti erano stati disposti utilizzando l'informazione privilegiata, diffusa al mercato con comunicato stampa del 31 marzo 2008, relativa al progetto di offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria funzionale al *delisting* delle azioni ordinarie Cremonini Spa che sarebbe stata promossa tramite una società di diritto italiano in corso di costituzione, la Cremonini Investimenti Srl, interamente posseduta da Cremofin Srl. Il presidente e l'amministratore delegato di Cremonini Spa avevano assunto la decisione di procedere ai predetti acquisti e ne avevano delegato l'esecuzione all'amministratore unico di Cremofin Srl, società anche per il tramite della quale il presidente e azionista di riferimento esercitava il controllo, diretto e indiretto, della quotata Cremonini Spa. Gli acquisti, di complessive 1.875.350 azioni Cremonini per un controvalore di oltre 4,2 milioni di euro, sono stati disposti prima della diffusione del predetto comunicato del 31 marzo 2008.

Quanto sopra ha sostanziato violazione dell'art. 187-*bis* del Tuf (Abuso di informazioni privilegiate) e dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (responsabilità dell'ente),

con conseguente applicazione di sanzioni pecuniarie sia nei confronti delle persone fisiche responsabili delle violazioni, per complessivi 1,3 milioni di euro, sia nei confronti di Cremofin Srl (per la violazione posta in essere dall'amministratore unico di Cremofin Srl nell'interesse della società medesima) per un importo di 100 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 10 mesi.

Un altro caso di violazione delle disposizioni in materia di *insider trading* conclusosi nel 2011 è stato accertato nei confronti di una persona fisica e di una società lussemburghese (Aeneas Holdings Sa) a quest'ultima riconducibile, in relazione ad acquisti di azioni ordinarie Sirti Spa eseguiti tra il luglio 2007 e il febbraio 2008.

Dagli accertamenti condotti è emerso che i suddetti acquisti erano stati compiuti dal soggetto sanzionato utilizzando due distinte informazioni privilegiate di cui egli era venuto in possesso, concernenti, rispettivamente, la promozione, da parte di Veicolo Italiano Investimenti Tecnologici Spa (Viit), di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria su azioni Sirti e la successiva promozione, sempre da parte di Viit, di un'offerta pubblica di acquisto volontaria sulla totalità delle azioni Sirti finalizzata alla revoca del titolo dalla quotazione sull'Mta.

Le indagini espletate hanno condotto all'accertamento nei confronti della persona fisica, della violazione dell'art. 187-*bis*, commi 4 e 6, del Tuf, relativamente all'operatività sulle azioni Sirti, nonché dell'art. 187-*quinqüesdecies* del medesimo Testo unico, in relazione all'intralcio all'attività d'indagine della Consob connesso a talune dichiarazioni rese dal medesimo soggetto in sede di audizione.

La violazione prevista dall'art. 187-*bis*, commi 4 e 6, del Tuf, accertata a carico della persona fisica con specifico riferimento agli ordini conferiti per conto di Aeneas Holdings Sa, nonché la violazione prevista dall'art. 187-*quinqüesdecies* del Tuf, sono risultate, altresì, accertate anche nei confronti di Aeneas Holdings Sa quale soggetto responsabile in solido con il sig. Cason il quale, pur non ricoprendo formalmente la carica di Amministratore di Aeneas Holdings Sa, ne esercitava di fatto la gestione oltre a esserne il beneficiario economico.

Nei confronti di Aeneas Holdings Sa, inoltre, è stato accertato – in relazione alla sopraindicata violazione dell'art. 187-*bis* e con specifico riferimento agli ordini conferiti per conto della stessa società – l'illecito previsto dall'art. 187-*quinqües*, comma 1, lett. *a*), del Tuf.

A conclusione del procedimento sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 370 mila euro. A carico della persona fisica sono state, inoltre, applicate la sanzione interdittiva accessoria di cui all'art. 187-*quater*, comma 1, del Tuf, per un periodo di 6 mesi, oltre alla confisca obbligatoria prevista dall'art. 187-*sexies* del Tuf per un valore di 1,2 milioni di euro circa.

4 I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

I procedimenti concernenti violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare, conclusi nel 2011 con l'adozione di provvedimenti sanzionatori, sono stati in totale 11 (in linea con l'omologo dato del 2010) e hanno riguardato 2 banche, 7 Sim e 2 Sgr (Tav. 40; Fig. 104). Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 1,4 milioni di euro (2 milioni di euro nel 2010), sono state comminate nei confronti di 43 esponenti aziendali (82 nel 2010).

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggiore rilevanza assunti nel 2011 nei confronti di intermediari, si segnala quello relativo agli esponenti aziendali della Banca Popolare di Milano, adottato in esito ad accertamenti svolti sull'operatività posta in essere in occasione dell'offerta in opzione alla clientela *retail* della banca e delle altre banche del gruppo di obbligazioni con abbinati *warrant*, svolta nel periodo 15 giugno – 3 luglio 2009.

L'offerta in questione aveva ad oggetto titoli a obbligatoria conversione in azioni della banca medesima, complessi e illiquidi (in quanto non quotati su un mercato regolamentato o su un Mtf, né accompagnati da altri accorgimenti diretti a garantirne il pronto smobilizzo a condizioni di prezzo eque). Nonostante l'evidente natura illiquida del prodotto in questione (come riconosciuto dalla banca nel relativo prospetto di offerta) la stessa ha di fatto considerato il titolo liquido, in considerazione della natura dello strumento sottostante (azione), in aperto contrasto con quanto precisato dalla Consob con la comunicazione 9019104 del 2 marzo 2009.

Tale comunicazione ha declinato le regole di condotta che gli intermediari devono osservare nella distribuzione dei cosiddetti prodotti finanziari illiquidi destinati ai clienti al dettaglio, nonché le cautele che devono essere adottate nel caso di prodotti illiquidi di particolare complessità. Nel predetto documento, infatti, si richiede agli intermediari l'istituzione di presidi di trasparenza nelle relazioni con la clientela sia nella fase di offerta dei prodotti illiquidi sia nella fase successiva all'investimento, nonché presidi di correttezza con riferimento alla valutazione dell'adeguatezza delle operazioni relative ai citati prodotti e con riguardo alle modalità di determinazione del prezzo in sede di collocamento e in caso di loro riacquisto da parte dell'intermediario.

Dagli accertamenti condotti è risultata l'assenza, nell'ambito delle soluzioni adottate dalla banca per la profilatura della clientela, di presidi idonei a evitare che le strutture di *front office*, contestualmente all'esecuzione dell'operazione di offerta sopra menzionata, modificassero il profilo del cliente in modo da renderlo adeguato alla specifica operazione.

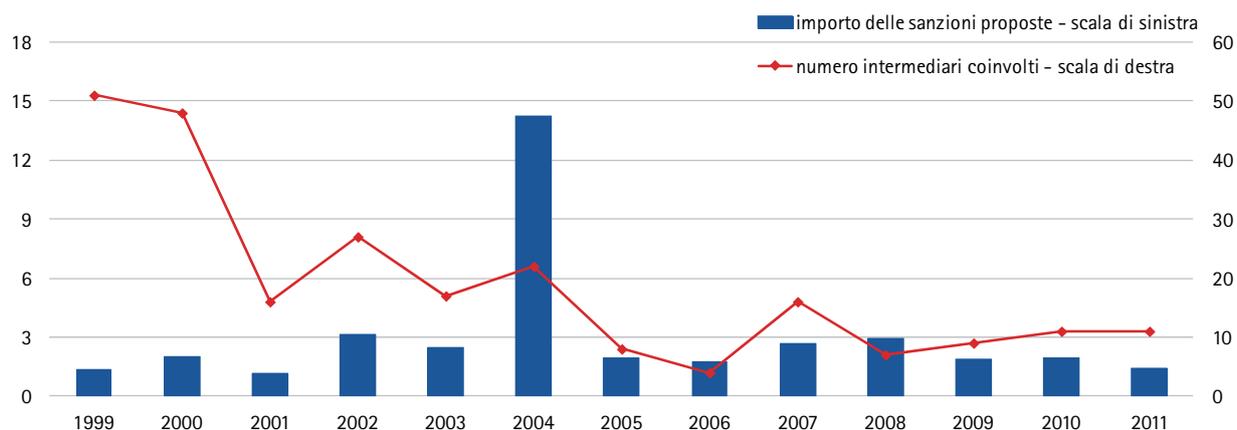
In relazione agli illeciti sopra descritti, nei confronti degli esponenti aziendali della banca sono state applicate sanzioni complessivamente pari a circa 378 mila euro.

Tav. 40 Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	numero intermediari coinvolti					numero esponenti sanzionati					importo delle sanzioni ²				
	banche	Sim	agenti di cambio	Sgr	totale	banche	Sim	agenti di cambio	Sgr	totale	banche	Sim	agenti di cambio	Sgr	totale
2004	18	3	1	--	22	504	11	1	--	516	14.087	108	55	--	14.250
2005	7	1	--	--	8	126	11	--	--	137	1.849	61	--	--	1.910
2006	1	1	--	2	4	32	16	--	48	96	680	296	--	787	1.763
2007	6	7	--	3	16	79	62	--	55	196	1.035	814	--	809	2.659
2008	5	1	--	1	7	85	13	--	5	103	2.807	29	--	109	2.945
2009	1	4	2	2	9	16	6	2	20	44	156	380	415	945	1.896
2010	2	7	--	2	11	15	50	--	17	82	194	1.262	--	511	1.967
2011	2	7	--	2	11	4	37	--	2	43	460	800	--	140	1.400

Fonte: Consob. ¹ A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze. ² L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Fig. 104 Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari¹
(milioni di euro)



Fonte: Consob. ¹ A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

L'avvio dei procedimenti sanzionatori verso 2 Sgr è scaturito dagli accertamenti ispettivi eseguiti dalla Banca d'Italia, i cui esiti, in relazione ai profili di competenza, sono stati resi noti alla Consob in attuazione del principio di cooperazione di cui agli articoli 4 e 5 del Tuf. Le ulteriori attività di vigilanza poste in essere dalla Consob hanno confermato la presenza di rilevanti relazioni tra gli amministratori delegati e di significative connessioni tra le attività delle Sgr, con ricadute negative sul piano dei conflitti di interessi.

La vigilanza è intervenuta anche nell'ambito di procedimenti relativi a situazioni di crisi di alcune Sgr.

In particolare, con riguardo alla Investimenti e Sviluppo Sgr Spa sono state formulate osservazioni al Ministero dell'Economia e delle Finanze in merito alla proposta di Banca d'Italia circa la liquidazione coatta amministrativa della Sgr, ex art. 57 del Tuf. La destrutturazione del processo decisionale di investimento e le forti criticità dell'assetto organizzativo hanno, infatti, dato luogo a uno stato di irreversibile crisi della Sgr, tale da rendere necessaria la revoca dell'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva e la contestuale liquidazione coatta della società.

Con riguardo alla Cape Natixis Sgr, l'analisi di vigilanza ha evidenziato una struttura organizzativa e un sistema dei controlli gravemente deficitari; anche il processo di investimento e la gestione dei conflitti di interesse sono risultati inadeguati, tanto da rendere necessario formulare osservazioni al Ministero circa lo scioglimento degli organi sociali della Sgr e la sottoposizione di quest'ultima alla procedura di amministrazione straordinaria, ai sensi e per gli effetti dell'art. 56 del Tuf. Analoghe considerazioni valgono con riferimento all'amministrazione straordinaria della Cape Regione Siciliana Sgr; anche in tal caso sono emerse gravi carenze sui vari piani degli assetti organizzativi, del sistema dei controlli, nonché del processo di investimento e della gestione dei conflitti di interesse.

L'analisi di vigilanza, infine, ha portato la Consob a proporre al Ministero dell'Economia lo scioglimento degli organi di amministrazione e controllo della Total Return Sgr Spa e la sua sottoposizione alla procedura di amministrazione straordinaria per gravi violazioni delle disposizioni legislative e amministrative che ne regolano l'attività.

Nel 2011 è stato inoltre adottato un provvedimento sanzionatorio (con applicazione di sanzione pecuniaria per complessivi 50 mila euro) nei confronti di soggetti esteri (2 persone fisiche e una persona giuridica) per aver esercitato in Italia, in via professionale nei confronti del pubblico, servizi e attività di investimento senza le prescritte autorizzazioni.

Nel 2011 la Commissione ha adottato un provvedimento 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 sospette in base alla disciplina in materia di abusi di mercato.

All'esito del predetto procedimento sono state applicate sanzioni pecuniarie a carico di una persona giuridica e 13 persone fisiche e sono state comminate sanzioni pecuniarie per complessivi 253 mila euro circa.

Con riferimento ai promotori finanziari, nell'anno 2011 sono stati adottati complessivamente 116 provvedimenti sanzionatori (146 nel 2010), di cui 92 radiazioni dall'albo, 23 sospensioni a tempo determinato (da minimo un mese a massimo quattro mesi) e un richiamo scritto. Sono state, inoltre, effettuate 68 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte (a fronte delle 57 nel 2010). (Tav. 41).

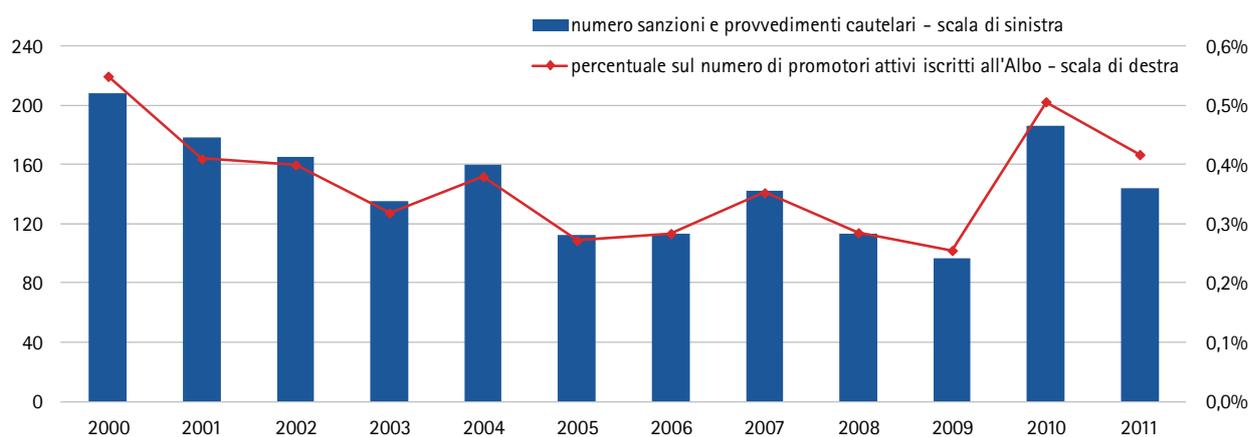
Tav. 41 Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari

	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	
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
2011	1	92	23	--	116	28	68

Fonte: Consob.

Le irregolarità più ricorrenti poste in essere dai promotori finanziari hanno riguardato: l'acquisizione di disponibilità di pertinenza degli investitori, associata sovente all'accettazione di mezzi di pagamento difformi da quelli consentiti dalla normativa di settore; la comunicazione o la trasmissione all'investitore di informazioni o documenti non rispondenti al vero (il più delle volte funzionale a celare comportamenti appropriativi); la mancata esecuzione di disposizioni impartite dalla clientela o anche l'effettuazione di operazioni non autorizzate anche abbinate alla contraffazione delle firme degli investitori; l'abusivo utilizzo delle *password* della clientela per l'accesso all'operatività *on line* (Fig. 105).

Fig. 105 Sanzioni e provvedimenti cautelari adottati nei confronti di promotori finanziari



Fonte: Consob.

5 I provvedimenti relativi agli emittenti

I provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina in materia di emittenti e di informativa al pubblico assunti dalla Commissione nel 2011 sono stati 63 (66 nel 2010) e hanno riguardato violazioni della normativa in materia di offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita (11 casi), offerte pubbliche di acquisto (3), informativa societaria (13), comunicazione di partecipazioni rilevanti e patti parasociali (33) e società di revisione (3 casi; Tav. 42).

Tav. 42 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 revisione legale¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	numero casi						numero soggetti sanzionati					importo delle sanzioni					
	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	<i>totale</i>	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	<i>totale</i>
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
2011	11	3	13	33	3	63	15	1	6	12	3	1.145	320	700	1.185	350	3.700

Fonte: Consob. ¹ A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

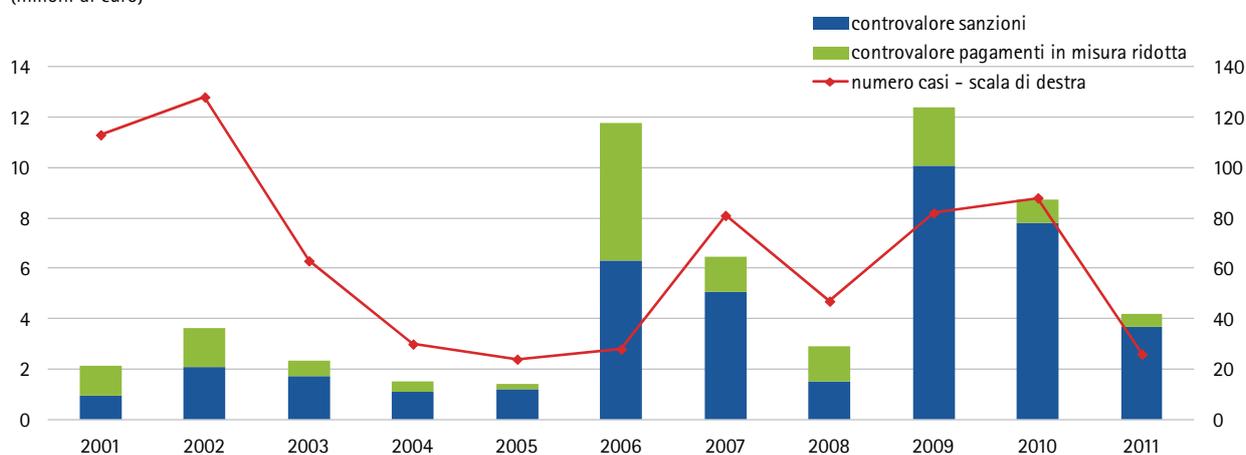
In particolare, il numero dei provvedimenti sanzionatori relativi a violazioni della disciplina in materia di emittenti è stato pari a 47, mentre le relative sanzioni pecuniarie complessivamente sono state pari a circa 2,6 milioni di euro e hanno riguardato 28 soggetti. Tra i suddetti procedimenti sanzionatori, il maggior numero di violazioni accertate è stato quello concernente l'obbligo di comunicazione di partecipazioni rilevanti in società quotate. Sempre in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, poi, 13 procedimenti sanzionatori si sono estinti anticipatamente stante il ricorso dei soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta (ex art. 16 della legge 689/81), per un controvalore complessivo corrisposto pari a 480 mila euro (Tav. 43; Fig. 106).

Tav. 43 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					
	offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	<i>totale</i>	offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	<i>totale</i>	offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	<i>totale</i>
2004	4	6	7	6	--	23	31	6	7	6	--	50	203	62	72	83	--	420
2005	5	1	1	7	--	14	9	2	5	7	--	23	80	20	52	70	--	222
2006	4	4	2	5	--	15	6	72	2	16	--	96	124	4.714	144	449	--	5.431
2007	4	1	1 ¹	21	--	27	21	4	1	23	--	49	217	42	10	1.105	--	1.374
2008	3	--	--	14	--	17	27	--	--	18	--	45	327	--	--	1.081	--	1.408
2009	--	--	--	44	--	44	--	--	--	53	--	--	--	--	--	2.320	--	2.320
2010	--	--	--	22	--	22	--	--	--	22	--	22	--	--	--	930	--	930
2011	--	--	--	13	--	13	--	--	--	13	--	13	--	--	--	480	--	480

Fonte: Consob. ¹ Il dato si riferisce a un pagamento effettuato nel 2007 ma relativo a una violazione accertata nel 2006; per i procedimenti sanzionatori originatisi nel 2007 non è più prevista la formula di pagamento in misura ridotta.

Fig. 106 Sanzioni amministrative in materia di appello al pubblico risparmio e informativa societaria¹
(milioni di euro)



Fonte: Consob. ¹ A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Tra i casi di violazioni accertate ex art. 103, comma 4, del Tuf, in materia di obblighi informativi in pendenza di svolgimento di un'offerta pubblica di acquisto si annovera quello relativo a Secontip Spa che, nella sua qualità di società collegata, ai sensi dell'art. 2359, comma 3, del codice civile, all'offerente TIP, non ha adempiuto gli obblighi di comunicazione di cui all'art. 41, comma 2, lett. b), del Regolamento

Emittenti, entro il termine ivi indicato, con riferimento alle cessioni di azioni M&C dalla stessa effettuate nelle date del 17 e 18 agosto 2009.

L'art. 41, comma 2, lett. b), prevede l'obbligo di *disclosure* delle operazioni di acquisto e di vendita di strumenti finanziari effettuate nel periodo in cui gli stessi sono oggetto di Opa, da adempiere tempestivamente, ovvero *'entro la giornata'*.

Nel periodo in cui sono avvenute le suddette operazioni di cessione erano in corso sulle azioni M&C l'offerta pubblica di acquisto promossa da MI.MO.SE. Spa e l'offerta concorrente promossa da Tamburi Investment Partners Spa, società quest'ultima che deteneva, alla data delle cessioni, una partecipazione pari al 39,4 per cento in Secontip.

Nel caso di specie, dalla documentazione in atti è emerso che le comunicazioni di cui alle predette operazioni di cessione di azioni M&C sono state trasmesse alla Consob e al mercato non *'entro la giornata'*, come normativamente previsto, ma rispettivamente il 19 agosto 2009 (alla Consob) e il 20 agosto 2009 (al mercato), con riferimento all'operazione del 17 agosto 2009, e il 20 agosto 2009 (sia alla Consob che al mercato), con riferimento alla successiva operazione del 18 agosto 2009.

A fronte della suindicata violazione sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 60 mila euro.

In un altro caso, è stato riscontrato che, successivamente alla diffusione del comunicato con il quale IBSA Farmaceutici Italia Srl aveva reso nota l'intenzione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto volontaria e totalitaria sulla quotata Bouty Healthcare Spa, l'offerente aveva disposto sul mercato sette operazioni di acquisto, al di fuori della procedura di offerta, che non aveva provveduto a comunicare, entro ciascuna giornata di negoziazione, né alla Consob né al mercato. All'esito dell'accertamento delle suddette violazioni sono state applicate sanzioni per complessivi 175 mila euro.

Nel corso del 2011 sono stati, altresì, adottati 13 provvedimenti sanzionatori concernenti condotte illecite in materia di informativa societaria che hanno portato all'applicazione di sanzioni per complessivi 700 mila euro (1,2 milioni di euro nel 2010) relativi a 6 soggetti. 12 dei suddetti provvedimenti sanzionatori hanno riguardato violazioni delle disposizioni in materia di informativa societaria (art. 113 e 114 del Tuf), e un provvedimento la violazione della disciplina in materia di relazioni finanziarie (art. 154-ter del Tuf).

Con riguardo ai provvedimenti sanzionatori nei confronti di 3 società di revisione, in 2 casi è stato intimato alle stesse di non avvalersi del partner responsabile dei lavori di revisione oggetto di verifica, per un periodo di 36 mesi (18 mesi ciascuno); nel restante caso è stata applicata nei confronti della società responsabile della violazione una sanzione pecuniaria di 350 mila euro.

Inoltre, nel 2011 sono stati adottati 4 provvedimenti sanzionatori nei confronti di soggetti, sia nazionali sia esteri, per aver svolto abusivamente attività di promozione e collocamento di prodotti finanziari; tali provvedi-

menti hanno riguardato 8 persone fisiche e 3 persone giuridiche. A fronte di tali violazioni sono state irrogate sanzioni pecuniarie per complessivi 960 mila euro e sanzioni amministrative accessorie per complessivi 12 mesi.

Dei suddetti 4 provvedimenti, in particolare si evidenziano quelli adottati nei confronti di due società panamensi (Suizmarket Sa ed Evolution Market Group Inc) per violazione delle disposizioni del Tuf in materia di offerta al pubblico, nonché per aver svolto attività di promozione e collocamento a distanza di prodotti finanziari, in assenza della prescritta abilitazione all'esercizio dei servizi di investimento.

Dagli accertamenti condotti, infatti, è emerso che le anzidette società avevano svolto attività di promozione di 'Programmi di investimento' qualificabili alla stregua di 'forme di investimento di natura finanziaria' e, conseguentemente, di 'prodotti finanziari' ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. u), del Tuf tramite siti internet riconducibili alle società stesse, redatti anche in lingua italiana e avvalendosi di una rete di 'procacciatori' di nuovi clienti organizzata secondo il meccanismo di *marketing* noto come '*multilevel marketing*'. Le società non avevano provveduto a effettuare alla Consob la preventiva comunicazione imposta dall'art. 94, comma 1, del Tuf né a trasmettere, come ivi prescritto, il prospetto informativo destinato alla pubblicazione. Tali condotte hanno, peraltro, sostanziato violazione della disciplina concernente la promozione e il collocamento a distanza di prodotti finanziari in assenza dell'autorizzazione alla prestazione in Italia dei servizi e delle attività d'investimento prescritta, nel caso di specie, dal combinato disposto degli artt. 18, comma 1 e 32, comma 2, del medesimo Tuf, nonché dell'art. 79 del Regolamento Intermediari.

In relazione alle anzidette violazioni sono state applicate sanzioni per complessivi 435 mila euro. Nei confronti degli esponenti aziendali delle società sanzionate è inoltre stata applicata la sanzione accessoria di cui all'art. 191, comma 3, del Tuf, per complessivi mesi 12.

V L'attività regolamentare e interpretativa

Nel corso del 2011 la Commissione ha effettuato, previa consultazione del mercato, numerosi interventi di modifica regolamentare. Molti di essi sono stati effettuati a valle di direttive comunitarie, spesso integrandone il contenuto con elementi che tutelano la specificità del contesto nazionale, ovvero con provvedimenti *ad hoc* volti ad affrontare fenomeni nuovi che le norme precedenti avevano dimostrato di non poter cogliere in modo efficace. Altri interventi sono stati effettuati su impulso esclusivo del legislatore nazionale, ad esempio in tema di equilibrio dei generi nelle società quotate. Altri infine sono stati messi in atto autonomamente dalla Consob al fine di sistematizzare o rendere più efficienti le norme contenute nei propri regolamenti.

1 Il recepimento della normativa comunitaria

Tra gli interventi incardinati nel processo di recepimento di direttive comunitarie si sottolineano in particolare quelli in materia di offerte pubbliche di acquisto (Direttiva 2004/25/CE) e diritti degli azionisti nelle società quotate (Direttiva 2007/36/CE).

In materia di offerte Opa, le modifiche hanno riguardato sia le disposizioni generali sulla procedura e sullo svolgimento dell'offerta, sia quelle in materia di Opa obbligatoria. La revisione della disciplina, approvata dopo ampie consultazioni avviate nell'ottobre del 2010 e nel febbraio del 2011, ha inteso in primo luogo assicurare agli azionisti di minoranza un più ampio grado di tutela nel corso di operazioni che determinano mutamenti nell'assetto di controllo della società. Le modifiche apportate hanno mirato inoltre a conseguire una maggiore efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e la parità di trattamento per investitori italiani ed esteri in tema di offerte su titoli di debito, assicurando al contempo la riduzione dei costi di *compliance* per gli offerenti.

L'attività di revisione ha tenuto conto delle questioni emerse nell'esperienza applicativa della vigente disciplina, nonché dell'analisi comparata degli ordinamenti dei principali paesi. La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto è stata oggetto infatti negli ultimi anni di diversi interventi legislativi che hanno in primo luogo recepito la direttiva comunitaria del 2004 (d.lgs. 19 novembre 2007) e successivamente introdotto alcune importanti modifiche, da ultimo nel settembre 2009, in particolare in materia di

passivity rule, azione di concerto e rilevanza degli strumenti derivati ai fini dell'obbligo di promuovere un'Opa. Considerata la complessità delle modifiche legislative intervenute e il carattere fortemente innovativo di alcune di esse, la Consob ha pertanto ritenuto opportuno effettuare una revisione complessiva della regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto.

Uno dei principali interventi effettuati ha riguardato l'introduzione di misure volte a correggere gli effetti della *pressure to tender*, condizione che interessa i piccoli azionisti destinatari di un'offerta pubblica di acquisto i quali, pur non reputando congruo il prezzo di offerta, sono indotti ad aderirvi dal timore che, in caso di successo, il valore di mercato delle azioni *post-Opa* si deprima per effetto del nuovo assetto di controllo e/o della minore liquidità. Il fenomeno descritto assume caratteristiche più evidenti nelle offerte promosse da insider nelle quali l'offerente è in possesso di informazioni privilegiate che può utilizzare per decidere se e a quali condizioni promuovere l'Opa. È stata prevista quindi una riapertura dei termini dell'offerta per consentire agli azionisti che non hanno aderito inizialmente una seconda opportunità.

È stato altresì eliminato l'obbligo di promozione di un'offerta concorrente a un corrispettivo superiore a quello dell'offerta originaria ed è stato introdotto, tra le regole di correttezza, un obbligo per l'emittente che fornisca informazioni a uno degli offerenti di comunicare tempestivamente le medesime informazioni agli altri offerenti che abbiano presentato circostanziate richieste di accesso.

Ancora, è stato previsto che, ai fini del superamento della soglia dell'Opa obbligatoria (nonché della determinazione del prezzo dell'offerta), assumano rilievo anche gli strumenti finanziari derivati. Sono incluse nel calcolo della partecipazione le azioni sottostanti a tutti gli strumenti finanziari derivati o i contratti che conferiscono al titolare una posizione lunga, regolati in contanti o in consegna fisica.

Si è inoltre modificato il contenuto del comunicato dell'emittente con l'inclusione di un parere sull'offerta degli amministratori indipendenti volto a ridurre l'incertezza sulle valutazioni degli investitori circa il valore fondamentale dei titoli e il prezzo di mercato *post-Opa* e sono stati identificati in casi in cui, salvo prova contraria, si presume che alcuni soggetti agiscano di concerto e i casi di cooperazione tra azionisti che esulano da tale fattispecie.

Infine, è stata modificata la disciplina dei casi di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica d'acquisto totalitaria, con particolare riferimento alle operazioni di salvataggio dell'emittente, aumento di capitale, fusione e scissione, attribuendo una maggiore rilevanza, rispetto al passato, agli *independent shareholders* e sono stati modificati – rendendoli più oggettivi – i criteri per la determinazione del prezzo in caso di *sell-out* e *squeeze-out*.

Una seconda area di intervento ha riguardato i diritti degli azionisti. Al fine di ovviare alle criticità riscontrate durante la prima esperienza applicativa, sono state apportate al Regolamento Emittenti alcune modifiche in materia di sollecitazione di deleghe di voto. La prassi applicativa aveva infatti evidenziato che i costi che il promotore doveva sopportare per l'adempimento

degli obblighi erano tali da disincentivare la promozione delle sollecitazioni di deleghe di voto, vanificando le innovazioni legislative (d.lgs. 27/2010) e regolamentari (delibera 17592 del 14 dicembre 2010) introdotte dalla Direttiva 2007/36/CE al fine di incrementare la partecipazione degli azionisti alla vita societaria (*'Shareholders' Rights Directive'*). A fronte di tali costi, i benefici per il mercato in termini di maggiore informazione apparivano peraltro sostanzialmente irrilevanti.

Pertanto, sono stati oggetto di revisione sia l'obbligo per gli 'ultimi intermediari' di dare notizia della sollecitazione ai soggetti cui spetta il diritto di voto in tempo utile per la loro eventuale adesione, sia la previsione della facoltà per il promotore di consegnare il modulo di delega tramite gli 'ultimi intermediari'. È stato altresì rivisto l'obbligo gravante sugli 'ultimi intermediari' di comunicare senza indugio ai soggetti sollecitati l'avvenuta messa a disposizione del prospetto e del modulo modificati. In materia di informativa al mercato è rimasta peraltro ferma la previsione di cui al primo comma dell'art. 136 in base alla quale *«chiunque intenda promuovere una sollecitazione di deleghe trasmette un avviso alla società emittente, che lo pubblica senza indugio sul proprio sito internet, alla Consob, alla società di gestione del mercato e alla società di gestione accentrata delle azioni»*.

La Commissione ha poi affrontato un ulteriore tema di derivazione comunitaria introducendo alcune regole in materia di trasparenza delle remunerazioni degli amministratori delle società quotate, ai sensi dell'art. 123 del Tuf che interviene a valle della Raccomandazione 2009/385/CE. Le modifiche al Regolamento Emittenti sono state effettuate a seguito di un'ampia consultazione dei partecipanti al mercato avviata nel mese di ottobre, sentite la Banca d'Italia e l'Isvap. La nuova disciplina regolamentare troverà attuazione in occasione delle prossime assemblee di approvazione dei bilanci di esercizio relativi all'esercizio 2011.

Riprendendo e sviluppando i principi già enunciati in precedenti atti di *moral suasion* (in particolare con la comunicazione di carattere generale 11012984 del febbraio 2011), la Consob ha esteso i preesistenti obblighi di *disclosure* prevedendo che le società mettano a disposizione del pubblico almeno 21 giorni prima dell'assemblea (che si esprime con un voto non vincolante) una relazione sulla remunerazione degli amministratori.

Il contenuto della relazione deve corrispondere allo schema – articolato in due sezioni – previsto dal medesimo Regolamento.

La prima sezione è incaricata di fornire le informazioni inerenti alla politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche nonché delle procedure utilizzate per attuare tale politica. La seconda sezione fornisce invece indicazione nominativa dei compensi degli organi di amministrazione e di controllo, dei direttori generali e degli eventuali altri dirigenti con responsabilità strategiche che dovessero avere ricevuto una remunerazione complessiva maggiore di

quella più elevata attribuita ai componenti degli organi di amministrazione e controllo nonché ai direttori generali.

Ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione della carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, devono essere adeguatamente rappresentati evidenziandone la coerenza con la politica in materia di remunerazione. Devono essere ad esempio indicati i paracadute d'oro e il godimento di *stock option* anche successivamente alla chiusura del rapporto, includendo in questa categoria anche i benefici di carattere non monetario. Pertanto anche i *fringe benefit*, che hanno dimostrato di poter essere anche molto rilevanti, saranno per la prima volta oggetto di quantificazione economica. Quanto alle *stock option*, il regolamento apporta un significativo miglioramento delle informazioni date al mercato richiedendo che all'assemblea sia data indicazione del valore di mercato (*fair value*) delle opzioni e degli altri strumenti finanziari assegnati nel corso dell'anno agli esponenti aziendali e agli altri dirigenti con responsabilità strategiche, facendo finalmente chiarezza sull'effettivo ammontare della remunerazione variabile.

In sintesi, lo schema previsto dal regolamento in materia di remunerazioni intende fornire al mercato una indicazione più dettagliata e al tempo stesso fedele del complesso dei compensi assegnati ai dirigenti con responsabilità strategiche. Le norme approvate hanno tenuto conto altresì del principio di proporzionalità, prevedendo ad esempio procedure semplificate per le società di 'minori dimensioni' – così come definite dal regolamento in materia di operazioni con parti correlate – ovvero richiedendo che i compensi dei dirigenti con responsabilità strategiche che non abbiano ricevuto una remunerazione complessiva maggiore di quella più elevata attribuita ai componenti degli organi sociali o al direttore generale possano essere riportati in forma aggregata.

Ancora, la Commissione ha posto in consultazione alcune proposte di modifica del Regolamento Emittenti e del Regolamento Mercati, poi adottate alla fine del gennaio 2012, che recepiscono la Direttiva 2010/73/UE (modificativa della Direttiva Prospetto e della Direttiva *Transparency*).

Sono state apportate in particolare alcune modifiche alla disciplina in materia di prospetto per le offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione, nonché di ammissione a quotazione nei mercati regolamentati, anche al fine di anticipare, ove possibile, l'attuazione della nuova direttiva comunitaria, il cui recepimento nell'ordinamento italiano dovrà essere completato entro il 1° luglio 2012.

In particolare, è stata elevata la soglia di esenzione dall'obbligo di prospetto per le offerte al pubblico da 2,5 a 5 milioni di euro, nonché la soglia, da 50 a 75 milioni, al di sotto della quale è consentito il ricorso al prospetto semplificato. Inoltre, sono state introdotte le pre-istruttorie (*pre-filing*) per l'approvazione dei prospetti ed è stata definita una lista esemplificativa delle informazioni-chiave (KIID – *Key Investor Information Document*) da inserire nella nota di sintesi dei prospetti, al

fine di renderne più agevole la comprensione da parte degli investitori. Infine, sono state semplificate le modalità di pubblicazione del prospetto e delle condizioni definitive (*final terms*) mediante la trasmissione informatica alla Consob.

L'insieme di questi interventi riduce i costi a carico degli emittenti e aumenta la tutela degli investitori. L'introduzione della *pre-istruttoria* facilita i rapporti tra emittenti e autorità di vigilanza e accelera i tempi di approvazione dei prospetti. La trasparenza delle informazioni al pubblico viene migliorata grazie alla chiarezza e alla concisione del KIID e alla standardizzazione della nota di sintesi, che consente una maggiore comparabilità di prodotti finanziari simili e aumenta la consapevolezza delle scelte di investimento.

Infine, nel quadro dei lavori di recepimento della Direttiva 2009/65/CE in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (cosiddetta 'Ucits IV') e delle relative disposizioni comunitarie di attuazione, la Consob ha fornito il proprio contributo al Ministero dell'Economia e delle Finanze per la stesura della bozza di decreto legislativo di recepimento delle disposizioni comunitarie (come previsto dalla legge comunitaria 2010).

Contestualmente è stata avviata, in collaborazione con la Banca d'Italia per i profili di competenza, la consultazione del mercato su un 'pacchetto' di modifiche aventi ad oggetto la disciplina della gestione collettiva del risparmio, contenuta nel Regolamento congiunto Consob-Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, nel Regolamento Consob sugli intermediari e nel Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva, nonché la disciplina sull'offerta al pubblico di Oicr, contenuta nel Regolamento Consob sugli emittenti.

È attualmente in corso di definitiva adozione il decreto legislativo di trasposizione della Ucits IV, approvato in prima lettura dal Consiglio dei Ministri in data 20 gennaio 2012 e sottoposto alle competenti Commissioni parlamentari per il rilascio del previsto parere. La Consob ha già predisposto tutti gli interventi necessari al fine di comprimere al minimo indispensabile i tempi di recepimento nell'ordinamento italiano dell'indicata disciplina comunitaria.

2 L'attuazione della normativa nazionale

Numerosi interventi di modifica sono originati su impulso esclusivo del legislatore nazionale.

Una revisione particolarmente significativa ha riguardato il regime di trasparenza proprietaria. La Commissione, con la delibera 17919 del 9 settembre 2011, ha approvato infatti alcune rilevanti modifiche al Regolamento Emittenti in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali, patti parasociali e assetti proprietari.

L'intervento più rilevante – in recepimento della delega ex art.120, comma 4, lett. *d-ter*) del Tuf – è consistito nell'inclusione tra gli strumenti oggetto di informativa al mercato delle posizioni in strumenti finanziari derivati con regolamento in contanti. La necessità di ampliare il sistema di trasparenza proprietaria per tenere conto delle partecipazioni potenziali rappresentate dai derivati regolati in contanti era stata già segnalata nel *position paper* pubblicato dalla Consob nell'ottobre del 2009. La misura successivamente adottata ha reso più completa la rappresentazione delle partecipazioni potenziali complessive esistenti su un determinato emittente, indipendentemente dallo strumento finanziario utilizzato a tale scopo.

Per ridurre al minimo i costi di adeguamento *una tantum* sostenuti dagli operatori, l'attuale regime di trasparenza proprietaria è stato integrato senza modificarne l'impianto di fondo.

Resta ferma infatti la comunicazione disaggregata già in vigore per le partecipazioni effettive e per quelle potenziali con consegna fisica (*physically settled*), senza obbligo di comunicazione separata per le potenziali con regolamento in contanti. Si affianca tuttavia un terzo *basket* che fornisce un'indicazione dell'interesse economico complessivo (ovvero di tutte le partecipazioni effettive e tutte le potenziali, indipendentemente dalle modalità di regolamento) al superamento di soglie di particolare rilevanza. Si tratta in particolare delle partecipazioni, anche potenziali e indipendentemente dalle modalità di regolamento (*settlement*), che complessivamente superino il 10, 20, 30 e 50 per cento.

Tenuto conto dell'incremento dei costi derivante da tale obbligo e della necessità di uniformare progressivamente il sistema regolamentare a quello comunitario, sono stati eliminati contestualmente gli obblighi di comunicazione delle posizioni in vendita ed è stata elevata al 5 per cento la soglia iniziale per l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni potenziali con consegna fisica, già fissata al 2 per cento. Si è nel contempo affinato il sistema di esenzioni e previsto che le comunicazioni relative al terzo *basket* 'aggregato' scattino soltanto al superamento di una percentuale minima (2 per cento) di derivati regolati in contanti. Quanto al calcolo della partecipazione sottostante allo strumento derivato (nuovo comma 7 dell'art. 119 del Regolamento Emittenti), si è stabilito – anche su impulso degli operatori – di considerare il valore nozionale dello strumento finanziario e non utilizzare invece il meccanismo del *delta adjustment*.

Nella medesima sede, ulteriori modifiche sono state introdotte con riguardo ai modelli di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e dei patti parasociali. In particolare, è stato oggetto di revisione il Modello 120A con le relative istruzioni di compilazione, per tener conto della nuova disciplina in materia di trasparenza degli assetti proprietari prevista in attuazione della Direttiva *Transparency*. Da segnalare anche l'abrogazione, in un'ottica di semplificazione, del modello 122 e degli allegati utilizzati per la comunicazione, a uso esclusivo della Consob, dei patti parasociali. Le informazioni infatti sono già trasmesse alla Consob in altri documenti.

Infine, in attuazione della delega contenuta negli articoli 147-ter e 148 del Tuf, nel mese di dicembre 2011 è stata avviata la consultazione sulla proposta di modifica del Regolamento Emittenti in materia di equilibrio tra generi nella composizione degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate italiane. Tali articoli impongono alle società quotate il rispetto di un criterio di composizione di genere degli organi sociali, in base al quale al genere meno rappresentato spetta almeno un terzo degli organi di amministrazione e controllo; alla Consob è stato attribuito il compito di adottare le modifiche regolamentari finalizzate a dare attuazione al nuovo principio.

La modifica regolamentare, entrata in vigore nel mese di febbraio 2012, prevede, in sintesi, che le società quotate introducano adeguati meccanismi di selezione e nomina dei componenti degli organi e di sostituzione di essi in corso di mandato, idonei a garantire il rispetto delle quote di genere e che sia effettuato l'arrotondamento necessario all'unità superiore ai fini del calcolo delle percentuali di riparto tra generi. Si applicano le regole generali sul procedimento sanzionatorio per l'irrogazione delle sanzioni previste dalla legge 120/2011.

Al fine di evitare che la disciplina in oggetto possa rendere più oneroso il diritto di *voice* degli azionisti di minoranza, con riferimento al potenziale impatto delle disposizioni statutarie relative all'equilibrio di genere sul meccanismo di elezione e nomina dei componenti gli organi sociali attraverso il voto di lista, la Commissione ha introdotto un'unica limitazione all'autonomia delle società, prevedendo che gli statuti non possano imporre il rispetto del criterio di riparto tra quote di genere alle liste recanti un numero inferiore a tre dei componenti l'organo da eleggere.

3 La revisione dei regolamenti Consob

In parallelo con le iniziative appena esposte, la Consob ha avviato una revisione complessiva della propria disciplina secondaria attraverso l'istituzione nel mese di febbraio di tre Tavoli di confronto fra autorità, industria e risparmiatori aventi ad oggetto, rispettivamente, la concorrenza fra sistemi di regole e di vigilanza, il *funding* delle banche e la semplificazione della regolamentazione. Obiettivo prioritario dei Tavoli di lavoro è stato l'individuazione e l'analisi delle principali aree normative e prassi di vigilanza percepite come fonte di criticità ovvero di svantaggio competitivo dagli operatori (emittenti, intermediari e mercati), ferma restando la necessità di coniugare la competitività del mercato e la necessaria tutela degli investitori. Un primo documento di consultazione, pubblicato nel luglio 2011, ha sottoposto all'attenzione del mercato numerose modifiche regolamentari in materia di mercati, intermediari ed emittenti.

Nell'ambito di tali modifiche, un intervento particolarmente significativo ha riguardato la facoltà di deroga statutaria (*opt-out*) dall'obbligo di produrre documenti

informativi *ad hoc* sulle operazioni straordinarie (fusioni, scissioni, acquisizioni e cessioni). Tale iniziativa potrà costituire un primo tassello verso un processo di ulteriore ampliamento dell'autonomia statutaria nella definizione del grado di trasparenza che una società quotata intende assumere nei confronti del mercato, fermi restando gli standard minimi previsti dalle direttive europee.

Numerosi interventi sono stati effettuati anche con riferimento alle Ipo e alle altre offerte pubbliche di strumenti finanziari. Da un lato sono state introdotte le pre-istruttorie (*pre-filing*) per l'approvazione dei prospetti, al fine di facilitare i rapporti tra emittenti e autorità di vigilanza e accelerare i tempi di approvazione dei prospetti medesimi; dall'altro sono state semplificate le modalità di effettuazione di un'offerta al pubblico attraverso lo snellimento della documentazione da allegare alla domanda. Sono stati così ridotti i costi per gli emittenti, soprattutto per quelli di minori dimensioni, limitando gli oneri connessi alla produzione e alla trasmissione della documentazione.

Ulteriori modifiche hanno riguardato infine la semplificazione e lo snellimento di ulteriori obblighi previsti dal Regolamento Emittenti in materia di *internal dealing* e adesione ai codici di comportamento.

Per quanto attiene alla disciplina di trasparenza e alle prassi di vigilanza per l'offerta al pubblico delle obbligazioni bancarie, quale primo esito degli approfondimenti condotti nell'ambito del relativo Tavolo di lavoro, l'Istituto ha adottato una comunicazione volta ad approfondire la tematica connessa all'emissione e alla distribuzione agli investitori *retail* di obbligazioni bancarie 'semplici', di possibile rilevanza sia nella disciplina dell'offerta al pubblico (quanto ai profili connessi alla trasparenza informativa da prospetto), sia quale oggetto dei servizi d'investimento. Sono state altresì approfonditamente esaminate le caratteristiche che l'obbligazione bancaria deve possedere per poter essere considerata 'semplice' e le conseguenze in termini di proporzionata applicazione delle relative regole in tema di offerta al pubblico e servizi di investimento.

In particolare, si è ritenuto opportuno prevedere la possibilità che le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari riconducibili alla categoria delle cosiddette 'obbligazioni bancarie semplici' possano avvalersi del regime del prospetto semplificato ex art. 34-ter, comma 4, del Regolamento Emittenti, così come definito a seguito dell'approvazione della citata comunicazione, in luogo di un prospetto ordinario o di base redatto ai sensi dell'art. 94 del Tuf.

Il confronto con il mercato e i risparmiatori, inoltre, ha permesso all'Istituto di individuare alcune aree critiche nell'ambito della normativa primaria. Si è così avviato un dibattito su una serie di temi quali la semplificazione della disciplina sul cumulo degli incarichi, l'armonizzazione della nozione di indipendenza dell'amministratore, la possibilità per le quotate di emettere azioni a voto limitato o a voto plurimo, l'estensione della facoltà di emettere obbligazioni per le società non quotate e la possibilità di modificare in via statutaria la soglia dell'Opa obbligatoria.

Per i mesi a venire, è prevista l'adozione di un secondo pacchetto di modifiche regolamentari, riguardante, tra l'altro, gli emittenti titoli diffusi, le offerte pubbliche di acquisto, la trasparenza su partecipazioni rilevanti e patti parasociali, la *corporate governance* delle società di dimensioni medie e piccole, la gestione dell'informazione continua. L'obiettivo è di completare l'opera di semplificazione e razionalizzazione entro la primavera del 2012.

Altre modifiche effettuate autonomamente dall'Istituto hanno riguardato l'art. 100 del Regolamento Emittenti che disciplina le comunicazioni alla Consob da parte degli emittenti azioni quotate dei dati relativi alle variazioni nella composizione degli organi di amministrazione e controllo nonché della carica di direttore generale, ove prevista; è stato inoltre abrogato l'Allegato 3H contenente il modello di comunicazione e le istruzioni per la sua compilazione. Le modifiche apportate all'art. 100 sono state effettuate nell'intento sia di tener conto delle innovazioni normative in materia di *corporate governance* (con particolare riferimento alla composizione degli organi sociali degli emittenti quotati), sia di ampliare e migliorare l'informazione resa alla Consob e al mercato.

È stato pertanto chiesto agli emittenti di integrare l'informazione generale sugli organi societari con le informazioni relative alla sussistenza dei requisiti di indipendenza ai sensi del Tuf e all'indicazione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo espressi dalle liste di minoranza. Al fine poi di semplificare le modalità di trasmissione delle informazioni alla Consob, riducendo gli oneri operativi per gli emittenti azioni quotate, sono state ridefinite le modalità operative di acquisizione dei dati da parte della Consob attraverso la predisposizione di un sistema telematico interattivo per la comunicazione delle informazioni previste dall'art. 100, denominato Sistema Automatico Integrato di Vigilanza Emittenti Quotati (Saiveq).

Le relazioni internazionali VI

1 La cooperazione internazionale

Nel 2011 la Consob ha proseguito l'attività di cooperazione internazionale con le autorità di vigilanza di Stati membri dell'Unione Europea e di paesi terzi (Tav. 44).

Tav. 44 Scambio di informazioni fra Consob e autorità di vigilanza estere

Oggetto	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Richieste di informazioni ad autorità estere								
abuso di informazione privilegiata	8	12	16	18	25	23	20	27
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	8	6	12	9	27	14	23	18
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	2	4	5	1	2	3	10	14
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	5
requisiti di onorabilità e professionalità	7	4	--	9	--	--	--	1
violazione regole di condotta	2	--	1	--	--	3	3	1
<i>transaction reporting</i> ex art. 25 Mifid	--	--	--	--	1	1	--	--
vendite allo scoperto	--	--	--	--	42	6	4	
richieste dirette a <i>remote member</i> ex art. 57 Mifid	--	--	--	--	11	2	5	24
segnalazioni operazioni sospette	--	--	--	--	1	6	9	5
<i>totale</i>	<i>37</i>	<i>38</i>	<i>43</i>	<i>41</i>	<i>113</i>	<i>61</i>	<i>91</i>	<i>95</i>
Richieste di informazioni da autorità estere								
abuso di informazione privilegiata	18	18	17	18	18	5	9	11
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	3	4	14	2	3	2	4	5
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	9	9	3	2	8	6	4
trasparenza e informativa societaria	--	4	3	--	1	1	2	3
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	4	--	1	1	--	1	1
requisiti di onorabilità e professionalità	44	31	46	37	18	36	41	50
violazione regole di condotta	--	--	--	3	2	2	5	--
<i>transaction reporting</i> ex art. 25 Mifid	--	--	--	--	1	--	--	--
vendite allo scoperto	--	--	--	--	--	--	--	--
richieste dirette a <i>remote member</i> ex art. 57 Mifid	--	--	--	--	--	--	1	--
segnalazioni operazioni sospette	--	--	--	--	2	5	8	11
<i>totale</i>	<i>68</i>	<i>70</i>	<i>89</i>	<i>64</i>	<i>48</i>	<i>59</i>	<i>77</i>	<i>85</i>

Fonte: Consob.

In particolare, l'Istituto ha inoltrato complessivamente 95 richieste di cooperazione ad altre autorità (a fronte di 91 nel 2010); le richieste d'informazioni rivolte alla Consob da autorità di vigilanza estere sono state 85 (77 nel 2010) e hanno riguardato soprattutto casi di verifica dei requisiti di onorabilità e professionalità.

2 L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Nel 2011, come di consueto, la Consob ha partecipato alle attività della Commissione Europea per la predisposizione di proposte di direttive e regolamenti.

L'Istituto ha preso parte ai negoziati relativi alla proposta di regolamento in materia di vendite allo scoperto e *credit default swaps* (Cds). A ottobre 2011 il Parlamento e il Consiglio Europeo hanno concordato un testo comune e il regolamento, adottato e direttamente applicabile negli Stati membri, entrerà in vigore a novembre 2012.

La proposta, presentata nel 2010 dalla Commissione Europea, ha l'obiettivo di creare un quadro normativo armonizzato per favorire interventi coordinati a livello europeo, migliorare la trasparenza e garantire l'integrità dei mercati. Gli aspetti più rilevanti della proposta riguardano: *i*) gli obblighi di *disclosure* delle posizioni nette individuali in azioni e titoli del debito pubblico, 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 coordinamento e intervento in situazioni eccezionali attribuiti all'Esma; *vii*) i poteri delle autorità competenti e la cooperazione internazionale.

Nel 2011 l'Istituto ha preso parte al negoziato relativo alla proposta di regolamento sui derivati *over the counter* (Otc), controparti centrali e *trade repositories* che la Commissione Europea ha presentato, nel 2010, per introdurre una disciplina comune e rendere più sicuro e trasparente il mercato dei derivati negoziati fuori borsa. Il regolamento adottato e applicato agli Stati membri, dopo l'accordo raggiunto tra Consiglio e il Parlamento Europeo, entrerà in vigore al termine del 2012.

L'obbligo di *clearing* riguarderà tutti i contratti derivati Otc con determinate caratteristiche in termini di standardizzazione e a condizione che esso consenta di ridurre il rischio sistemico. L'obbligo potrà essere adempiuto con controparti centrali europee o estere, rispettivamente autorizzate o riconosciute, e si applicherà alle controparti finanziarie, così come definite dal Regolamento, e alle 'controparti non finanziarie', a condizione che l'attività speculativa da esse posta in essere sia superiore a una determinata soglia, oltre la quale la controparte non finanziaria sarà assoggettata all'obbligo in relazione a tutti i derivati Otc da essa conclusi; è prevista

un'esenzione per le operazioni infragrupo. Per quanto concerne i contratti non soggetti all'obbligo di *clearing* da parte di controparti centrali, si prevede l'introduzione di misure alternative di mitigazione del rischio. L'obbligo di *reporting* alle autorità di vigilanza si applicherà a tutti i contratti derivati, non solo a quelli Otc. Il Regolamento prevede procedure e requisiti per l'autorizzazione e la supervisione, nonché requisiti organizzativi e prudenziali cui le controparti centrali autorizzate dovranno attenersi. Inoltre, sono affidate all'Esma la registrazione e la vigilanza dei *trade repositories*.

La Consob sta seguendo la proposta di modifica della Direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, pubblicata dalla Commissione Europea il 30 novembre 2011 e attualmente in discussione presso il Consiglio.

La Commissione Europea propone di intervenire sull'attuale disciplina al fine di: *i)* introdurre un passaporto per le imprese di revisione contabile e per i revisori legali che consentirà agli stessi di svolgere la propria attività in Stati membri diversi dallo Stato nel quale sono stati abilitati; *ii)* prevedere, tramite regolamento, norme più dettagliate in materia di revisione legale dei conti di enti di interesse pubblico; *iii)* rafforzare la cooperazione tra le autorità nazionali competenti; *iv)* prevedere competenze di vigilanza in capo ad autorità pubbliche per garantire controlli più stringenti dei revisori legali e delle imprese di revisione contabile; *v)* stabilire un regime speciale per le piccole e medie imprese.

La Consob ha, inoltre, partecipato al dibattito sulla proposta di modifica delle Direttive 2002/87/CE e 2006/48/CE del Parlamento e del Consiglio Europeo relative alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e di investimento appartenenti a un conglomerato finanziario.

L'attuale proposta ha lo scopo di applicare tanto la vigilanza supplementare, prevista dalla Direttiva sui conglomerati finanziari, quanto la vigilanza consolidata/di gruppo, prevista dalle Direttive sui Requisiti di Capitale e sulle Assicurazioni, alla società di partecipazione mista posta al vertice del conglomerato finanziario; essa inoltre è tesa a introdurre una maggiore flessibilità nell'identificazione dei conglomerati finanziari sottoposti a vigilanza prudenziale, tenuto conto del potenziale rischio del gruppo e prevedere forme di coordinamento tra le autorità europee di vigilanza.

L'Istituto ha partecipato all'avvio dei negoziati relativi alle recenti proposte di direttiva e regolamento finalizzate alla revisione dell'attuale disciplina della Direttiva Mifid, avanzate dalla Commissione Europea a ottobre 2011. La proposta è in corso di negoziato presso il Consiglio.

In materia di mercati, le principali modifiche in discussione sono relative : *i)* alla disciplina delle *trading venue*, al fine di includere nella regolamentazione qualsivoglia piattaforma di negoziazione esistente e quindi di eliminare gli arbitraggi regolamentari; *ii)* alla trasparenza *pre* e *post* negoziazione delle transazioni su azioni; *iii)* all'introduzione di un regime di trasparenza delle informazioni *pre* e *post* negozia-

zione sui mercati non azionari; *iv*) al consolidamento delle informazioni *post-negoziazione*; *v*) a specifici aspetti di microstruttura dei mercati che tengano conto delle innovazioni tecnologiche (*high frequency trading, co-location, sponsored access e tick size*); *vi*) ai mercati dei derivati su merci; *vii*) a possibili estensioni del regime di comunicazione alle autorità delle informazioni sulle transazioni (*transaction reporting*).

In materia di disciplina degli intermediari, la proposta di revisione della Mifid riguarda: *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 adottare gli intermediari per il lancio di prodotti complessi, inclusi gli strumenti finanziari strutturati; *iv*) la remunerazione degli addetti alla rete commerciale alla luce della disciplina sui conflitti di interessi.

La Commissione Europea ha proposto, a ottobre 2011, l'adozione di un regolamento che modifica la disciplina degli abusi di mercato al cui negoziato sta partecipando la Consob.

La Commissione intende intervenire nell'attuale disciplina al fine di: *i*) estendere l'ambito di applicazione della Direttiva agli strumenti finanziari ammessi a negoziazione esclusivamente su Mtf; *ii*) ampliare 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 un regime sanzionatorio maggiormente armonizzato; *vi*) dotare le autorità competenti di ulteriori poteri investigativi; *vii*) rafforzare la cooperazione tra autorità di vigilanza; *viii*) ridurre la discrezionalità degli emittenti in merito alla decisione di ritardare la diffusione di informazioni privilegiate; *ix*) ridurre i costi per l'adempimento degli obblighi di trasparenza da parte delle piccole e medie imprese emittenti. La proposta è in corso di discussione presso il Consiglio.

L'Istituto ha partecipato, inoltre, ai lavori avviati dalla Commissione Europea per la riforma della Direttiva *Transparency* sugli obblighi di informazione cui sono tenuti gli emittenti quotati.

In particolare, le principali novità proposte dalla Commissione Europea prevedono l'introduzione: *i*) di un regime agevolato per gli emittenti di piccole dimensioni; *ii*) di obblighi di notifica anche per strumenti finanziari derivati regolati in contanti; *iii*) di maggiore armonizzazione per la comunicazione di partecipazioni rilevanti, anche con riferimento alle soglie; *iv*) di trasparenza nella divulgazione delle informazioni sui pagamenti ai governi da parte delle imprese delle industrie estrattive; *v*) di disposizioni per facilitare l'accesso alle informazioni regolamentate a livello europeo.

La Commissione Europea, a novembre 2011, ha pubblicato una proposta di revisione del Regolamento 1060/2009/CE sulle agenzie di rating per affrontare questioni non disciplinate dalla normativa comunitaria vigente.

In particolare, l'obiettivo della Commissione è quello di disciplinare: *i)* il rischio di eccessivo affidamento ai rating da parte degli operatori di mercato, specie nei casi in cui i giudizi 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; *v)* la trasparenza e la frequenza dei rating sui titoli di Stato.

Nel corso dell'anno la Consob ha preso parte 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 fornisce supporto alla Commissione Europea nella valutazione dei sistemi di controllo pubblico di paesi terzi e nelle problematiche di cooperazione internazionale. A gennaio 2011 la Commissione Europea, sulla base dei contributi forniti dal Gruppo di Esperti, ha adottato una decisione di equivalenza dei sistemi di vigilanza in materia di revisione contabile adottati in 10 paesi terzi (Australia, Canada, Cina, Croazia, Giappone, Singapore, Sud Africa, Sud Corea, Svizzera e Stati Uniti d'America).

3 L'attività nell'ambito della *European Securities Market Authority* (Esma)

Nel corso del 2011 la Consob ha operato in seno alla *European Securities and Markets Authority* (Esma), Autorità che, nell'ambito della nuova architettura di vigilanza finanziaria europea operativa da gennaio 2011, è competente per il settore mobiliare.

L'Esma ha sostituito il Cers (*Committee of European Securities Regulators*), istituito nel 2001 dalla Commissione Europea per affrontare questioni regolamentari e di vigilanza d'interesse comune ai paesi membri dell'Unione e di altri stati dello Spazio Comune Europeo. L'Esma si affianca all'Eba (*European Banking Authority*), che sostituisce il Ceba ed è competente per il settore bancario, e all'Eiopa (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*), che sostituisce il Ceiops ed è competente per il settore assicurativo e delle pensioni aziendali o professionali.

Nell'ambito dei nuovi assetti della vigilanza europea, i lavori avviati dalla *Task Force* congiunta dei Comitati di terzo livello (Cers, Ceba e Ceiops) sono confluiti all'interno di un nuovo Comitato di coordinamento (cosiddetto *Joint Committee*) che ha il compito di favorire la cooperazione e la coerenza degli approcci di vigilanza delle tre Autorità europee, soprattutto rispetto ai conglomerati finanziari e alle istituzioni attive su base transfrontaliera. Nel 2011 il Comitato ha pubblicato le

regole procedurali interne e una lista che identifica i conglomerati finanziari attivi in Europa.

L'Esma ha competenze ulteriori rispetto a quelle precedentemente assegnate al Cesr, riguardanti: *i)* l'elaborazione di standard tecnici vincolanti da sottoporre alla Commissione Europea per la relativa adozione; *ii)* la risoluzione di eventuali controversie tra le autorità di vigilanza nazionali; *iii)* l'esercizio di poteri per assicurare l'applicazione coerente delle regole comunitarie; *iv)* l'intervento per l'assunzione di contromisure in situazioni di emergenza. L'Esma, inoltre, ha la facoltà di vietare o limitare temporaneamente determinate attività finanziarie che possono minacciare l'ordinato funzionamento del mercato o la stabilità del sistema finanziario ed esercita poteri diretti di vigilanza sulle agenzie di rating.

L'Istituto ha presieduto il Comitato Permanente sul Risparmio Gestito (Imsc - *Investment Management Standing Committee*) dell'Esma e ha contribuito all'elaborazione delle misure di attuazione di livello 2 della nuova Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi.

In particolare, la Direttiva 2011/61/UE, cosiddetta Aifmd, che introduce regole comuni in materia di gestori di fondi comuni d'investimento diversi dai fondi armonizzati Ucits (*Undertaking for Collective Investment in Transferable*) e un passaporto europeo per la gestione e la commercializzazione di detti fondi su base transfrontaliera, prevede l'adozione da parte della Commissione Europea di una serie di disposizioni di livello 2.

La Commissione Europea, nel 2010, ha chiesto assistenza tecnica al Cesr per la definizione delle misure di attuazione della Direttiva Aifmd e nel 2011 l'Esma ha pubblicato pareri tecnici concernenti: *i)* le disposizioni generali della Direttiva, autorizzazione e requisiti operativi dei gestori di fondi alternativi (Gefia); *ii)* gli obblighi e requisiti del depositario del fondo; *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.

Sempre in seno all'Imsc la Consob ha contribuito alla stesura delle linee guida, già presentate nel 2010, per la misurazione del rischio e il calcolo dell'esposizione globale per alcune tipologie di Ucits strutturati, pubblicate in aprile 2011.

Le linee guida propongono: *i)* un regime opzionale per il calcolo dell'esposizione globale e i criteri applicativi del cosiddetto *commitment approach*, indicando modelli pratici di controllo dei rischi; *ii)* l'introduzione delle disposizioni in merito alla trasparenza degli Ucits che facciano uso di detto regime.

Il Gruppo di Esperti presieduto dalla Consob ha redatto un documento (Q&A) di quesiti e pareri sulla definizione armonizzata di *'money market fund'*, che integra e favorisce una comune interpretazione e applicazione delle linee guida già predisposte nel corso del 2010.

L'Imsc ha, altresì, pubblicato, nel mese di luglio 2011, un documento di consultazione relativo agli orientamenti dell'Esma in materia di linee guida

concernenti alcune tipologie di Ucits, cosiddetti *exchange traded funds* (Etf), e taluni Ucits strutturati. All'esito della procedura di consultazione, il gruppo ha elaborato un nuovo documento in cui si presentano specifiche misure di livello 3.

Le misure sono relative alle informazioni da includere nel prospetto, nel KII (*Key Investor Information*) per gli investitori e nelle comunicazioni commerciali e dettano ulteriori disposizioni a tutela degli investitori che acquistano quote di detti fondi sul mercato secondario. Il documento introduce anche una definizione comune di Etf al fine di favorire maggiore trasparenza in materia.

Un altro documento sugli accordi per l'operatività transfrontaliera delle società di gestione armonizzate e per la commercializzazione dei fondi, è stato pubblicato, a ottobre 2011, a causa della trasposizione tardiva della Direttiva Ucits IV in alcuni Stati membri. Il documento è regolato dalla norme stabilite dalla Corte di Giustizia Europea secondo cui le disposizioni della direttiva a carattere *self executing* sono direttamente applicabili negli Stati membri. I lavori degli esperti proseguiranno nel corso del 2012.

La Commissione Europea ha dato mandato all'Esma di redigere pareri tecnici in merito alle misure di attuazione della Direttiva 2010/73/UE che modifica la Direttiva Prospetto (2003/71). La Consob ha contribuito alla realizzazione di tali regole e la Commissione provvederà alla loro adozione entro luglio 2012.

L'Esma ha il compito di definire nuove disposizioni in materia di: *i) format* dei prospetti e contenuto delle informazioni chiave da fornire agli investitori; *ii) regime* applicabile alle piccole e medie imprese; *iii) criteri* per la valutazione di equivalenza in ordine al mercato di un paese terzo; *iv) possibile emanazione* di disposizioni tecniche volte a chiarire la vigente normativa di secondo livello.

Tra gli ulteriori gruppi di lavoro istituiti dall'Esma e ai quali la Consob ha partecipato nel corso del 2011 si segnalano quelli 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.

Il Comitato Permanente sui Mercati Secondari, in particolare, ha svolto una consultazione pubblica in relazione alle linee guida volte a disciplinare i fenomeni dell'*high frequency trading*, dello *sponsored access* e dei *co-location services*. Gli orientamenti presi in materia riguardano: *i) la gestione* di un sistema di negoziazione elettronica da parte di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; *ii) l'impiego* di un sistema di negoziazione elettronica, compreso un algoritmo di negoziazione, da parte di un'impresa di investimento per negoziazioni eseguite per conto proprio o di clienti; *iii) la possibilità* di accesso diretto o sponsorizzato al mercato offerta da un'impresa di investimento per l'esecuzione degli ordini dei clienti. Coerentemente a quanto previsto dalla Direttiva Mifid, tali orientamenti

non riguardano solo la negoziazione di titoli azionari ma coprono qualsiasi strumento finanziario che venga scambiato in un ambiente automatizzato. All'esito della consultazione (febbraio 2012), l'Esma ha pubblicato le linee guida che i partecipanti al mercato dovranno rispettare a partire da maggio 2012.

Il Comitato sui Mercati Secondari ha, inoltre, intrapreso iniziative per favorire la convergenza delle pratiche di vigilanza in materia di esenzioni, riguardo agli obblighi di trasparenza *pre*-negoziazione, che le autorità competenti possono accordare. A tale scopo e a supporto di una comune applicazione della Mifid, il gruppo di lavoro ha elaborato esempi concreti di esenzioni che le autorità nazionali prenderanno a riferimento nell'esercizio delle proprie responsabilità in materia.

Tra i lavori svolti dal Comitato sugli Intermediari e la Tutela degli Investitori si segnala l'elaborazione di documenti di consultazione in relazione a linee guida in materia di: *i*) requisiti di adeguatezza nelle procedure stabilite dagli intermediari per una migliore conoscenza della propria clientela; *ii*) funzione di *compliance* interna, diretta a favorire un'applicazione più stringente dei requisiti organizzativi da parte degli intermediari.

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 2011, il comitato permanente, oltre a produrre orientamenti per la corretta applicazione delle norme comunitarie sul prospetto, aggiornando il documento Q&A, ha pubblicato un documento contenente le modifiche da apportare alle raccomandazioni del Cesr per la parte attinente alle informazioni dei prospetti di società minerarie.

Sono proseguiti i lavori dello *Standing Committee on Corporate Reporting* sull'informazione societaria e del sottocomitato per l'*enforcement* Eecs (*European Enforcers Coordination Sessions*), al fine di assicurare l'efficace coordinamento delle attività di *enforcement* dell'informazione finanziaria a livello europeo.

L'Eecs ha implementato il coordinamento degli *enforcers* europei per raggiungere un elevato livello di armonizzazione delle decisioni in materia di vigilanza sulla corretta applicazione dei principi contabili internazionali. In particolare, nel corso del 2011 sono stati pubblicati nuovi 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.

Sulla base delle analisi condotte dall'Eecs e dallo *Standing Committee on Corporate Reporting*, l'Esma ha pubblicato, inoltre, un documento di consultazione contenente proposte volte a migliorare l'interpretazione della rilevanza dell'informazione, ai sensi degli Ifrs (*International Financial Reporting Standards*).

La Consob ha partecipato, poi, ai lavori dell'Esma-Pol che nel 2011 ha dato seguito al mandato della Commissione Europea per l'elaborazione di

pareri, nonché standard tecnici vincolanti in attuazione del Regolamento sulle vendite allo scoperto. Il Comitato permanente ha inoltre provveduto a fornire aggiornamenti del documento Q&A, in materia di abusi di mercato.

L'Istituto ha altresì partecipato attivamente ai lavori del *Review Panel* (Gruppo permanente per l'attuazione degli standard Esma da parte degli Stati membri) per l'esercizio di mappatura delle pratiche e dei poteri di vigilanza delle autorità degli Stati membri in attuazione della Direttiva Mifid.

Il Gruppo, in particolare, ha effettuato una ricognizione (*mapping exercise*) delle pratiche seguite a livello nazionale in materia di applicazione delle sanzioni amministrative e penali in casi di abusi di mercato e di poteri a disposizione delle autorità nazionali per fronteggiare situazioni di crisi ed emergenza. Il *Review Panel* ha inoltre 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 portato a termine una ricognizione avviata nel 2010 in merito all'applicazione, nei singoli Stati membri, delle norme discrezionali e opzionali contenute nella Direttiva *Transparency*.

In materia di rating, la Commissione Europea ha chiesto al corrispondente Gruppo di lavoro dell'Esma, del quale la Consob è membro, la predisposizione di accordi di cooperazione tra l'Unione Europea e il Giappone per la vigilanza sulle agenzie di rating.

L'Esma ha inviato alla Commissione Europea standard tecnici vincolanti che attuano il regolamento europeo sulle agenzie di rating (Regolamento UE 2011/513).

Gli standard riguardano: *i*) gli obblighi di trasparenza e le informazioni da mettere a disposizione del pubblico attraverso l'apposito *central repository* gestito dall'Esma; *ii*) le informazioni da fornire all'Esma in sede di richiesta di registrazione; *iii*) la valutazione da parte dell'Esma della conformità delle metodologie adottate dalle agenzie di rating ai requisiti previsti dal regolamento; *iv*) il contenuto specifico degli obblighi di comunicazione periodica all'Esma per lo svolgimento della vigilanza continuativa. Il gruppo di lavoro ha contribuito inoltre all'elaborazione di un parere tecnico in relazione alle misure di secondo livello in materia di disciplina dei compensi alle agenzie di rating.

Nel 2011 l'Esma ha, inoltre, proceduto alla registrazione di 4 agenzie di rating internazionali in Europa, DBRS, *Fitch Ratings*, *Moody's Investors Service* e *Standard & Poor's* (S&P), valutate dai collegi competenti delle autorità nazionali dei vari Stati membri per i requisiti di indipendenza, *governance* e trasparenza, previsti dal regolamento europeo, sul rispetto dei quali l'Esma ha il compito di vigilare.

4 L'attività nell'ambito dell'*International Organization of Securities Commissions* (Iosco) e in altre sedi istituzionali

Nel 2011 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 corso del 2011, la *Task Force on Unregulated Entities* ha svolto un sondaggio con il quale ha raccolto informazioni sulle principali giurisdizioni in cui sono operativi gli *hedge fund* al fine di valutarne i possibili rischi sistemici. Il gruppo ha, inoltre, periodicamente aggiornato il *Financial Stability Board* in merito al grado di attuazione dei principi Iosco relativi alla regolamentazione degli *hedge fund*.

La Consob partecipa alla *Task Force*, istituita dal Comitato Tecnico in materia di regolamentazione dei derivati Otc, con l'obiettivo di favorire la convergenza regolamentare in materia di disciplina delle transazioni in strumenti derivati concluse al di fuori delle tradizionali piattaforme di negoziazione.

Nel corso del 2011 la *Task Force* ha elaborato 2 rapporti relativi alla compensazione e garanzia delle operazioni standardizzate con controparti centrali, nonché alla raccolta e lo scambio di informazioni da parte delle autorità competenti.

La Consob ha contribuito 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 G20. 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 2011, la *Task Force* ha pubblicato principi diretti al rafforzamento della trasparenza e della vigilanza sugli scambi di prodotti derivati su merci.

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 2011 la *Task Force* ha avviato un'indagine tra i propri membri per verificare il grado di attuazione nelle diverse giurisdizioni delle

raccomandazioni Iosco, pubblicate nel 2009, in materia di cartolarizzazione dei crediti.

Nel corso dell'anno è altresì 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*).

A seguito dei lavori svolti dallo *Standing Committee 1*, la Iosco ha pubblicato un documento di consultazione in merito agli obblighi di trasparenza in relazione ai prodotti strutturati provenienti da operazioni di cartolarizzazioni di crediti.

In tema di mercati, lo *Standing Committee 2* ha elaborato un rapporto che analizza questioni connesse alle cosiddette *'dark pools'* e raccomanda misure regolamentari dirette a incrementare il grado di trasparenza degli scambi, riducendo i rischi derivanti da un'eccessiva frammentazione degli stessi nei diversi luoghi di negoziazione.

Il Comitato ha, altresì, redatto un documento di consultazione inerente le problematiche di integrità e buon funzionamento dei mercati secondari legate all'utilizzo di piattaforme elettroniche di trading per l'inserimento degli ordini e di programmi ad alta frequenza di negoziazione (*high frequency trading*).

Lo *Standing Committee 3* sugli intermediari ha ultimato un documento di consultazione in materia di offerta di prodotti finanziari complessi, in cui vengono definite specifiche regole di condotta a tutela degli investitori. Il rapporto è stato elaborato da un sottogruppo presieduto dalla Consob e pubblicato all'inizio del 2012.

Lo *Standing Committee 3*, in collaborazione con lo *Standing Committee 5*, nel corso 2011 invece, ha definito, nel caso di offerta di prodotti assimilabili ai fondi comuni di investimento, gli obblighi di trasparenza nei confronti degli investitori al dettaglio; nel documento si individuano le informazioni chiave che gli investitori devono ricevere al momento di sottoscrivere prodotti della gestione collettiva. Il comitato ha elaborato un rapporto relativo alle procedure interne che gli intermediari devono applicare nel *pricing* dei prodotti strutturati e nella gestione del rischio di liquidità e ha, altresì, condotto una ricognizione delle regole applicabili in materia di insolvenza degli intermediari e tutela dei beni degli investitori.

In materia di cooperazione internazionale, lo *Standing Committee 4* ha continuato a mantenere un dialogo con le giurisdizioni che pongono ostacoli allo scambio di informazioni tra autorità competenti al fine di rimuovere gli impedimenti e promuovere l'adesione 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, relative alla prestazione abusiva di servizi di investimento, effettuate dalle varie autorità competenti.

In materia di organismi di investimento collettivo del risparmio, lo *Standing Committee 5*, nel corso del 2011, ha avviato una consultazione sui principi che i gestori di fondi aperti devono rispettare in materia di sospensione delle sottoscrizioni o dei rimborsi di quote di fondi, al fine di gestire il rischio di liquidità e garantire la tutela degli investitori.

Lo *Standing Committee 6*, istituito nel 2009, al fine di proseguire il lavoro svolto dalla *Task Force* sulle agenzie di rating, ha concluso la ricognizione relativa alle iniziative regolamentari intraprese nelle varie giurisdizioni in materia di agenzie di rating al fine di valutare la conformità di tali discipline ai principi Iosco.

La Consob ha contribuito ai lavori dell'*Implementation Task Force (ITF)* relativi ai Principi Iosco sulla Regolamentazione dei Mercati Mobiliari (*Iosco Objectives and Principles on Securities Regulation*).

Nel 2011 il gruppo ha pubblicato i principi relativi alla Metodologia Iosco, la cui revisione ha determinato l'introduzione di 8 nuovi principi in materia di: fondi speculativi, agenzie di rating, 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.

La Consob ha inoltre preso parte 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. Il Gruppo ha avviato un nuovo *workstream* che mira a esaminare le divergenze regolamentari esistenti nei tre settori per la trasparenza nella distribuzione di prodotti finanziari agli investitori al dettaglio. Il *Joint Forum* intende sviluppare, a riguardo, raccomandazioni volte a ridurre il rischio di arbitraggi e favorire una maggiore comparabilità delle informazioni concernenti i fondi di investimento e alcuni prodotti finanziari emessi da assicurazioni e banche.

Infine, nel corso del 2011 la Consob ha partecipato alle attività di ulteriori organizzazioni internazionali, tra cui il *Financial Stability Board (Fsb)*, l'*International Forum of Independent Audit Regulators (Ifiar)*, gruppo diretto ad agevolare la cooperazione tra le autorità di vigilanza con riguardo alla revisione contabile, e l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Ocse), dove la Consob presiede lo *Steering Group on Corporate Governance* che coordina e guida i lavori in materia di *corporate governance*.

I controlli giurisdizionali VII sull'attività della Consob

1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

A decorrere dal 16 settembre 2010 il d.lgs. 2 luglio 2010, n. 104, ha attribuito le controversie aventi ad oggetto tutti i provvedimenti adottati dall'Istituto alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo. Tale disposizione ha reso, pertanto, residuale il contenzioso avanti al giudice ordinario, di fatto limitato a ipotesi di riassunzione di giudizi instaurati nel vecchio regime a seguito di declaratorie di incompetenza territoriale o di sentenze di rinvio della Corte di Cassazione.

Per effetto della suddetta disposizione, nel corso del 2011 il numero dei ricorsi presentati innanzi al Tar del Lazio, avverso atti sanzionatori e di amministrazione attiva, adottati dalla Consob ha registrato un netto aumento rispetto all'anno precedente (51 a fronte dei 29 nel 2010; Tav. 45).

Tav. 45 Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto¹
(esiti al 31 dicembre 2011)

	Giudice amministrativo ²						Giudice ordinario ³					
	accolti ⁴	respinti ⁵	in corso	di cui:		totale ricorsi	accolti ⁴	respinti ⁵	in corso	di cui:		totale ricorsi
				accolta sospensiva	respinta sospensiva					accolta sospensiva	respinta sospensiva	
2006	1	1	9	--	3	11	3	26	1	--	--	30
2007	--	7	2	--	1	9	9	43	24	--	--	76
2008	1	5	5	--	4	11	8	25	15	--	1	48
2009	--	3	3	--	3	6	11	25	18	1	--	54
2010	1	2	26	--	4	29	2	41	16	1	1	59
2011	--	6	45	1	18	51	--	--	5	--	--	5

Fonte: Consob. ¹ I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. ² La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. ³ Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. ⁴ La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. ⁵ La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

La Corte d'Appello di Roma, in 3 decisioni pubblicate del 2011, ha affrontato una complessa vicenda di *insider trading* secondario, nel quale

l'informazione privilegiata era costituita dal progetto di avvio, da parte della società quotata CDB Web Tech, di una attività d'investimento industriale in difficoltà.

La Corte ha innanzitutto escluso qualsiasi profilo di illegittimità degli atti sanzionatori per inosservanza del termine di 90 giorni entro il quale, a decorrere dall'accertamento, deve essere effettuata la notifica dell'atto di contestazione, pena l'estinzione dell'obbligazione sanzionatoria (art. 14 della legge 689/1981). I giudici romani hanno innanzitutto segnalato *«come la mera constatazione materiale dei fatti rilevati non possa coincidere automaticamente - specie in settori complessi come quello c.d. dell'insider trading - con l'accertamento vero e proprio, da cui fare decorrere i novanta giorni per la contestazione degli estremi della violazione»*. E invero, tale termine *«decorre non da quando»* la P.A. *«sia venuta a conoscenza dei fatti ascritti all'incoltato, ma dal diverso e successivo termine in cui abbia acquisito tutti gli elementi oggettivi e soggettivi necessari per valutare la sussistenza di una condotta sanzionabile»*, e il giudice dell'opposizione *«può limitarsi a valutare solo l'eventuale abnormalità ed eccessività della durata dell'attività istruttoria di acquisizione delle informazioni e dei documenti necessari per l'accertamento dell'illecito amministrativo»*. Nella fattispecie esaminata, la Corte non ha ravvisato *«la sussistenza delle condizioni per muovere addebiti di tale genere alla resistente Consob»* alle luce di una molteplicità di circostanze, tra le quali la *«particolare complessità e difficoltà dell'attività di ricostruzione dei numerosi investimenti azionari sulla CDB al fine di verificare i vari abusi»* e la numerosità dei soggetti la cui operatività è stata esaminata dall'Istituto nel corso delle indagini. Sul punto, è stata ritenuta non censurabile *«la scelta della Consob di svolgere un'unica attività istruttoria di indagine, essendo onere della Commissione verificare non soltanto la liceità o meno dell'investimento realizzato dal [ricorrente], ma anche la posizione (altrettanto complessa) di indagati terzi»*.

Nel merito della vicenda, la Corte d'Appello, dopo aver rammentato che l'illecito di *insider trading* secondario non può *«che essere dimostrato a livello indiziario»*, ha confermato gli atti sanzionatori adottati dalla Consob ritenendo significativo il fatto che un'ingente sottoscrizione di azioni *«poco prima della diffusione del comunicato della Borsa, immediatamente seguita dalla vendita integrale dei titoli in questione, non [può] essere qualificata in termini di acquisto di tipo rutinario, dovendosi piuttosto ritenere il frutto di una scelta ben precisa circa i tempi e i modi dell'operazione»*, a sua volta giustificabile solo dalla conoscenza dell'informazione privilegiata; parimenti significativa, in funzione della dimostrazione dell'illecito di *insider trading* è stata ritenuta la *«incoerenza della cospicua sottoscrizione di azioni ad alto rischio con gli altri investimenti precedenti e successivi»* disposti dai soggetti sanzionati, *«costantemente caratterizzati dall'acquisto di titoli azionari connotati da elevatissima capitalizzazione»*.

La Corte d'Appello di Roma, in un'altra decisione, ha fornito indicazioni con riguardo all'elemento soggettivo e all'elemento oggettivo necessari per la configurazione dell'illecito di manipolazione operativa del mercato, con particolare riguardo alla fattispecie prevista dall'art. 187-ter, comma 3, lett. b) che punisce chi pone in essere *«operazioni od ordini di compravendita che*

consentono, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale».

Innanzitutto, la Corte romana ha precisato che *«La previsione dell'art. 187-ter, co. 3 lett b) Tuf è immediatamente precettiva e del tutto autosufficiente e non esige integrazioni con gli esempi indicati nella Comunicazione Consob 29.11.2005 per perfezionare l'elemento soggettivo della condotta manipolativa del mercato».* La Corte ha così riconosciuto che quest'ultima comunicazione, contenente *«Esempi di manipolazione del mercato e di operazioni sospette indicati dal Committee of European Securities Regulators (Cesr) nel documento 'Market Abuse Directive. Level 3 First set of Cesr guidance and information on the common operation of the Directive'», non limita l'ambito di applicazione delle fattispecie di legge cui sono riferite le esemplificazioni ivi contenute. Ebbene, «da una interpretazione logica e letterale della norma, (...) connotata da una tipizzazione descrittiva molto specificata, è agevole rilevare come, sotto l'aspetto psicologico, per la sussistenza dell'illecito de quo sia sufficiente la volontarietà delle operazioni, unita alla consapevolezza della loro idoneità a fissare il prezzo di mercato degli strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale. Non è, quindi, necessario (...) il dolo specifico dell'intenzione lesiva dell'agente, finalizzata alla turbativa del mercato e/o all'inganno degli investitori».*

In materia di intermediari mobiliari, il Tar del Lazio e la Corte d'Appello di Milano hanno respinto 2 ricorsi avverso sanzioni amministrative pecuniarie applicate per inosservanza delle misure restrittive riguardanti la vendita allo scoperto di azioni quotate nei mercati regolamentati italiani.

Secondo i giudici amministrativi, *«le circostanze del caso concreto (...) erano sintomatiche dell'elevata probabilità, se non della possibile certezza, che si trattasse di 'vendite allo scoperto' richieste dagli ordinanti, il che avrebbe dovuto indurre [l'intermediario] ad un diverso e ben più elevato grado di diligenza rispetto a quello riscontrato sulla base delle risultanze in atti, sostanziandosi nel richiedere la conferma della titolarità e disponibilità dei titoli da parte degli ordinanti, confortata da ulteriori garanzie (es. certificazione della banca depositaria), in assenza delle quali avrebbe dovuto rifiutarsi di dare esecuzione agli ordini di vendita»; e tale violazione è stata ritenuta grave, giacché «la puntuale, tempestiva e sistematica osservanza del divieto di vendita allo scoperto di cui alla delibera n. 16813 del 26 febbraio 2009 rappresentava all'epoca dei fatti oggetto del procedimento stante la situazione di particolare turbolenza dei mercati finanziari importante strumento di salvaguardia dell'integrità dei mercati stessi e di tutela degli interessi degli investitori».* Anche la Corte d'Appello di Milano ha ritenuto discendere, dalla delibera contenente misure restrittive in materia di vendite allo scoperto, un obbligo per gli intermediari di *«svolgere una più incisiva funzione di controllo e verifica sulla sussistenza delle condizioni legittimanti le vendite dei titoli al fine di evitare che si compissero le operazioni vietate. Ciò appariva possibile solo verificando l'acquisizione, in relazione a ciascuna delle operazioni di vendita, della dichiarazione di impegno circa la sussistenza della disponibilità e/o proprietà dei titoli oggetti di negoziazione o, in alternativa, attesa la caratteristica di*

intermediaria 'pura' della SIM, l'acquisizione di idonee attestazioni da parte degli intermediari committenti, e nello specifico da parte del maggiore cliente della SIM».

Il Tar del Lazio, in un'altra decisione, ha operato una ricostruzione dei doveri del collegio sindacale e della responsabilità dei suoi componenti per irregolarità nelle procedure relative alla prestazione di servizi di investimento.

Secondo i giudici amministrativi, *«tali sono la rilevanza e l'intensità del dovere di controllo posto a carico del Collegio sindacale degli intermediari finanziari che, in caso di accertate carenze delle procedure aziendali predisposte per la prestazione dei servizi autorizzati, essi sono sanzionabili a titolo di concorso quo ad functionem (...) gravando sui sindaci, da un lato, l'obbligo di vigilanza - in funzione non soltanto della salvaguardia degli interessi degli azionisti nei confronti di atti di abuso di gestione da parte degli amministratori, ma anche del controllo del corretto operato della banca intermediatrice, secondo parametri procedurali dettati dalla normativa regolamentare Consob ed a garanzia degli investitori - e, dall'altro lato, l'obbligo legale di denuncia immediata alla Banca d'Italia e alla Consob, ai sensi dell'art. 8 d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, delle violazioni delle norme dettate in tema di intermediazione mobiliare».* Se così è, non può in alcun modo assumersi, a beneficio dei sindaci, una causa di giustificazione costituita dalla presenza di altre strutture di controllo aziendale, quali la funzione di *compliance*, di revisione interna e di *risk management*. Difatti, prosegue il Tar, *«non occorre, per la configurabilità di illeciti di tal guisa, la prova che il 'garante primario' conoscesse in concreto ogni aspetto dell'attività posta in essere dai 'garanti secondari', essendo viceversa sufficiente la sola 'potenzialità di conoscenza', legittimamente destinata a presumersi, salva la prova di fatti impedienti (ovvero salva la prova che anche l'osservanza dei doveri di controllo, in ogni suo aspetto, non sarebbe servita a conoscere ed evitare le condotte trasgressive altrui, come nell'ipotesi di doloso camuffamento dello scorretto operare da parte dei delegati, ossia, come ancora condivisibilmente osserva una acuta dottrina, 'salva la difficile prova di una convincente, seria e ben organizzata mise en scène di liceità, poco o punto smascherabile attraverso i normali flussi informativi')».*

Il Tar del Lazio si è pronunciato, altresì, in sede cautelare rigettando il ricorso promosso congiuntamente da 2 associazioni di consumatori avverso il provvedimento con cui la Consob aveva approvato il documento per la pubblicazione di un'offerta pubblica di acquisto promossa sulle azioni di una società quotata. Il Tar si è pronunciato una prima volta con decreto presidenziale, in forza dell'istanza di misure cautelari monocratiche presentata dai ricorrenti, e successivamente con ordinanza collegiale emessa a esito dell'udienza di camera di consiglio.

In particolare, il decreto presidenziale, a fronte delle censure formulate dai ricorrenti, fondate sull'asserita carenza di adeguate e complete modalità informative in ordine all'integrale contenuto dell'offerta nonché al complesso della documentazione a essa riferibile, ha rilevato *«la non persuasiva conclusione delle relative argomentazioni, avuto riguardo alla consentita disponibilità del documento di offerta nelle molteplici modalità ivi esplicitate, ivi compresa la diffusione sui siti web [della quo-*

tata] e [dell'offerente]», pervenendo conseguentemente a escludere «che le anzidette modalità rivelino, nel quadro dell'apprezzamento sommario proprio della presente sede di deliberazione, connotazione tale da vulnerare la possibilità, per i destinatari dell'offerta di acquisto, di 'pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta' medesima (così come prescritto dal comma 4 dell'art. 102 del d.lgs. 58/1998)». Quanto al pregiudizio lamentato dalla parte ricorrente a sostegno della formulata istanza di misure cautelari monocratiche, il medesimo decreto ha rilevato «come l'Opa di che trattasi abbia inizio alla data del [...] e conclusione al [...], di talché l'articolazione temporale dell'offerta stessa ben si rivela idonea a consentire una più approfondita deliberazione della richiesta cautelare nella sede collegiale» (Decreto n. 1838 del 2011, le cui motivazioni sono risultate confermate dall'Ordinanza cautelare del Tar n. 2327 del 2011). L'appello cautelare successivamente proposto avverso tale ordinanza è stato respinto dai giudici del Consiglio di Stato, non diversamente dall'istanza di misure cautelari monocratiche di cui risultava corredato; Decreto presidenziale n. 2822 del 2011 e Ordinanza collegiale n. 2994 del 2011).

Il Consiglio di Stato ha parzialmente accolto l'appello proposto dall'Istituto avverso una sentenza del Tar del Lazio che, condividendo ciò che avevano prospettato i ricorrenti in primo grado, aveva ritenuto che costoro potessero accedere, in forma integrale, a un parere reso alla Commissione dall'Avvocatura interna nel corso di un procedimento sanzionatorio che si era concluso con l'irrogazione di misure pecuniarie a carico dei suddetti ricorrenti.

L'amministrazione aveva, infatti, negato l'ostensione integrale del parere in questione agli interessati, escludendone talune parti che, a suo giudizio, erano da ritenersi strumentali a esigenze difensive dell'Istituto. Di contrario avviso si era mostrato il Tar del Lazio, che aveva reputato il parere in questione atto endo-procedimentale, e come tale suscettibile di accesso in ogni sua parte. Il Consiglio di Stato, dopo aver richiamato la giurisprudenza consolidata sul diritto di accesso ai pareri legali (oggetto del diritto in questione quando sono atti endo-procedimentali, inseriti nell'iter formativo di un provvedimento, oppure sottratti al diritto di accesso quando legati a una controversia giudiziaria, anche potenziale, e quindi coperti dal segreto professionale ex art. 622 codice penale e art. 200 codice di procedura penale) ha ritenuto che un parere legale, ancorché reso prima dell'adozione di un provvedimento da parte dell'Amministrazione, possa essere escluso dall'accesso «per la parte in cui contenga anche riflessioni ulteriori, formulate in funzione esclusiva dell'eventuale impugnazione del provvedimento ancora da emanare». Nella fattispecie, Il Consiglio di Stato ha ritenuto che l'accesso fosse da negare con riguardo a talune «riflessioni» strettamente inerenti all'eventuale linea difensiva che l'Amministrazione avrebbe potuto seguire nel processo, con impostazione coerente rispetto alle scelte dalla medesima compiute. Tali 'riflessioni' - andando ad incidere sul principio della parità delle parti in sede processuale - appaiono in effetti estranee all'istruttoria, indipendentemente dal dato cronologico della relativa formulazione (in data antecedente all'emanazione della misura sanzionatoria, possibile oggetto di contenzioso), e debbono pertanto restare escluse» (Ordinanza n. 4798 del 2011).

La Corte d'Appello di Milano ha confermato, nel marzo 2011, le sanzioni amministrative pecuniarie, comminate dalla Commissione, agli esponenti aziendali di un emittente quotato per le carenze informative riscontrate nel prospetto pubblicato in occasione dell'offerta al pubblico e contestuale ammissione alle negoziazioni delle relative azioni.

In particolare, nel rigettare le opposizioni promosse dallo stesso emittente, da taluni suoi amministratori e dai sindaci, la Corte milanese, seguendo le altre pronunce favorevoli all'Istituto, ha, fra l'altro, ribadito e precisato il principio della responsabilità, per concorso omissivo, degli esponenti aziendali chiamati, a vario titolo, a compiti di controllo sull'operato degli amministratori delegati. La pronuncia si è soffermata, in particolare, sulla ricostruzione del dovere generale di vigilanza gravante sui sindaci e sulla condotta omissiva sufficiente a fondare la loro colpevolezza in ordine agli illeciti commessi dagli amministratori, richiamando in proposito la giurisprudenza della Corte di Cassazione alla cui stregua *«al fine dell'affermazione della responsabilità dei sindaci, non occorre l'individuazione di specifici comportamenti dei medesimi, ma è sufficiente il non avere rilevato una così macroscopica violazione o comunque il non avere in alcun modo reagito ponendo in essere ogni atto necessario all'assolvimento dell'incarico con diligenza, correttezza e buona fede, anche segnalando all'assemblea le irregolarità di gestione riscontrate o denunciando i fatti al P.M. dove ne fossero ricorsi gli estremi»*.

Nel novembre 2011, la Corte d'Appello di Roma si è occupata di una vicenda connessa a un altro caso in relazione al quale la Corte d'Appello di Milano, nel 2010, si era già pronunciata in senso favorevole all'Istituto. In particolare tale caso riguardava sanzioni pecuniarie irrogate dall'Istituto per le carenze riscontrate nei documenti predisposti in occasione della promozione, da parte di un medesimo soggetto, di 2 offerte pubbliche di acquisto aventi ad oggetto le quote di altrettanti fondi immobiliari.

La Corte romana, respingendo i ricorsi degli opposenti, società offerente e relativi esponenti e confermando la ricostruzione dei fatti operata dall'Istituto, ha rilevato che entrambi i documenti di offerta mancavano di un'adeguata informazione circa l'esistenza di un progetto relativo al successivo conferimento delle quote, riventi dall'Opa, nel patrimonio di una società di nuova costituzione tenuto conto che *«non appare revocabile in dubbio che le informazioni sui soggetti proprietari delle quote (attuali o potenziali in quanto previsti in un programma di conferimento delle quote in altra società) rientrano a pieno titolo nei programmi elaborati dall'offerente relativamente alla società emittente»*, oggetto di specifica considerazione da parte del Tuf e dei regolamenti di attuazione. Infatti, *«l'art. 102 del Tuf non richiede, ai fini della obbligatorietà dell'informazione, che si tratti di programmi concretamente attuabili secondo il progetto elaborato, evidentemente legato a delle variabili di mercato, anche al successo delle Opa, ma impone solo la trasparenza e informazione dei 'programmi' relativi all'operazione»*.

2 La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2011 si sono conclusi, con esito favorevole per l'Istituto, 11 giudizi risarcitori promossi nei confronti dell'Istituto da alcuni investitori, acquirenti di obbligazioni 'Argentina', 'Cirio' e 'Parmalat'.

In linea con le pronunce già rese, il Tribunale di Roma, nel rigettare 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 dalla Commissione in presenza di segnalazioni di specifici inadempimenti degli intermediari agli obblighi comportamentali previsti dall'art. 21 Tuif, segnalazioni provenienti da soggetti privati qualificati (collegi sindacali delle società di intermediazione finanziaria abilitate, società di revisione contabile ecc., ai sensi dell'art. 8 Tuif) ovvero dalla stessa Banca d'Italia (...) ma anche dai risparmiatori e dalle loro associazioni»* (sentenze del Tribunale di Roma n. 2828 dell'8 febbraio 2011 e n. 4855 del 25 ottobre 2010, depositata il 7 marzo 2011).

Il Tribunale di Novara ha rigettato un'analogo domanda risarcitoria proposta nei confronti della Commissione da 2 investitori, acquirenti di obbligazioni 'Argentina'.

Il Tribunale, con sentenza n. 457 del 27 maggio 2011, ha rimarcato che *«in definitiva spetterebbe agli attori, tenuto conto dell'epoca cui si è perfezionato il loro acquisto, dimostrare che (...) l'entità delle negoziazioni poste in essere dalle banche (...) avesse raggiunto livelli di tale esorbitanza da non poter sfuggire ad un diligente controllo dell'ente pubblico o quanto meno dimostrare che ad esso fossero comunque giunte segnalazioni, eventualmente anche da parte di privati investitori, che denunciassero l'abusiva condotta posta in essere dagli istituti di credito (mentre risulta che solo in epoca successiva siano pervenute alla Consob esclusivamente due segnalazioni di siffatta specie)»*.

In 2 casi il Tribunale di Roma ha respinto, per decorso del termine di prescrizione, le domande di risarcimento del danno proposte nei confronti della Commissione per asserita omessa vigilanza; nel primo caso, su un gruppo di cui facevano parte 2 Sim e, nel secondo caso, su un agente di cambio e una Sim.

Nei confronti dell'Istituto sono stati altresì promossi 3 giudizi da parte di altrettanti investitori per asserita omessa vigilanza: in un caso, su un agente di cambio e, nei rimanenti, sull'attività di 2 intermediari. Tutti i giudizi sono stati dichiarati estinti dal Tribunale di Roma per rinuncia degli attori a far valere le domande di risarcimento del danno nei confronti dell'Istituto.

La Corte di Cassazione si è pronunciata, altresì, in senso definitivamente favorevole all'Istituto con riferimento a una controversia instaurata da una Sim per ottenere il risarcimento dei danni subiti a causa del rigetto illegittimo dell'istanza di autorizzazione all'esercizio di ulteriori attività di intermediazione mobiliare.

La Suprema Corte, nel respingere il ricorso proposto dalla Sim avverso la sentenza di secondo grado a essa sfavorevole, ha ritenuto legittimo il comportamento tenuto dalla Commissione nell'ambito del procedimento amministrativo culminato con il rigetto di detta istanza, ricavandone, conseguentemente, l'infondatezza della pretesa risarcitoria fatta valere dalla ricorrente.

Un altro giudizio, promosso da taluni investitori, è stato concluso con esito sfavorevole nei confronti dell'Istituto per asserito omesso controllo su una commissionaria di borsa poi trasformata in Sim; la Suprema Corte ha rigettato il ricorso proposto dall'Istituto al fine di ottenere la riforma della sentenza di condanna al risarcimento dei danni, resa dal giudice di primo grado e confermata, in secondo grado, dalla Corte di Appello di Roma.

Nel corso del 2011, oltre ai casi di abusi di mercato, l'Istituto si è costituito parte civile anche in 2 nuovi procedimenti penali per ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza. La Consob aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria segnalazioni 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.

L'Istituto, in uno dei procedimenti per ostacolo, si è costituito, altresì, quale responsabile civile in relazione ai connessi reati di associazione a delinquere e abusivismo nello svolgimento di servizi di investimento.

Nel corso dell'anno sono stati, inoltre, definiti in primo grado 2 procedimenti per ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza, nei quali la Commissione si era costituita parte civile; in entrambi i casi vi è stato il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore dell'Istituto.

La gestione interna VIII e le relazioni con l'esterno

1 La gestione finanziaria

La spesa complessiva preconsuntivata per l'esercizio 2011, pari a 132,4 milioni di euro, registra un incremento rispetto al dato consuntivo 2010 di 23,8 milioni di euro (Tav. 46).

In particolare, la spesa corrente di 130,7 milioni di euro è aumentata di 24,9 milioni rispetto all'omologo dato del 2010, mentre la spesa in conto capitale è diminuita da 1,7 a 2,8 milioni di euro.

Tav. 46 Schema riassuntivo delle entrate e delle spese
(milioni di euro)

Voci	2004 ¹	2005 ¹	2006 ¹	2007 ¹	2008 ¹	2009 ¹	2010 ¹	2011 ²
Entrate								
avanzo di amministrazione ³	11,7	15,3	12,8	24,0	29,7	11,5	6,5	14,5
fondo a carico dello Stato	26,7	25,4	13,1	10,7	9,8	7,9	1,0	0,4
entrate da contributi di vigilanza	49,2	46,9	75,2	75,1	75,0	87,8	108,9	116,6
entrate diverse	3,5	3,7	7,5	9,9	17,2	11,1	6,8	11,4
<i>totale entrate</i>	<i>91,1</i>	<i>91,3</i>	<i>108,6</i>	<i>119,7</i>	<i>131,7</i>	<i>118,3</i>	<i>123,1</i>	<i>142,9</i>
Spese								
spese correnti								
spese per i componenti la commissione	2,2	2,0	2,2	2,6	2,6	2,6	2,0	2,4
spese per il personale	44,6	48,0	55,1	60,2	70,6	72,5	80,5	83,3
spese per acquisizione di beni e servizi	19,4	19,4	20,8	23,0	23,3	17,3	18,2	22,3
oneri per ripristino e ampliamento immobilizzazioni	4,3	4,3	4,1	4,1	4,0	3,4	3,9	3,6
accantonamento al Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni	—	4,3	0,0	0,0	18,3	12,2	0,4	17,8
spese non classificabili	5,2	0,3	0,1	0,1	0,8	1,7	1,3	1,3
<i>totale spese correnti</i>	<i>75,7</i>	<i>78,3</i>	<i>82,3</i>	<i>90,0</i>	<i>119,6</i>	<i>109,7</i>	<i>105,8</i>	<i>130,7</i>
spese in conto capitale	2,6	1,5	1,9	1,7	2,0	3,2	2,8	1,7
<i>totale spese</i>	<i>78,3</i>	<i>79,8</i>	<i>84,2</i>	<i>91,7</i>	<i>121,6</i>	<i>112,9</i>	<i>108,6</i>	<i>132,4</i>

Fonte: Consob. ¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui e dalle rettifiche di valore delle disponibilità investite (non indicate nella tavola). L'avanzo 2010 è riportato tra le entrate 2011.

Il considerevole incremento della spesa corrente è quasi interamente dovuto al maggior importo degli accantonamenti al Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni (passato da 0,4 a 17,8 milioni di euro), mentre le spese per il personale sono cresciute del 3,5 per cento (da 80,5 a 83,3 milioni di euro) e quelle per acquisizione di beni e servizi del 22,5 per cento (da 18,2 a 22,3 milioni di euro), riconducibili soprattutto agli oneri per locazione e gestione delle nuove sedi dell'Istituto in Roma e Milano e alle maggiori spese informatiche di natura corrente. La spesa in conto capitale è ascrivibile invece ad acquisizioni *hardware* e *software*.

Le entrate complessive 2011 (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 128,4 milioni di euro, riferibili per lo 0,3 per cento al Fondo a carico dello Stato, per l'8,9 per cento a entrate diverse (essenzialmente interessi attivi e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari) e per il 90,8 per cento per entrate da contributi di vigilanza.

Le entrate contributive di vigilanza sono riferite in prevalenza alle categorie dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, agli emittenti, agli intermediari (banche, Sim e agenti di cambio) e alle società di revisione (Tav. 47).

Tav. 47 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati
(milioni di euro)

	Sim e agenti di cambio	banche	società di revisione	promotori di servizi finanziari	organismi di mercato ³	emittenti	Oicr ⁴	soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	altri	<i>totale entrate contributive</i>
2004 ¹	0,9	7,7	3,7	9,5	3,9	8,8	6,2	7,1	1,4	<i>49,2</i>
2005 ¹	0,8	8,1	3,7	9,3	4,0	10,8	5,8	2,7	1,7	<i>46,9</i>
2006 ¹	1,2	12,5	6,0	13,6	5,2	14,7	9,2	10,0	2,8	<i>75,2</i>
2007 ¹	1,0	10,4	5,5	12,9	4,8	13,1	8,3	16,3	2,8	<i>75,1</i>
2008 ¹	1,1	11,3	6,3	11,7	4,7	12,7	7,1	18,4	1,7	<i>75,0</i>
2009 ¹	1,3	13,1	9,0	5,0	5,4	14,7	8,6	29,1	1,6	<i>87,8</i>
2010 ¹	1,6	16,9	11,9	5,5	5,7	19,8	10,7	34,8	2,0	<i>108,9</i>
2011 ²	1,7	20,2	12,1	5,2	5,7	23,0	11,5	34,7	2,5	<i>116,6</i>

Fonte: Consob. ¹ Dati consuntivi. ² Dati di preconsuntivo. ³ 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). ⁴ Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

2 La gestione delle risorse umane

Il 1° ottobre 2011 è divenuta operativa la nuova struttura organizzativa della Consob che risponde a molteplici finalità, il cui perseguimento ha tracciato le principali direttrici per la realizzazione dei cambiamenti resi necessari dai mutamenti della struttura e delle dinamiche di mercato (Tav. 48).

Tav. 48 Distribuzione del personale per qualifica e unità organizzativa¹

unità organizzativa	dirigenti	funzionari	impiegati	altro ²	totale
Direzione Generale	2	3	11	4	20
Segretario Generale	4	0	1	0	5
Avvocato Generale	1	0	0	0	1
Consulenza Legale	4	21	10	1	36
Uffici di cui si avvale la Commissione ³	5	19	31	1	56
Uffici di cui si avvale la Direzione Generale ³	1	14	12	0	27
Divisioni					
Informazione emittenti	4	19	16	1	40
Corporate governante	7	22	21	1	51
Mercati	7	33	35	1	76
Intermediari	5	33	40	0	78
Ispettorato	3	24	15	0	42
Studi	3	11	18	0	32
Amministrazione	11	31	55	12	109
Strategie regolamentari	3	4	8	0	15
Tutela del consumatore	5	8	8	1	22
<i>totale Divisioni</i>	<i>48</i>	<i>185</i>	<i>216</i>	<i>16</i>	<i>465</i>
TOTALE	65	342	281	22	610

Fonte: Consob. ¹ Dati al 31 dicembre 2011. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. ² La voce 'Altro' comprende il personale della carriera dei servizi generali. ³ Uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

Il contesto che si è venuto a realizzare nell'ultimo decennio, a seguito del processo di armonizzazione europea e dei profondi mutamenti intervenuti nel funzionamento e nelle modalità organizzative e operative dei mercati, ha reso necessario e non differibile l'adeguamento dell'articolazione operativa e funzionale interna.

L'esigenza di realizzare una razionalizzazione sinergica delle attività strumentali ha condotto alla costituzione della Divisione Amministrazione, nel cui ambito sono state ricondotte le attività di gestione del personale, organizzazione, amministrazione di beni e servizi, gestione dei sistemi informativi. Il coordinamento unitario del complesso delle attività strumentali pone le basi per il progressivo sviluppo di una politica integrata, efficiente e coerente di fornitura dei servizi di *back office*, valorizzando le complementarità esistenti nelle diverse aree di produzione di servizi strumentali. In tale ambito si inserisce anche la costituzione di uno specifico Ufficio preposto allo svolgimento delle attività funzionali ad assicurare e a migliorare gli strumenti di prevenzione e protezione della salute e la sicurezza sul lavoro.

Le altre unità organizzative sono state definite privilegiando le specializzazioni nelle funzioni di vigilanza e supporto.

In particolare, la Divisione Emittenti è stata sostituita da 2 nuove unità organizzative: la Divisione Informazione Emittenti e la Divisione *Corporate Governance*. L'articolazione su due Divisioni delle attività di vigilanza sulla correttezza delle informazioni fornite dagli emittenti strumenti finanziari, sulle società di revisione e sugli organi di controllo societari, nonché sugli assetti proprietari e sul mercato del controllo societario è intesa a rafforzare la specializzazione delle funzioni di vigilanza sugli emittenti anche avuto riguardo alla significativa crescita di funzioni attribuite all'Istituto, soprattutto in materia di *corporate governance*.

Nell'ambito della preesistente Divisione Mercati, è stata rafforzata l'attività di vigilanza sull'informazione continua degli emittenti, incorporando in essa le attività di realizzazione di modelli di analisi delle informazioni finanziarie diffuse dagli emittenti. È stata, inoltre, rafforzata la vigilanza sull'organizzazione e il funzionamento delle nuove piattaforme di negoziazione (Mtf e internalizzatori sistematici) e sulle strutture di *post-trading*, nonché in materia di *Initial public offering* (Ipo) di titoli azionari. Ulteriori presidi di vigilanza sono stati posti in materia di regole di ammissione a negoziazione dei titoli azionari sui mercati regolamentati e sugli Mtf e sulla loro attuazione da parte delle società di gestione, così come sul corretto funzionamento dei mercati regolamentati, sia a pronti sia di strumenti derivati.

Nell'ambito dell'unità organizzativa preposta alla vigilanza sugli intermediari (Divisione Intermediari) è stata inglobata anche la funzione di presidio e controllo sui prospetti informativi relativi alle offerte al pubblico di strumenti finanziari *non equity*, con l'obiettivo di valorizzare le sinergie esistenti con l'azione sul corretto comportamento degli intermediari nel collocamento di tali titoli.

La nuova articolazione della Divisione Ispettorato in più Uffici è, a sua volta, funzionale a favorire la specializzazione operativa sulle principali aree di azione (emittenti e revisori da un lato, intermediari e mercati dall'altro), il che vale anche per la vigilanza volta a rilevare eventuali pratiche abusive nell'offerta al pubblico e nella prestazione dei servizi di investimento, nonché in materia di prevenzione di fenomeni di riciclaggio.

Per potenziare e razionalizzare le attività di supporto mediante una loro ripartizione tra attività di supporto alle attività di vigilanza, con il coordinamento del Direttore Generale e attività di staff alla Commissione è stata, altresì, riconsiderata l'allocazione gerarchico-funzionale di alcune unità organizzative, mentre altre sono state costituite *ex novo*.

In tale contesto, gli uffici Programmazione finanziaria e bilancio, Relazioni internazionali e Attività parlamentare e di Governo sono stati riallocati e posti in posizione di staff alla Commissione.

Rientrano tra le unità organizzative di nuova costituzione la Divisione Strategie Regolamentari, costituita con l'obiettivo di assicurare un coordinamento unitario delle attività di elaborazione e attuazione della normativa secondaria di competenza Consob, tenendo conto delle priorità e delle linee guida strategiche d'Istituto.

Per finalità di razionalizzazione delle attività di supporto funzionale all'azione di vigilanza, inoltre, parte delle attività precedentemente svolte dalle Divisioni Studi Economici e Studi Giuridici sono confluite nella neocostituita Divisione Studi, con ciò valorizzando la complementarità tra cultura economica e cultura giuridica nella elaborazione di analisi e studi a supporto delle attività istituzionali.

La Divisione Tutela del Consumatore è chiamata a perseguire la tutela degli investitori mediante la tenuta dei rapporti con il pubblico e con le associazioni di risparmiatori/consumatori. A essa spetta, altresì, la cura delle iniziative editoriali, ivi inclusa la gestione e lo sviluppo del sito internet istituzionale, e lo svolgimento di attività funzionali all'espletamento dei compiti propri della Camera di conciliazione e arbitrato, la gestione degli esposti e la vigilanza su fenomeni di 'abusivismo' in materia finanziaria.

Modifiche sono state apportate anche al Regolamento di organizzazione e funzionamento dell'Istituto.

È stata, in particolare, data attuazione alla previsione legislativa che prevede l'istituzione della posizione funzionale di Segretario Generale, a cui sono stati assegnati compiti di supporto nei confronti del vertice istituzionale; modifiche sono state apportate anche con riferimento alla posizione funzionale e al rapporto di servizio del Direttore Generale, a cui fa capo il coordinamento operativo delle Divisioni e di taluni Uffici non coordinati, e del Vice Direttore Generale.

È ora prevista, per tali incarichi apicali, la durata a tempo determinato (cinque anni per il Direttore Generale e il Vice Direttore Generale; fino a sette anni per il Segretario Generale) e la revocabilità anche prima della scadenza del termine e la possibilità di rinnovo alla scadenza. Modifiche sono state apportate anche alla normativa disciplinante i rapporti di lavoro subordinato a tempo determinato, per tenere conto della eventualità che siano chiamati a ricoprire tali incarichi soggetti non facenti parte del personale di ruolo della Consob.

L'organico dell'Istituto risulta costituito da 610 dipendenti con un incremento, rispetto all'anno precedente, di 35 unità di personale. Tale aumento è dovuto all'assunzione di 51 risorse (di cui 7 già presenti in Istituto con qualifiche diverse da quelle rivestite prima dell'assunzione tramite concorso pubblico) e alla cessazione dal servizio di 9 risorse (Tav. 49).

Le assunzioni, di cui 43 di ruolo, sono state effettuate a tempo indeterminato previo espletamento di pubblici concorsi e hanno riguardato: 8 funzionari di 2^a (5 esperti in analisi di bilancio e revisione contabile e 3 in contrattualistica pubblica), 26 coadiutori laureati in discipline economiche, 8 tra assistenti e vice assistenti e un operatore. Le rimanenti 8 risorse assunte a contratto includono il Direttore Generale, 2 dipendenti assegnati a incarichi di diretta collaborazione con i Commissari e 5 risorse con profilo di avvocato.

Tav. 49 Il personale¹

	dipendenti di ruolo			totale	dipendenti a tempo determinato	totale
	carriera direttiva	carriera operativa	carriera dei servizi generali			
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
2011	260	280	22	562	48	610

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre.

Nel corso dell'anno l'acquisizione di risorse umane e i processi di avanzamento di carriera sono stati riqualificati tenendo conto della composizione anagrafica dei dipendenti, dell'allungamento della vita lavorativa, del nuovo assetto organizzativo interno e delle esigenze di contenimento della spesa.

Si è provveduto, pertanto, a differire talune assunzioni, a rallentare gli avanzamenti di carriera e a migliorare i criteri d'assegnazione delle risorse alle varie unità organizzative in funzione della relativa specializzazione.

Per quanto riguarda la formazione, nel corso del 2011 la spesa è stata di 400 mila euro (475 mila nel 2010) a fronte di una riduzione delle ore di formazione complessivamente erogate.

In particolare, come accaduto negli ultimi anni, alle attività formative esterne sono state preferite le iniziative *in house* che, oltre a portare benefici in termini di contenimento dei costi, hanno consentito ai dipendenti di avvalersi di contributi formativi di docenti ed esperti provenienti da prestigiose strutture nazionali e internazionali. Sono stati, inoltre, organizzati numerosi seminari e corsi interni dedicati all'approfondimento di tematiche istituzionalmente rilevanti; tra queste, di particolare rilievo, le iniziative svolte in ambito *Corporate Governance*, il ciclo di seminari *Law&Economics* e incontri in tema di abusi di mercato.

3 Le relazioni con l'esterno e l'attività di *investor education*

Nel corso del 2011 l'Istituto ha proseguito l'attività di relazioni con il pubblico e con i risparmiatori. Il sito internet istituzionale si è confermato lo strumento centrale dell'attività di comunicazione dell'Istituto con l'esterno; il numero elevato di accessi conferma l'importanza che lo strumento riveste per l'acquisizione di dati e informazioni su regolamentazione e relativi adempimenti da parte di operatori, risparmiatori e ricercatori (Tav. 50).

Tav. 50 Accessi alle pagine del sito internet
(migliaia di accessi)

Pagine	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Home Page (Novità)	2.040	2.675	2.130	1.803	1.873	1.819	1.275
Per i risparmiatori	158	303	344	188	173	193	199
Per i soggetti vigilati	101	359	367	510	309	388	322
Per i giornalisti ¹	–	–	–	12	12	12	5
La Consob	229	–	847	1.127	1.454	1.254	1.154
Emittenti	2.81	3.937	2.791	2.879	3.679	3.275	3.177
Intermediari e mercati	290	889	1.691	1.436	1.020	1.121	1.090
Decisioni della Consob/Bollettino	519	597	696	734	968	935	977
Regolamentazione	727	956	2.117	2.395	1.906	2.127	2.065
Pubblicazioni e comunicati ²	521	634	750	–	–	–	191
Altri siti	14	18	10	9	209	9	4
Motore di ricerca unico	275	276	313	256	209	196	116
Sistemi automatici integrati ³	–	–	–	947	1.746	6.422	....
Aiuto e mappa del sito	89	25	26	58	15	16	9
Area interattiva ⁴	–	–	–	–	44	97	51
Versione in lingua inglese	141	429	297	274	845	290	322

Fonte: Consob. ¹ I dati relativi ai giornalisti fino al 2007 sono stati inclusi nella voce Home Page. ² Nell'anno 2008 i dati sono stati inseriti nella voce La Consob. ³ 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). ⁴ I dati sono disponibili a partire da giugno 2009, data in cui è stata pubblicata la nuova area interattiva.

Nel corso dell'anno sono pervenute alla Consob, da parte del pubblico e dei risparmiatori, 1.700 richieste di assistenza e segnalazioni su vicende riguardanti operazioni societarie e del mercato; 1.347 avvisi sono stati inviati attraverso il Sistema Integrato per l'Esterno (Sipe) e l'apposito modulo ivi pubblicato (Tav. 51). Le richieste di chiarimenti, dati e informazioni pervenute telefonicamente sono state, invece, circa 2.000.

Tav. 51 Richieste di documentazione e informazioni relative all'attività dell'Istituto

	richiedenti			oggetto della richiesta				
	investitori e operatori istituzionali	risparmiatori, studenti e altri soggetti	<i>totale</i>	delibere, comunicazioni, prospetti	testi integrati di leggi e regolamenti	dati e informazioni	altro	<i>totale</i>
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
2011	315	1.385	1.700	188	270	792	450	1.700

Fonte: Consob.

Per agevolare la comprensione dell'attività della Camera di conciliazione e arbitrato la Consob ha pubblicato una guida che descrive la funzione della Camera e le fasi essenziali dei procedimenti di conciliazione di arbitrato.

Tale *brochure* illustra le modalità di risoluzione stragiudiziale delle controversie con banche e intermediari alle quali i risparmiatori possono ricorrere a fronte di presunte violazioni di regole di correttezza e trasparenza nella prestazione di servizi e attività di investimento e di gestione collettiva del risparmio.

La Camera di conciliazione e arbitrato, dopo aver definito i propri elenchi, ha iniziato la propria attività di amministrazione delle procedure di conciliazione e arbitrato, a marzo 2011. Le istanze di conciliazione ricevute dalla Camera e concretamente avviate sono state 265.

L'amministrazione delle procedure di conciliazione ha conseguito risultati soddisfacenti: in 116 casi (44 per cento) l'intermediario coinvolto nella controversia non ha aderito al tentativo di conciliazione, nei rimanenti 149 casi, il tentativo si è concluso con un accordo nel 63 per cento circa delle volte.

Nel corso dell'anno, invece, non sono pervenute istanze di arbitrato; tale circostanza era prevedibile, in considerazione della necessità, per accedere all'arbitrato Consob, di un'apposita clausola compromissoria nel contratto di investimento con cui si legittimano le parti a chiedere il giudizio arbitrale al posto del ricorso all'Autorità Giudiziaria.

Nel corso dell'anno è avvenuto il primo aggiornamento semestrale degli elenchi dei conciliatori e degli arbitri con l'iscrizione di nuovi 386 conciliatori e 106 arbitri (delibere Consob nn. 213 e 214 del 5 dicembre 2011).

4 I sistemi informativi

Nel corso del 2011 i sistemi informativi della Consob sono stati interessati dalla continuazione del piano strategico triennale che definisce 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.

Avvalendosi del supporto del servizio di *Outsourcing* dell'Istituto, è proseguita l'attività di evoluzione dei sistemi informativi, tanto in termini di innovazione delle soluzioni tecnologiche disponibili, quanto di potenziamento dei servizi erogati. Taluni progetti sono stati differiti, programmandone il completamento nel corso del 2012, a fronte dell'ottimizzazione dei costi dell'area ICT legate anche a necessità di contenimento della spesa.

Le attività di sviluppo *software* per la gestione interna si sono concentrate: *i)* sull'ammodernamento tecnologico della Intranet, del sito Internet dell'Istituto e del parco applicativo interno; *ii)* sulla integrazione dei sistemi gestionali del contenzioso

legale e delle sanzioni amministrative con quelli del sistema contributivo e dell'area amministrativo-contabile; *iii*) sul trattamento dei processi amministrativi.

Per la gestione delle attività istituzionali, nel corso dell'anno si è provveduto all'avvio e al completamento di vari sistemi per l'acquisizione telematica di dati e notizie dai soggetti vigilati.

Rilevante è stato il completamento del progetto relativo al sistema di Teleraccolta per gli intermediari, per l'adempimento degli obblighi informativi relativi ai fondi mobiliari e immobiliari (delibera Consob 17297/2010), nonché ai dati sui promotori finanziari. Sono stati avviati, invece, i sistemi di Teleraccolta per gli emittenti strumenti finanziari quotati diffusi tra il pubblico in misura rilevante, per gli adempimenti relativi a operazioni societarie e per gli emittenti che hanno l'Italia come Stato membro d'origine (SMO).

A seguito dell'adeguamento del modello di acquisizione dei dati informativi finanziari delle società vigilate e dei dati di controllo di gestione delle informazioni finanziarie, nel corso del 2011 è stato ultimato il modello di analisi finanziaria che permette l'utilizzo in modo proficuo delle informazioni depositate nei database aziendali (*business intelligence*).

Nel corso dell'anno è stato, altresì, aggiornato il sistema di gestione delle partecipazioni rilevanti in società quotate (modello 120A del Regolamento Emittenti), a seguito dell'intervenuta evoluzione della normativa di riferimento, con l'integrazione di un modulo per le segnalazioni automatiche degli incroci partecipativi (incroci azionari).

È stato realizzato, inoltre, l'adeguamento dell'Archivio Prospetti per il recepimento della Direttiva Ucits IV in materia di fondi armonizzati e sono state introdotte novità rilevanti per l'acquisizione delle informazioni relative alla composizione degli organi sociali e degli incarichi ricoperti dai sindaci.

Sono stati apportati ulteriori aggiornamenti ai sistemi di acquisizione di dati dai mercati e a quelli riconducibili alla Camera di conciliazione e arbitrato attraverso i quali è stato dato avvio alle procedure di conciliazione e di iscrizione *online* degli elenchi dei conciliatori e degli arbitri.

È stata, inoltre, avviata con l'Organismo dei Promotori Finanziari l'attività di estensione del sistema Saivap (Sistema informativo per la vigilanza dell'albo dei promotori finanziari) per la comunicazione delle variazioni intervenute con riguardo ai mandati conferiti dagli intermediari ai promotori finanziari.

Nel corso del 2011 è proseguita l'attività di potenziamento e consolidamento degli apparati riguardanti le architetture e le infrastrutture ICT della Consob. È stato, inoltre, predisposto il passaggio dell'Istituto, per tutti i servizi d'interconnessione geografica, al Servizio di connettività pubblica per la condivisione del patrimonio informativo e dei dati della pubblica amministrazione.

Nell'ambito del rinnovo e potenziamento della *Server Farm* si è provveduto a migliorare i server e le infrastrutture funzionali all'erogazione di alcuni servizi critici, fra cui la posta elettronica nonché l'aggiornamento e consolidamento dei server che ospitano i servizi di autenticazione e di stampa. L'utilizzo di server virtuali, avviato nel 2010, con la produzione dell'architettura *Service Delivery Network* (SDN), è da considerarsi lo standard per ospitare i nuovi servizi applicativi e infrastrutturali. In relazione alle infrastrutture di rete, sono state modificate e semplificate le modalità di interconnessione dei server; è stata rinnovata tutta l'infrastruttura della sede di Milano, rendendo omogenea la topologia di rete a quella di tutte le altre sedi dell'Istituto. È stata, inoltre, aggiornata la centrale telefonica.

In materia di sicurezza informatica, il sistema adottato dall'Istituto, denominato *Information Security Management System* secondo lo standard internazionale ISO/IEC 27001, ha ampliato il proprio raggio di azione contribuendo a elevare la protezione dell'informazione in un ampio contesto di tecnologie e servizi. Per consolidare e supportare l'attuale modello di prevenzione sono state acquisite tecnologie di ultima generazione, in grado di aumentare la capacità di reazione a fronte di attacchi informatici e tentativi di intrusione.

Un significativo contributo al riguardo è venuto dalle attività di *Risk Analysis*, ossia dall'analisi mirata all'allineamento alle vigenti norme in materia di tutela dei dati personali e all'attuale stato di protezione dei sistemi informativi; in base ai risultati ottenuti, è stato possibile definire una programma di interventi volti a elevare il livello di sicurezza riscontrato e l'adeguamento alle prescrizioni del quadro normativo in materia di *data privacy*.

Nel 2011, a fronte del riassetto del sistema informativo coerentemente con le nuove assegnazioni di funzioni alle strutture, sono stati adeguati molteplici sistemi e ridefinite politiche di accesso alle applicazioni e alle banche dati.

Informazioni statistiche D

Indice delle tavole

I mercati

Tav. A.1	Capitalizzazione società quotate italiane	285
Tav. A.2	Scambi su azioni di società quotate italiane	285
Tav. A.3	Acquisti e vendite di azioni quotate italiane da parte di fondi comuni aperti di diritto italiano nel 2011	286
Tav. A.4	Scambi di obbligazioni diverse dai titoli di Stato italiani su mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione italiani	287
Tav. A.5	Scambi di titoli di Stato italiani	287
Tav. A.6	Scambi di derivati azionari sul mercato Idem	288

La gestione del risparmio e i servizi di investimento

Tav. A.7	Ricchezza investita in strumenti finanziari detenuta presso intermediari italiani	289
Tav. A.8	Risparmio gestito da intermediari italiani – dati complessivi	290
Tav. A.9	Risparmio gestito da intermediari italiani – Oicr aperti di diritto italiano	290
Tav. A.10	Risparmio gestito da intermediari italiani – gestione di patrimoni mobiliari su base individuale	291
Tav. A.11	Risparmio gestito da intermediari italiani – fondi comuni chiusi di diritto italiano	291
Tav. A.12	Risparmio gestito da intermediari italiani – fondi pensione e altre forme pensionistiche	292
Tav. A.13	Raccolta netta degli Oicr collocati in Italia	292
Tav. A.14	Patrimonio netto degli Oicr collocati in Italia	293
Tav. A.15	Strumenti finanziari diversi dagli Oicr in custodia o amministrazione presso intermediari italiani	293
Tav. A.16	Titoli collocati da intermediari italiani	294
Tav. A.17	Emissioni di obbligazioni di banche italiane	294
Tav. A.18	Acquisti netti di strumenti finanziari realizzati dalla clientela <i>retail</i> e professionale, riconducibili ai servizi di negoziazione (c/terzi e c/proprio) prestati da intermediari italiani	295

I bilanci delle società quotate

Tav. A.19	Principali indicatori dimensionali e di redditività delle società quotate italiane per settore industriale	296
Tav. A.20	Conto economico riclassificato delle imprese non finanziarie quotate	297
Tav. A.21	Conto economico riclassificato delle banche quotate	298
Tav. A.22	Conto economico delle imprese di assicurazione quotate	299
Tav. A.23	Dati patrimoniali riclassificati delle imprese non finanziarie quotate	300
Tav. A.24	Dati patrimoniali riclassificati delle banche quotate	301
Tav. A.25	Dati patrimoniali riclassificati delle imprese di assicurazione quotate	302

Tav. A.1 Capitalizzazione società quotate italiane

(dati di fine periodo; miliardi di euro)

		finanziarie	industriali	servizi	totale	% Pil
2010	Q1	166,8	171,6	120,7	459,1	29,6
	Q2	134,3	152,0	103,8	390,0	25,1
	Q3	141,6	163,5	113,2	418,3	26,9
	Q4	128,9	177,7	118,3	424,9	27,4
2011	Q1	137,4	189,7	130,0	457,2	28,9
	Q2	124,1	182,9	124,7	431,7	27,3
	Q3	93,8	141,6	101,5	336,9	21,3
	Q4	86,6	150,7	94,7	332,0	21,0

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. Per la ripartizione delle società quotate è stata utilizzata la classificazione adottata da Borsa Italiana Spa. Nelle società dei servizi sono ricomprese le società appartenenti ai settori 'Salute', 'Servizi al consumo', 'Servizi di pubblica utilità' e 'Telecomunicazioni' mentre nelle società industriali sono ricomprese le società appartenenti ai settori 'Beni di consumo', 'Chimica e materie prime', 'Energia', 'Tecnologia' e 'Industria'.

Tav. A.2 Scambi su azioni di società quotate italiane¹

(miliardi di euro)

		Borsa Italiana (Mta)	altre piattaforme	totale	per memoria scambi Otc (Trem)
2010	Q1	168,5	32,1	200,5	98,2
	Q2	249,7	57,8	307,5	183,3
	Q3	162,0	31,6	193,6	101,1
	Q4	163,9	29,4	193,3	114,9
	<i>totale</i>	<i>744,1</i>	<i>150,9</i>	<i>894,9</i>	<i>497,5</i>
2011	Q1	213,7	33,6	247,3	121,2
	Q2	192,6	38,7	231,3	221,4
	Q3	174,8	33,7	208,5	120,9
	Q4	126,0	17,1	143,1	82,6
	<i>totale</i>	<i>707,1</i>	<i>123,2</i>	<i>830,3</i>	<i>546,1</i>

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Sono compresi i dati su obbligazioni convertibili, warrant e diritti di opzione (esclusi Etf, Etc ed Etn). Non sono compresi i dati sugli strumenti azionari negoziati sul segmento Mta International mentre sono inclusi quelli sulle azioni di società estere per le quali la Consob è l'autorità competente ai sensi della Mifid (Cell Therapeutics, Tenaris e D'Amico International Shipping). I dati relativi agli scambi Otc sono corretti per il doppio conteggio delle transazioni.

Tav. A.3 Acquisti e vendite di azioni quotate italiane da parte di fondi comuni aperti di diritto italiano nel 2011
(milioni di euro)

titoli italiani quotati su Borsa Italiana	vendite	acquisti	scambi	% sul totale degli scambi	acquisti netti
Unicredit	1.390,1	1.438,8	2.828,9	36,7	48,7
Intesa SanPaolo	297,1	288,7	585,8	7,6	-8,4
Eni	215,4	214,1	429,5	5,6	-1,3
Enel	174,8	182,2	357,0	4,6	7,4
Telecom Italia	114,1	95,3	209,5	2,7	-18,8
Fiat	109,5	99,1	208,6	2,7	-10,3
Banco Santander	65,0	110,7	175,7	2,3	45,8
Atlantia	84,3	62,0	146,3	1,9	-22,3
Fiat Industrial	80,7	63,3	144,0	1,9	-17,4
Saipem	64,9	62,3	127,2	1,6	-2,5
Generali Ass	62,6	59,6	122,2	1,6	-3,1
Bulgari	47,8	71,5	119,2	1,5	23,7
Parmalat	53,0	58,5	111,4	1,4	5,5
Mediobanca	50,7	55,3	106,0	1,4	4,6
Telecom Italia R	47,6	58,0	105,5	1,4	10,4
Tenaris	63,5	39,7	103,3	1,3	-23,8
Mediaset Spa	50,7	44,8	95,4	1,2	-5,9
Finmeccanica	45,3	41,5	86,9	1,1	-3,8
Prysmian	42,7	43,4	86,1	1,1	0,7
Terna	31,0	38,1	69,1	0,9	7,0
Ubi Banca	36,4	31,9	68,3	0,9	-4,6
Bca Pop Milano	29,5	35,7	65,1	0,8	6,2
Banco Bilbao Va	34,5	29,0	63,5	0,8	-5,6
Stmicroelectronics	29,7	31,8	61,6	0,8	2,1
Banco Popolare	32,0	29,3	61,3	0,8	-2,7
Snam	26,8	32,5	59,3	0,8	5,7
Impregilo	26,4	27,3	53,7	0,7	0,9
Bca Mps	23,7	27,7	51,5	0,7	4,0
Pirelli Et C	27,1	21,4	48,5	0,6	-5,8
Bulgari Opa	21,5	20,8	42,3	0,5	-0,7
primi 30 titoli			6.792,9	88,1	
altri titoli			920,2	11,9	
<i>totale</i>			<i>7.713,1</i>	<i>100,0</i>	

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

Tav. A.4 Scambi di obbligazioni diverse dai titoli di Stato italiani su mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione italiani¹
(miliardi di euro)

		obbligazioni bancarie	obbligazioni di imprese non finanziarie	obbligazioni di agenzie internazionali	obbligazioni di emittenti sovrani	totale
2010	Q1	12,7	2,0	13,0	60,5	88,3
	Q2	11,9	1,6	9,9	80,9	104,3
	Q3	9,0	1,4	7,5	41,9	59,8
	Q4	11,6	1,7	7,6	50,1	70,9
	<i>totale</i>	<i>45,3</i>	<i>6,6</i>	<i>38,0</i>	<i>233,4</i>	<i>323,3</i>
2011	Q1	11,7	1,7	7,2	62,3	82,9
	Q2	12,5	1,5	6,4	56,5	76,9
	Q3	9,3	1,2	6,8	65,8	83,1
	Q4	9,4	1,8	6,7	5,9	23,8
	<i>totale</i>	<i>42,9</i>	<i>6,2</i>	<i>27,1</i>	<i>190,6</i>	<i>266,7</i>

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ I dati sono relativi ai mercati regolamentati Mot e Mts Bondvision e ai Sistemi Multilaterali di Negoziazione ExtraMot, EuroTLX, Hi-MTF.

Tav. A.5 Scambi di titoli di Stato italiani
(miliardi di euro)

		Mts	Mot	EuroTLX	altre piattaforme	totale	Otc (Trem)
2010	Q1	248,7	51,0	11,2	80,0	390,9	942,2
	Q2	181,2	55,7	10,4	97,9	345,1	981,0
	Q3	222,2	45,7	9,6	111,2	388,6	1.048,6
	Q4	234,7	49,6	7,5	129,8	421,7	1.140,8
	<i>totale</i>	<i>886,9</i>	<i>202,0</i>	<i>38,7</i>	<i>418,8</i>	<i>1.546,3</i>	<i>4.112,6</i>
2011	Q1	313,5	44,1	8,5	168,5	534,5	1.295,2
	Q2	272,7	39,3	6,5	152,1	470,5	992,8
	Q3	150,2	44,0	4,5	123,5	322,2	821,4
	Q4	109,3	56,7	10,8	81,8	258,6	524,5
	<i>totale</i>	<i>845,7</i>	<i>184,0</i>	<i>30,3</i>	<i>525,9</i>	<i>1.585,9</i>	<i>3.633,9</i>

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. I dati relativi agli scambi Otc sono corretti per il doppio conteggio delle transazioni.

Tav. A.6 Scambi di derivati azionari sul mercato Idem
(controvalore nozionale in miliardi di euro)

		future su indice ¹	opzioni su indice	future su azioni ²	opzioni su azioni	totale
2010	Q1	139,3	44,1	0,5	15,4	199,3
	Q2	186,2	51,0	24,8	13,2	275,3
	Q3	148,4	41,4	6,9	12,0	208,6
	Q4	141,8	38,5	4,5	16,3	201,1
	<i>totale</i>	<i>615,8</i>	<i>174,9</i>	<i>36,6</i>	<i>56,9</i>	<i>884,3</i>
2011	Q1	169,0	45,3	1,5	17,4	233,1
	Q2	157,8	39,7	26,0	12,6	236,1
	Q3	171,5	49,1	4,0	12,9	237,5
	Q4	119,4	27,9	1,6	10,6	159,4
	<i>totale</i>	<i>617,6</i>	<i>162,0</i>	<i>33,0</i>	<i>53,4</i>	<i>866,0</i>

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Sono compresi i dati dei minifuture. ² Sono compresi i dati dei future su azioni europee.

La gestione del risparmio e i servizi di investimento

II

Tav. A.7 Ricchezza investita in strumenti finanziari detenuta presso intermediari italiani
(dati di fine periodo; valori di mercato in miliardi di euro)

		titoli derivati	titoli di capitale	obbligazioni e titoli di Stato esteri	titoli di Stato italiani	altri titoli ¹	Oicr	ricchezza totale
clientela professionale²								
2010	Q2	30,5	254,5	750,7	584,8	23,0	150,9	1.493,4
	Q3	19,6	255,1	715,0	673,4	29,6	128,4	1.548,8
	Q4	31,9	366,0	777,4	761,8	25,4	163,4	1.821,4
2011	Q1	25,9	385,6	777,0	707,6	26,8	150,0	1.771,7
	Q2	36,2	372,2	767,3	730,0	22,2	131,2	1.772,2
	Q3	36,1	301,3	722,1	651,0	17,6	147,2	1.568,8
	Q4	38,1	328,7	699,5	628,8	25,5	140,5	1.565,7
clientela retail³								
2010	Q2	60,7	312,4	873,3	427,2	24,5	312,0	2.010,1
	Q3	19,2	288,6	917,6	412,7	25,0	320,4	1.983,5
	Q4	10,8	219,5	798,4	350,2	20,4	307,0	1.706,3
2011	Q1	7,3	221,9	787,5	353,9	20,9	361,5	1.753,0
	Q2	8,4	212,9	780,8	352,2	18,5	360,8	1.733,6
	Q3	5,6	182,8	757,0	338,3	17,2	329,6	1.630,5
	Q4	5,8	180,8	747,7	345,5	20,9	324,5	1.625,2
intermediari italiani⁴								
2010	Q2	0,3	3,3	76,9	60,9	–	5,3	146,7
	Q3	0,2	6,0	66,5	70,0	–	4,4	147,1
	Q4	0,1	5,2	64,0	67,9	–	3,5	140,7
2011	Q1	0,1	5,7	65,8	63,6	–	4,3	139,5
	Q2	0,1	5,6	57,7	49,6	–	3,2	116,2
	Q3	0,1	3,4	45,6	53,9	–	2,7	105,7
	Q4	0,1	1,7	66,9	62,5	–	1,9	133,1

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Titoli per i quali non è stato possibile effettuare una classificazione. ² La clientela professionale include le controparti qualificate. I dati relativi alle singole categorie di titoli includono sia gli strumenti finanziari di proprietà (inclusi quelli detenuti tramite gestioni individuali) sia quelli in custodia relativamente a servizi di gestione del risparmio, mentre il totale comprende solo i titoli di proprietà. ³ I dati includono gli strumenti finanziari relativi al risparmio amministrato e alle gestioni individuali. La clientela *retail* include i soggetti non classificati. ⁴ Portafoglio di negoziazione di banche e Sim.

Tav. A.8 Risparmio gestito da intermediari italiani – dati complessivi¹
(miliardi di euro)

		patrimonio gestito ²					portafoglio titoli ²	liquidità e pct ²	sottoscrizioni	rimborsi	acquisti di strumenti finanziari ³	vendite di strumenti finanziari ³
		Oicr	fondi pensione	gestioni patrimoniali	altro	totale						
2010	Q1	280,0	6,5	474,4	3,9	764,7	....	35,6	63,8	49,7	191,6	175,7
	Q2	271,1	6,4	473,5	3,9	754,9	662,7	34,2	58,9	59,8	187,6	182,8
	Q3	272,5	6,3	484,2	4,0	767,0	676,1	29,9	41,4	45,8	149,2	143,3
	Q4	264,6	6,3	466,8	3,7	741,4	651,8	27,6	46,7	59,2	149,4	158,6
	<i>totale</i>									<i>210,8</i>	<i>214,5</i>	<i>677,8</i>	660,4
2011	Q1	259,7	6,8	472,7	3,7	742,8	650,6	27,8	62,5	65,4	183,4	187,4
	Q2	253,0	6,9	467,5	3,5	731,0	639,7	25,3	40,9	51,4	154,6	159,9
	Q3	242,7	6,9	446,0	3,3	698,9	597,0	28,8	32,5	41,7	133,5	142,3
	Q4	231,8	7,1	438,9	3,0	680,9	580,6	27,3	37,4	55,6	110,7	123,8
	<i>totale</i>									<i>173,3</i>	<i>214,1</i>	<i>582,2</i>	613,4

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Non sono comprese le gestioni patrimoniali istituite da soggetti esteri e delegate a soggetti italiani.
² Dati di fine periodo. ³ Sono esclusi gli strumenti finanziari derivati.

Tav. A.9 Risparmio gestito da intermediari italiani – Oicr aperti di diritto italiano
(miliardi di euro)

		patrimonio gestito ¹	portafoglio titoli ¹	liquidità e pct ¹	sottoscrizioni	rimborsi	acquisti di strumenti finanziari ²	vendite di strumenti finanziari ²	turn over ³
2010	Q1	213,2	191,8	17,0	19,6	22,9	66,9	69,3	0,24
	Q2	204,3	185,4	14,5	19,0	22,6	70,7	72,3	0,26
	Q3	202,0	184,7	13,0	10,1	14,9	59,6	61,8	0,20
	Q4	194,0	178,4	10,8	12,8	21,0	57,5	64,1	0,23
	<i>totale</i>					<i>61,5</i>	<i>81,4</i>	<i>254,7</i>	<i>267,5</i>
2011	Q1	185,3	169,8	10,7	12,8	20,9	73,1	80,6	0,26
	Q2	178,6	163,6	9,2	10,8	16,2	58,9	63,3	0,23
	Q3	164,3	148,1	10,7	7,9	14,8	54,6	63,5	0,22
	Q4	153,4	138,9	9,7	12,1	23,8	44,9	54,8	0,20
	<i>totale</i>					<i>43,6</i>	<i>75,7</i>	<i>231,5</i>	<i>262,2</i>

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Dati di fine periodo. ² Sono esclusi gli strumenti finanziari derivati. ³ Il *turn over* è calcolato come segue: $((\text{acquisti} + \text{vendite}) - (\text{sottoscrizioni} - \text{rimborsi}))/2$ /patrimonio.

Tav. A.10 Risparmio gestito da intermediari italiani – gestione di patrimoni mobiliari su base individuale
(miliardi di euro)

		patrimonio gestito ¹				portafoglio titoli ¹	liquidità e pct ¹	sottoscrizioni	rimborsi	acquisti di strumenti finanziari ²	vendite di strumenti finanziari ²	turn over ³
		Sgr	banche	Sim	totale							
2010	Q1	360,8	103,7	9,9	474,4	....	13,5	43,3	26,3	112,7	96,7	....
	Q2	356,9	105,4	11,2	473,5	456,0	14,6	39,2	36,7	106,5	101,2	0,22
	Q3	367,2	104,8	12,1	484,2	469,6	11,5	30,2	30,6	85,3	78,0	0,17
	Q4	357,7	97,7	11,4	466,8	451,5	11,5	32,7	37,6	87,6	90,7	0,20
	<i>totale</i>							145,4	131,2	392,1	366,5	
2011	Q1	361,6	98,7	12,3	472,7	458,6	11,8	48,0	44,3	104,9	101,8	0,21
	Q2	358,0	97,4	12,1	467,5	453,5	10,9	28,7	34,9	91,5	92,8	0,20
	Q3	343,3	91,4	11,3	446,0	429,6	13,4	22,6	26,4	73,3	74,4	0,17
	Q4	335,9	92,0	10,9	438,9	422,1	12,8	23,4	31,0	60,8	65,4	0,15
	<i>totale</i>							122,6	136,5	330,6	334,4	

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Dati di fine periodo. ² Sono esclusi gli strumenti finanziari derivati. ³ Il *turn over* è calcolato come segue: $((\text{acquisti} + \text{vendite}) - (\text{sottoscrizioni} - \text{rimborsi}))/2$ /patrimonio.

Tav. A.11 Risparmio gestito da intermediari italiani – fondi comuni chiusi di diritto italiano
(miliardi di euro)

		patrimonio gestito ¹	portafoglio titoli ¹	liquidità e pct ¹	sottoscrizioni	rimborsi	acquisti di strumenti finanziari ²	vendite di strumenti finanziari ²	turn over ³
2010	H1	66,8	15,2	4,7	1,0	0,4	2,3	2,3	0,03
	H2	70,6	15,9	5,0	1,9	0,4	4,0	2,5	0,04
	<i>totale</i>				2,9	0,8	6,3	4,8	
2011	H1	74,5	15,7	5,0	2,3	0,4	3,2	2,5	0,03
	H2	78,4	12,2	4,4	2,8	0,4	4,0	2,2	0,02
	<i>totale</i>				5,1	0,7	7,2	4,7	

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Dati di fine periodo. ² Sono esclusi gli strumenti finanziari derivati. ³ Il *turn over* è calcolato come segue: $((\text{acquisti} + \text{vendite}) - (\text{sottoscrizioni} - \text{rimborsi}))/2$ /patrimonio.

Tav. A.12 Risparmio gestito da intermediari italiani – fondi pensione e altre forme pensionistiche¹
(miliardi di euro)

		patrimonio gestito ²			portafoglio titoli ²	liquidità e pct ²	sottoscrizioni	rimborsi	acquisti di strumenti finanziari ³	vendite di strumenti finanziari ³	turn over ⁴
		Sgr	banche	totale							
2010	Q1	4,6	1,9	6,5	...	0,2	0,4	0,3	2,3	2,5	...
	Q2	4,6	1,8	6,4	6,1	0,3	0,3	0,2	4,2	4,4	0,66
	Q3	4,7	1,6	6,3	6,0	0,3	0,2	0,2	2,2	2,2	0,35
	Q4	4,7	1,6	6,3	6,0	0,3	0,2	0,3	2,4	2,6	0,40
	<i>totale</i>						<i>1,1</i>	<i>1,1</i>	<i>11,1</i>	<i>11,7</i>	
2011	Q1	4,9	1,9	6,8	6,6	0,2	0,6	0,1	3,7	3,8	0,51
	Q2	5,0	1,9	6,9	7,0	0,2	0,2	0,1	2,6	2,6	0,36
	Q3	4,9	2,1	6,9	7,1	0,3	0,7	0,3	3,6	3,3	0,47
	Q4	5,0	2,1	7,1	7,4	0,2	0,3	0,2	3,0	2,5	0,38
	<i>totale</i>						<i>1,7</i>	<i>0,7</i>	<i>12,9</i>	<i>12,1</i>	

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ I dati escludono le imprese di assicurazione. ² Dati di fine periodo. ³ Sono esclusi gli strumenti finanziari derivati. ⁴ Il *turn over* è calcolato come segue: $((\text{acquisti} + \text{vendite}) - (\text{sottoscrizioni} - \text{rimborsi}))/2$ /patrimonio.

Tav. A.13 Raccolta netta degli Oicr collocati in Italia
(miliardi di euro)

		azionari	bilanciati	flessibili	monetari	obbligazionari	speculativi	totale Oicr italiani	Oicr esteri ¹	totale complessivo
2010	Q1	-0,3	-0,2	1,1	-5,3	1,4	0,0	-3,2	34,1	30,9
	Q2	-0,5	-0,1	1,6	-6,3	1,7	0,1	-3,5	3,8	0,4
	Q3	-0,3	-0,2	-0,3	-3,3	-0,3	0,3	-4,1	95,8	91,7
	Q4	-0,6	-0,1	-1,1	-4,1	-1,9	0,4	-7,3	61,9	54,6
	<i>totale</i>	<i>-1,7</i>	<i>-0,6</i>	<i>1,3</i>	<i>-19,0</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>-18,2</i>	<i>195,7</i>	<i>177,5</i>
2011	Q1	-0,4	-0,2	-0,9	-2,3	-3,8	0,4	-7,2	63,5	56,2
	Q2	-0,1	-0,3	-1,0	-1,2	-2,5	0,2	-4,9	24,2	19,3
	Q3	-0,5	-0,3	-1,4	-2,0	-2,5	0,2	-6,5	-47,2	-53,7
	Q4	-0,1	-0,4	-2,1	-4,1	-5,0	-0,0	-11,8	-10,2	-21,9
	<i>totale</i>	<i>-1,2</i>	<i>-1,3</i>	<i>-5,3</i>	<i>-9,6</i>	<i>-13,8</i>	<i>0,8</i>	<i>-30,4</i>	<i>30,3</i>	<i>-0,1</i>

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ I dati relativi agli ultimi due trimestri del 2011 sono preliminari.

Tav. A.14 Patrimonio netto degli Oicr collocati in Italia
(dati di fine periodo; miliardi di euro)

		azionari	bilanciati	flessibili	monetari	obbligazionari	speculativi	totale Oicr italiani	Oicr esteri ¹	totale complessivo
2010	Q1	27,1	11,1	30,5	55,2	78,3	11,0	213,2	196,1	409,2
	Q2	24,7	10,7	31,6	48,4	78,4	10,6	204,3	194,3	398,6
	Q3	25,1	10,7	31,7	45,2	78,9	10,3	202,0	203,2	405,1
	Q4	26,2	10,5	32,1	39,3	75,8	10,0	194,0	215,8	409,8
2011	Q1	25,5	10,0	33,1	35,2	71,9	9,5	185,3	199,4	384,6
	Q2	24,5	9,5	31,8	33,9	69,8	9,1	178,6	197,0	375,5
	Q3	20,2	8,6	28,9	31,8	66,5	8,2	164,3	173,9	338,2
	Q4	21,1	8,5	26,9	27,8	61,4	7,8	153,4	172,0	325,4

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ I dati relativi agli ultimi due trimestri del 2011 sono preliminari.

Tav. A.15 Strumenti finanziari diversi dagli Oicr in custodia o amministrazione presso intermediari italiani
(dati di fine periodo; valori di mercato in miliardi di euro)

		titoli derivati	titoli di capitale	obbligazioni e titoli di Stato esteri	titoli di Stato italiani	altri titoli ¹	totale
clientela professionale²							
2010	Q2	27,7	229,8	657,4	466,7	5,8	1.237,3
	Q3	17,8	229,3	622,4	545,3	11,3	1.282,2
	Q4	30,8	342,3	689,8	630,8	6,6	1.559,2
2011	Q1	24,6	359,5	684,9	567,8	8,3	1.493,9
	Q2	33,4	347,1	679,8	580,6	5,6	1.490,8
	Q3	34,3	273,8	638,5	506,2	5,2	1.298,7
	Q4	36,9	300,3	622,6	484,8	12,7	1.302,4
clientela retail³							
2010	Q2	60,4	305,9	835,6	377,7	19,7	1.599,3
	Q3	18,8	281,4	873,2	360,7	20,3	1.554,4
	Q4	10,4	212,3	759,7	309,4	16,0	1.307,8
2011	Q1	7,0	214,7	753,5	316,9	16,2	1.308,3
	Q2	8,2	205,8	747,8	317,8	15,7	1.295,3
	Q3	5,3	177,2	722,2	307,3	14,9	1.226,9
	Q4	5,6	175,2	713,6	313,5	19,5	1.227,4

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Titoli per i quali non è stato possibile effettuare una classificazione. ² La clientela professionale include le controparti qualificate. I dati comprendono sia i titoli propri in risparmio amministrato sia quelli in custodia relativamente a servizi di gestione del risparmio, mentre il totale comprende solo i titoli di proprietà in risparmio amministrato. ³ La clientela *retail* include i soggetti non classificati. I dati includono esclusivamente i titoli di proprietà in risparmio amministrato.

Tav. A.16 Titoli collocati da intermediari italiani

(valori di mercato in miliardi di euro)

		Oicr	titoli derivati	titoli di capitale	obbligazioni e titoli di Stato esteri ¹	titoli di Stato italiani	altri titoli ²	<i>totale</i>
a clientela professionale³								
2010	Q3	6,5	..	0,1	4,3	0,5	..	<i>11,3</i>
	Q4	9,0	..	4,1	7,4	6,2	..	<i>26,7</i>
	<i>Il semestre</i>	<i>15,5</i>	..	<i>4,2</i>	<i>11,7</i>	<i>6,7</i>	..	<i>38,1</i>
2011	Q1	11,3	..	0,3	17,7	6,5	0,1	<i>36,0</i>
	Q2	8,0	0,1	..	12,2	2,8	..	<i>23,2</i>
	Q3	6,7	0,1	..	11,8	7,2	..	<i>25,6</i>
	Q4	6,5	..	0,3	15,3	4,6	..	<i>26,6</i>
	<i>totale</i>	<i>32,5</i>	<i>0,2</i>	<i>0,6</i>	<i>57,0</i>	<i>21,0</i>	<i>0,1</i>	<i>111,5</i>
a clientela retail⁴								
2010	Q3	18,5	0,2	..	17,6	8,2	0,2	<i>44,8</i>
	Q4	26,5	0,2	1,3	12,9	3,0	0,4	<i>44,4</i>
	<i>Il semestre</i>	<i>45,0</i>	<i>0,5</i>	<i>1,3</i>	<i>30,5</i>	<i>11,2</i>	<i>0,6</i>	<i>89,1</i>
2011	Q1	22,2	0,4	0,1	16,8	6,0	0,5	<i>46,0</i>
	Q2	21,6	0,4	0,1	13,4	5,8	0,3	<i>41,6</i>
	Q3	15,7	0,2	..	8,1	4,6	0,4	<i>29,1</i>
	Q4	12,9	0,2	..	10,6	4,4	0,5	<i>28,6</i>
	<i>totale</i>	<i>72,5</i>	<i>1,2</i>	<i>0,2</i>	<i>48,9</i>	<i>20,8</i>	<i>1,7</i>	<i>145,3</i>

 Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ I dati non includono i collocamenti di obbligazioni di propria emissione degli intermediari segnalanti.

² Titoli per i quali non è stato possibile effettuare una classificazione. ³ La clientela professionale include le controparti qualificate. ⁴ La clientela retail include i soggetti non classificati.

Tav. A.17 Emissioni di obbligazioni di banche italiane

(ammontare collocato in miliardi di euro)

		ordinarie <i>plain vanilla</i>		step up / down	con opzione <i>call</i>			strutturate		<i>totale</i>
		tasso fisso	tasso variabile		tasso fisso	tasso variabile	altre	<i>linked</i>	<i>stochastic interest</i>	
investitori istituzionali										
2010	H1	8,0	6,1	0,0	--	--	--	0,2	2,2	<i>16,5</i>
	H2	6,2	10,7	0,3	--	--	<i>1,8</i>	<i>0,1</i>	0,5	<i>19,5</i>
	<i>totale</i>	<i>14,2</i>	<i>16,8</i>	<i>0,3</i>	--	--	<i>1,8</i>	<i>0,2</i>	<i>2,7</i>	<i>36,0</i>
2011	H1	17,9	18,4	1,7	--	--	2,1	0,4	0,4	<i>40,8</i>
	H2	1,5	6,2	0,4	--	--	..	..	0,2	<i>8,4</i>
	<i>totale</i>	<i>19,4</i>	<i>24,6</i>	<i>2,0</i>	--	--	<i>2,2</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>49,1</i>
clientela retail										
2010	H1	26,3	8,2	11,8	0,8	0,2	4,5	0,9	14,4	<i>67,1</i>
	H2	29,3	15,1	6,2	0,5	0,1	3,3	0,2	16,6	<i>71,3</i>
	<i>totale</i>	<i>55,6</i>	<i>23,3</i>	<i>17,9</i>	<i>1,4</i>	<i>0,3</i>	<i>7,8</i>	<i>1,1</i>	<i>31,0</i>	<i>138,4</i>
2011	H1	59,7	13,6	11,2	1,1	1,9	4,5	0,3	17,6	<i>110,0</i>
	H2	38,7	8,9	5,2	5,5	5,1	4,6	0,1	11,1	<i>79,1</i>
	<i>totale</i>	<i>98,4</i>	<i>22,5</i>	<i>16,4</i>	<i>6,6</i>	<i>7,0</i>	<i>9,1</i>	<i>0,4</i>	<i>28,7</i>	<i>189,1</i>

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza e Dealogic. Dati parzialmente stimati. Sono escluse le obbligazioni garantite dallo Stato.

Tav. A.18 Acquisti netti di strumenti finanziari realizzati dalla clientela *retail* e professionale, riconducibili ai servizi di negoziazione (c/terzi e c/proprio) prestati da intermediari italiani
(valori di mercato in miliardi di euro)

		Oicr	titoli di capitale	obbligazioni e titoli di Stato esteri	titoli di Stato italiani	<i>totale</i>
clientela professionale¹						
2010	Q3	0,3	-8,3	12,7	8,6	<i>13,3</i>
	Q4	0,7	-10,3	6,9	10,5	<i>7,8</i>
	<i>Il semestre</i>	<i>1,1</i>	<i>-18,6</i>	<i>19,5</i>	<i>19,2</i>	<i>21,2</i>
2011	Q1	-0,1	-7,2	5,1	16,7	14,5
	Q2	1,2	-12,2	2,7	9,7	1,4
	Q3	0,6	-6,4	-0,5	17,4	11,1
	Q4	0,2	-6,1	15,1	29,0	38,2
	<i>totale</i>	<i>2,0</i>	<i>-31,9</i>	<i>22,4</i>	<i>72,7</i>	<i>65,2</i>
clientela <i>retail</i>²						
2010	Q3	1,2	1,4	-0,2	15,9	<i>18,3</i>
	Q4	0,8	1,8	1,1	2,7	<i>6,4</i>
	<i>Il semestre</i>	<i>2,0</i>	<i>3,2</i>	<i>0,9</i>	<i>18,6</i>	<i>24,7</i>
2011	Q1	-0,4	-0,2	1,5	12,6	13,5
	Q2	-0,5	0,1	0,1	-0,7	-1
	Q3	-1,5	2,8	-6,9	3,4	-2,2
	Q4	-2,7	-0,6	-22,3	18,0	-7,6
	<i>totale</i>	<i>-5,0</i>	<i>2,0</i>	<i>-27,6</i>	<i>33,3</i>	<i>2,7</i>

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. I dati non comprendono gli strumenti finanziari derivati. ¹ La clientela professionale include le controparti qualificate. ² La clientela *retail* include i soggetti non classificati.

III I bilanci delle società quotate

Tav. A.19 Principali indicatori dimensionali e di redditività delle società quotate italiane per settore industriale¹
(valori monetari in miliardi di euro)

		società non finanziarie	banche	assicurazioni	<i>totale</i>
2009	numero società	209	20	7	<i>236</i>
	numero dipendenti	1.048.754	300.767	113.294	<i>1.462.815</i>
	totale attivo	787,1	1.734,7	578,8	<i>3.100,7</i>
	patrimonio netto	235,7	128,6	32,1	<i>396,3</i>
	valore della produzione	383,2	46,5	92,6	<i>522,3</i>
	Ebitda	81,1	54,3	5,8	<i>141,2</i>
	utile netto	19,2	3,3	0,8	<i>23,3</i>
	dividendi distribuiti	16,3	1,4	0,6	<i>18,2</i>
2010	numero società	198	20	6	<i>224</i>
	numero dipendenti	1.016.539	295.361	105.010	<i>1.416.910</i>
	totale attivo	885,4	1.667,1	571,2	<i>3.123,7</i>
	patrimonio netto	258,1	122,6	29,1	<i>409,8</i>
	valore della produzione	480,0	45,8	101,1	<i>627,0</i>
	Ebitda	92,6	45,7	5,9	<i>144,2</i>
	utile netto	23,8	3,9	1,5	<i>29,2</i>
	dividendi distribuiti	13,1	1,8	0,8	<i>15,7</i>

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Dati relativi ai bilanci consolidati. Sono escluse le società quotate consolidate in altre società quotate. Sono inoltre escluse dal computo 11 società quotate non finanziarie il cui attivo rappresenta complessivamente lo 0,64 per cento dell'attivo totale delle società quotate. Il valore della produzione per le imprese non finanziarie è dato dalla somma dei ricavi e proventi operativi, dell'incremento delle rimanenze del magazzino e dei costi capitalizzati; tale dato per le banche è pari alla somma del margine di interesse e delle commissioni nette, mentre per le assicurazioni è pari ai premi netti.

Tav. A.20 Conto economico riclassificato delle imprese non finanziarie quotate¹
(miliardi di euro)

	2010	var. % rispetto al 2009 restated
ricavi delle vendite e delle prestazioni	458,9	18,7
altri ricavi e proventi operativi	10,8	-9,5
variazione delle rimanenze	2,4	171,0
oneri capitalizzati	7,9	11,4
valore della produzione (a)	480,0	18,1
costi per beni e servizi (b)	-328,1	20,6
valore aggiunto (a+b)	151,9	13,1
costo del personale (c)	-59,3	10,7
marginale operativo lordo (Ebitda) d=(a+b+c)	92,6	14,7
accantonamenti, svalutazioni e ammortamenti (e)	-40,8	8,2
reddito operativo (Ebit) f=(d+e)	51,8	20,3
proventi (oneri) finanziari netti (g)	-12,1	34,4
altri costi e ricavi (h)	2,3	nc
risultato prima delle imposte (l=g+h)	41,9	23,1
imposte (m)	-17,8	16,8
risultato al netto delle imposte n=(l+m)	24,1	28,2
risultato netto delle attività discontinue (o)	-0,3	-77,2
utile (perdita) del periodo p=(n-o)	23,8	36,6

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Dati relativi ai bilanci consolidati. Sono escluse le società quotate consolidate in altre società quotate. Sono inoltre escluse dal computo 11 società quotate il cui attivo rappresenta complessivamente lo 0,64 per cento dell'attivo totale delle società quotate.

Tav. A.21 Conto economico riclassificato delle banche quotate¹
(miliardi di euro)

	2010	2009	var. % rispetto al 2009
10 interessi attivi e proventi assimilati	52,9	61,9	-14,6
20 interessi passivi e oneri assimilati	-23,5	-30,5	-23,1
30 margine d'interesse (10+20)	29,4	31,4	-6,3
40 commissioni attive	19,2	17,9	7,1
50 commissioni passive	-2,8	-2,8	-1,5
60 commissioni nette (40+50)	16,4	15,1	8,7
70 dividendi e proventi simili	1,6	1,7	-6,2
80 risultato netto dell'attività di negoziazione	-0,4	1,4	-131,0
90 risultato netto dell'attività di copertura	0,1	--	279,3
100 utili (perdite) da cessione o riacquisto di:	0,8	1,1	-29,0
a) crediti	--	0,1	-121,8
b) attività finanziarie disponibili per la vendita	0,6	0,7	-15,0
c) attività finanziarie detenute sino alla scadenza	--	--	-98,4
d) passività finanziarie	0,2	0,3	-16,2
110 risultato netto delle attività e passività finanziarie valutate al fair value	0,5	-0,3	-235,3
120 margine di intermediazione (60+70+80+90+100+110)	48,4	50,4	-4,0
130 rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento di:	-11,9	-14,7	-19,2
a) crediti	-11,1	-13,5	-17,2
b) attività finanziarie disponibili per la vendita	-0,5	-1,0	-54,6
c) attività finanziarie detenute sino alla scadenza	--	--	-85,0
d) altre operazioni finanziarie	-0,3	-0,2	20,7
140 risultato netto della gestione finanziaria (120+130)	36,5	35,7	2,2
150 premi netti	1,7	2,0	-15,6
160 saldo altri proventi/oneri della gestione assicurativa	-2,6	-2,4	6,2
170 risultato netto della gestione finanziaria e assicurativa (140+150+160)	35,6	35,3	0,9
180 spese amministrative:	-30,1	-30,1	0,0
a) spese per il personale	-18,7	-18,7	0,3
b) altre spese amministrative	-11,4	-11,4	-0,5
190 accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	-1,2	-0,8	53,6
200 rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali	-1,6	-1,4	10,1
210 rettifiche/riprese di valore nette su attività immateriali	-1,2	-1,2	0,2
220 altri oneri/proventi di gestione	2,4	2,5	-4,2
230 costi operativi (180+190+200+210+220)	-31,7	-31,0	2,1
240 utili (perdite) delle partecipazioni	2,0	0,5	347,7
250 risultato netto della valutazione al <i>fair value</i> delle attività materiali e immateriali	--	--	-100,4
260 rettifiche di valore dell'avviamento	-0,4	--	0,0
270 utili (perdite) da cessione di investimenti	0,4	1,0	-58,5
280 utile (perdita) della operatività corrente al lordo delle imposte (230+240+250+260+270)	6,0	5,7	5,5
290 imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente	-1,9	-2,1	-13,1
300 utile (perdita) della operatività corrente al netto delle imposte (280+290)	4,2	3,6	16,7
310 utile (perdita) dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte	0,4	0,2	96,8
320 utile (perdita) d'esercizio (300+310)	4,6	3,8	21,4
330 utile (perdita) d'esercizio di pertinenza di terzi	-0,4	-0,4	1,1
340 utile (perdita) d'esercizio di pertinenza della capogruppo (320+330)	4,1	3,3	23,7

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Dati relativi ai bilanci consolidati. Sono escluse le banche quotate consolidate in altre banche o assicurazioni quotate.

Tav. A.22 Conto economico delle imprese di assicurazione quotate¹
(miliardi di euro)

	2010	var. % rispetto al 2009 restated
risultato del ramo danni al netto della gestione degli investimenti (a)	-1,5	-1,0
risultato del ramo vita al netto della gestione degli investimenti (b)	-16,6	-20,1
commissione nette (c)	1,5	18,0
proventi e oneri derivanti da strumenti finanziari a <i>fair value</i> relativo a conto economico (d)	6,3	-45,8
proventi e oneri derivanti da altri strumenti finanziari e investimenti immobiliari (e)	14,6	27,1
interessi	11,2	6,5
altri proventi e oneri	2,0	3,7
utili e perdite realizzate	3,0	46,8
utili e perdite da valutazione	-1,5	-48,2
proventi e oneri derivanti da partecipazione in controllate, collegate e <i>joint venture</i> (f)	0,1	-457,0
altri costi (g)	-5,5	23,9
altri ricavi (h)	3,4	3,0
utile (perdita) dell'esercizio prima delle imposte (a+b+c+d+e+f+g+h)	2,5	133,9
imposte	1,0	297,5
utile (perdita) dell'esercizio al netto delle imposte	1,4	80,8
utile (perdita) delle attività operative cessate	0,1	-41,6
utile (perdita) consolidata	1,5	67,6
di cui di pertinenza del gruppo	1,8	158,6
di cui di pertinenza di terzi	-0,3	-262,8

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Dati relativi ai bilanci consolidati. Sono escluse le società di assicurazioni quotate consolidate in altre società quotate.

Tav. A.23 Dati patrimoniali riclassificati delle imprese non finanziarie quotate¹
(miliardi di euro)

	2010	composizione percentuale	var. % rispetto al 2009 restated
crediti commerciali	85,1	16,4	8,2
rimanenze	51,1	9,9	12,3
debiti commerciali	91,4	17,6	16,9
capitale circolante netto (a)	44,8	8,6	-2,5
altre attività/passività nette correnti (b)	-38,6	-7,4	7,3
capitale circolante netto totale c=(a+b)	6,2	1,2	-37,7
immobilizzazioni materiali nette (d)	243,2	47,0	8,4
immobilizzazioni immateriali nette (e)	196,9	38,0	4,6
altre attività/passività nette non correnti (f)	95,9	18,5	67,5
fondi del passivo (g)	-142,7	-27,5	41,1
capitale immobilizzato netto h=(d+e+f+g)	393,3	75,9	6,6
capitale investito operativo netto i=(c+h)	399,6	77,1	5,4
partecipazioni e altre attività finanziarie non correnti (l)	115,2	22,2	3,4
capitale investito netto m=(i+l)	514,8	99,4	5,0
attività nette cessate/in corso di dismissione (n)	3,3	0,6	48,0
capitale investito netto rettificato o=(m+n)	518,0	100,0	5,2
liquidità e titoli per negoziazione	57,0	11,0	14,7
altre attività finanziarie correnti	53,9	10,4	70,9
passività finanziarie correnti	80,7	15,6	26,0
posizione finanziaria netta a breve termine	-30,1	-5,8	75,7
passività finanziarie non correnti	290,0	56,0	2,6
posizione finanziaria netta totale (a)	259,9	50,2	-2,1
di cui debiti verso banche al netto della liquidità disponibile (1)	41,7	8,0	-30,0
di cui obbligazioni (2)	129,1	24,9	11,3
patrimonio netto (b)	258,1	49,8	13,7
totale delle fonti finanziarie di copertura c=(a+b)	518,0	100,0	5,2

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Dati relativi ai bilanci consolidati. Sono escluse le società quotate consolidate in altre società quotate. Sono inoltre escluse dal computo 11 società quotate il cui attivo rappresenta complessivamente lo 0,64 per cento dell'attivo totale delle società quotate.

Tav. A.24 Dati patrimoniali riclassificati delle banche quotate¹
(miliardi di euro)

	2010	composizione percentuale	var. % rispetto al 2009
cassa e disponibilità liquide	11,8	0,7	-29,0
attività finanziarie	388,9	23,0	20,2
partecipazioni	12,1	0,7	12,9
crediti verso clientela	1.154,1	68,3	1,3
attività materiali	23,53	1,4	0,6
attività immateriali	48,95	2,9	-1,0
altre attività	51,1	3,0	2,0
attività non correnti e gruppi di attività nette in via di dismissione	-0,4	--	-134,6
<i>totale impieghi</i>	<i>1.690,2</i>	<i>100,0</i>	<i>4,7</i>
posizione netta interbancaria	84,8	5,02	90,8
debiti verso clientela	774,9	45,9	6,5
passività finanziarie	236,8	14,0	8,3
debiti rappresentati da titoli	380,4	22,5	-10,0
obbligazioni	322,7	19,1	-5,1
di cui strutturate	30,7	1,8	-6,6
altri titoli	57,7	3,4	-30,1
di cui strutturati	0,8	--	-18,8
altre passività	74,9	4,4	8,7
di cui riserve tecniche al netto di quelle a carico dei riassicuratori	9,3	0,6	87,0
patrimonio netto	134,2	7,9	3,8
utile netto	4,2	0,2	24,9
<i>totale fonti</i>	<i>1.690,2</i>	<i>100,0</i>	<i>4,7</i>

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Dati relativi ai bilanci consolidati. Sono escluse le banche quotate consolidate in altre banche o assicurazioni quotate.

Tav. A.25 Dati patrimoniali riclassificati delle imprese di assicurazione quotate¹
(miliardi di euro)

	2010	composizione percentuale	var. % rispetto al 2009 restated
attività immateriali	14,9	2,6	14,8
avviamento	11,2	2,0	11,1
attività materiali	5,6	1,0	5,9
immobili	4,9	0,9	5,1
riserve tecniche a carico dei riassicuratori	7,8	1,4	7,6
investimenti	482,2	84,4	460,5
investimenti immobiliari	16,6	2,9	15,7
partecipazioni in controllate, collegate e joint venture	3,5	0,6	3,0
attività finanziarie	415,6	72,8	396,5
altri finanziamenti e crediti	46,5	8,1	45,3
crediti diversi	16,6	2,9	16,4
altri elementi dell'attivo	30,7	5,4	47,9
disponibilità liquide e mezzi equivalenti	13,3	2,3	12,1
<i>totale attivo</i>	<i>571,2</i>	<i>100,0</i>	<i>1,0</i>
patrimonio netto	29,1	5,1	-3,4
capitale e altre riserve nel patrimonio	23,3	4,1	3,2
utile o perdite rilevati direttamente nel patrimonio	-1,0	-0,2	-394,7
utile (perdite) dell'esercizio	6,9	1,2	-4,9
accantonamenti	2,1	0,4	2,9
riserve tecniche	424,3	74,3	4,5
passività finanziarie	82,9	14,5	8,0
debiti	9,6	1,7	3,7
altri elementi del passivo	23,2	4,1	-43,6
<i>totale passivo</i>	<i>571,2</i>	<i>100,0</i>	<i>1,0</i>

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. ¹ Dati relativi ai bilanci consolidati. Sono escluse le assicurazioni quotate consolidate in altre società quotate.

Note metodologiche

Avvertenze

Nelle tavole sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

- rilevazione quantitativa nulla;
- fenomeno non esistente;
- fenomeno esistente ma dati non noti;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla Consob nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

Figg. 26, 28, 29, 32

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 (Enel GreenPower, dal 2010; dal 2005 viene considerata a parte Terna che non è più consolidata in Enel), Eni (Snam Rete Gas, Saipem), Telecom Italia (TI Media, dal 2003), Exor (ex Ifi; consolidava Ifil, poi incorporata nel 2009; Juventus; Fiat, che viene considerata a parte dal 2004 al 2009 perché non consolidata in Exor; Fiat Industrial, dal 2011), 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 (Mondadori, Mediaset), Edison, Erg (Erg Renew, ex Enertad, revocata dalla quotazione nel 2011), Acea, Pirelli & C. (Prelios, ex 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 fino al 2009 KME Group, ex Smi, che viene anche considerata a parte; Ergy Capital, a partire 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), 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. 10, 11, 12, 13, Fig. 42

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. 13

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. 72, 74, 78, 80 Tav. 21

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. 72

Il margine di interesse include il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse, i dividendi su partecipazioni e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. I ricavi da intermediazione mobiliare comprendono i profitti da operazioni finanziarie (ovvero, a partire dai bilanci 2005 redatti secondo i principi Ias/Ifrs, il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie) e le commissioni nette per servizi di investimento e gestioni collettive (inclusa la negoziazione di valute, la consulenza, la custodia e l'amministrazione titoli, i servizi di banca depositaria e il collocamento di prodotti finanziari e assicurativi). Le commissioni nette da servizi bancari comprendono le commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, per servizi di incasso e pagamento, e le commissioni nette su conti correnti, carte di credito e Bancomat. La voce 'altre commissioni nette' comprende le commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di factoring e per servizi di esattorie e ricevitorie.

I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e altri prodotti finanziari e assicurativi (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in conto terzi comprendono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi comprendono essenzialmente le commissioni nette da consulenza e da custodia e amministrazione titoli.

Fig. 76, 77, 78, 81

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari europei: Intesa SanPaolo, Unicredit, MPS, UBI, Banco Popolare, Société Générale, Crédit Agricole Sa, BNP Paribas, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Santander, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Barclays, HSBC, Lloyds Banking Group e Royal Bank of Scotland.

Nelle attività finanziarie sono inclusi crediti e finanziamenti. Per Santander, Banco Popular e Banco Espanol de Crédito la gerarchia del *fair value* si riferisce ai dati al 31 dicembre 2010 mentre è esclusa dal computo Lloyds Banking Group.

I dati relativi all'esposizione del debito sovrano (Riquadro 7) si riferiscono invece al campione di banche utilizzato dall'Eba nel piano di ricapitalizzazione per Italia, Germania, Francia e Spagna. In particolare i dati sono relativi ai seguenti gruppi bancari: Intesa SanPaolo, Unicredit, MPS, UBI, Banco Popolare, Deutsche Bank, Commerzbank, Landesbank Baden-Württemberg, DZ Bank, Bayerische Landesbank,

Norddeutsche Landesbank, Hypo Real Estate Holding, WestLB, HSH Nordbank, Landesbank Hessen-Thüringen, Frankfurt, Landesbank Berlin, DekaBank, WGZ Bank, Société Générale, Crédit Agricole Sa, BNP Paribas, BPCE, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Santander, Banco Popular, BFA Bankia, Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.

Figg. 90, 91, 92, 93, 94, 95, 96

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. 92

Il questionario GfK Eurisko riporta dati sulla ricchezza finanziaria e sulle quote investite nelle diverse categorie di attività finanziarie; la ricchezza finanziaria include depositi e altre forme di liquidità, titoli di Stato, azioni, obbligazioni, polizze vita, fondi pensione, risparmio gestito e prodotti postali. Poiché i dati vengono forniti per intervalli, a ciascuna famiglia è stato attribuito un valore puntuale della ricchezza finanziaria e delle quote investite calcolando la media semplice degli estremi dell'intervallo (l'unica eccezione è rappresentata dall'ultimo intervallo di ricchezza finanziaria che essendo aperto è stato approssimato con l'estremo inferiore dell'intervallo stesso).

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. 99

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. 49

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di direttore generale, vice direttore generale, funzionario generale, condirettore centrale, direttore principale, direttore e condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di primo funzionario, funzionario di 1^a, funzionario di 2^a. La carriera operativa comprende le qualifiche di coadiutore principale, coadiutore, assistente superiore, assistente e vice assistente. La carriera dei servizi generali comprende le qualifiche di primo capo operatore, operatore capo, primo operatore, operatore.

Indice generale

A Le questioni in corso e le linee di indirizzo

I	Il contesto istituzionale ed economico	5
1	La crisi, i rischi sistemici e la risposta delle istituzioni	5
1.1	L'evoluzione della crisi	5
1.2	I riflessi della crisi sui mercati finanziari e le iniziative delle Autorità di vigilanza	10
2	Il mercato finanziario italiano e le iniziative della Consob	16
3	L'evoluzione del quadro normativo europeo	18
3.1	La revisione della Direttiva <i>Transparency</i>	19
3.2	La riforma della Direttiva sulla revisione contabile	20
3.3	La Direttiva Prospetto: misure attuative	22
3.4	Il Libro Verde CE in materia di <i>corporate governance</i>	23
3.5	La revisione della Direttiva Mifid	24
3.6	La revisione della Direttiva sugli abusi di mercato	27
3.7	I Regolamenti europei sugli strumenti derivati <i>over the counter</i> (Otc) e sulle posizioni corte	29
3.8	La nuova proposta di regolamento sulle agenzie di rating	30
3.9	La Direttiva sui fondi di investimento alternativi: misure attuative	32
3.10	Le iniziative in materia di <i>exchange traded funds</i>	33
3.11	La proposta di regolamento in materia di <i>venture capital</i>	34
3.12	Le iniziative in materia di regime sanzionatorio	34
II	L'attività di vigilanza e l'<i>enforcement</i>	37
1	La vigilanza sull'informativa finanziaria	37
3	I controlli sulla <i>governance</i> e gli assetti proprietari delle imprese	37
4	La vigilanza sulle società di revisione	39
5	La vigilanza sull'integrità del mercato	41

6	La vigilanza sulla prestazione di servizi di investimento e sui prodotti <i>non equity</i>	42
7	L'attività di <i>enforcement</i>	44
8	Ipotesi di riforma del regime sanzionatorio	46
III	L'attività regolamentare	48
1	Il recepimento delle direttive europee e altri interventi in attuazione del Tuf	48
2	La semplificazione dei regolamenti dell'Istituto	50
IV	Le linee d'indirizzo per il 2012	52
1	La nuova struttura organizzativa	52
2	Gli obiettivi operativi per il 2012	55
2.1	Gli obiettivi di vigilanza	55
2.2	Le infrastrutture di vigilanza	58
3	La gestione finanziaria e il finanziamento della Consob	60

B L'evoluzione del quadro di riferimento

I	La congiuntura economica	63
1	La crisi del debito sovrano nell'Area euro	63
2	Andamenti dell'economia reale	78
3	La finanza pubblica nei paesi avanzati	83
4	Il mercato delle materie prime e la bilancia dei pagamenti	84
II	Le società quotate	89
1	I bilanci delle imprese non finanziarie	89
2	Assetti proprietari e governo societario	95
3	La qualità del credito	102
4	La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa	107
5	Le operazioni di acquisizione e fusione	113
III	I mercati	115
1	I mercati azionari	115
2	Il mercato degli strumenti finanziari derivati	127
3	Il mercato dei <i>covered warrant</i> e degli <i>exchange traded funds</i>	132

4	Il mercato obbligazionario	136
5	Il mercato delle cartolarizzazioni	141
IV	Gli intermediari e le famiglie	144
1	I principali gruppi bancari	144
2	I prodotti del risparmio gestito	157
3	Le famiglie	163
C	L'attività della Consob	
I	La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione	171
1	L'informativa societaria	171
2	Le operazioni di offerta al pubblico e di finanza straordinaria	177
3	Gli assetti proprietari e le offerte pubbliche di acquisto	184
4	L'informativa contabile	188
5	La vigilanza sugli organi di controllo interno	190
6	La vigilanza sulle società di revisione	192
II	La vigilanza sui mercati	200
1	Gli abusi di mercato	200
2	La gestione di mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici	207
3	La vigilanza sulla trasparenza delle negoziazioni	209
4	I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari	210
5	La vigilanza sulle società di rating	211
III	La vigilanza sugli intermediari	213
1	I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento	213
2	Banche e Sim	216
3	Società di gestione del risparmio	220
4	Promotori finanziari	225
IV	L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori	227
1	Gli accertamenti ispettivi	227
2	L'attività sanzionatoria	230

3	I provvedimenti in materia di abusi di mercato	231
4	I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari	234
5	I provvedimenti relativi agli emittenti	238
V	L'attività regolamentare e interpretativa	242
1	Il recepimento della normativa comunitaria	242
2	L'attuazione della normativa nazionale	246
3	La revisione dei regolamenti Consob	248
VI	Le relazioni internazionali	251
1	La cooperazione internazionale	251
2	L'attività nell'ambito dell'Unione Europea	252
3	L'attività nell'ambito della <i>European Securities Market Authority</i> (Esma)	255
4	L'attività nell'ambito dell' <i>International Organization of Securities Commissions</i> (Iosco) e in altre sedi istituzionali	260
VII	I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob	263
1	Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza	263
2	La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto	269
VIII	La gestione interna e le relazioni con l'esterno	271
1	La gestione finanziaria	271
2	La gestione delle risorse umane	272
3	Le relazioni con l'esterno e l'attività di <i>investor education</i>	276
4	I sistemi informativi	278
D	Informazioni statistiche	
	Indice delle tavole	283
	Tavole statistiche	285
I	I mercati	285
II	La gestione del risparmio e i servizi di investimento	289
III	I bilanci delle società quotate	296
	Note metodologiche	303