

# Relazione per l'anno 2012

Roma, 31 marzo 2013

*Presidente*

**Giuseppe Vegas**

*Componenti*

**Vittorio Conti**

**Michele Pezzinga**

**Paolo Troiano**

*Direttore Generale*

**Gaetano Caputi**

*Segretario Generale*

**Claudio Salini**



---

# CONSOB

---

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

## **Consob**

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

**t** +39.06.84771 centralino

**f** +39.06.8477612

00198 Milano - Via Broletto, 7

**t** +39.02.724201 centralino

**f** +39.02.89010696

**h** [www.consob.it](http://www.consob.it)

**e** [studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it)

stampa [www.revelox.it](http://www.revelox.it)

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione  
a fini didattici e non commerciali,  
a condizione che venga citata la fonte.

ISSN 2282-1392 (online)

ISSN 2281-9452 (stampa)

# Relazione per l'anno 2012

## 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> | 18 |
| III | L'attività regolamentare                        | 34 |
| IV  | Le linee di indirizzo per il 2013               | 40 |

## B L'evoluzione del quadro di riferimento

|     |                                    |     |
|-----|------------------------------------|-----|
| I   | Il quadro macroeconomico           | 53  |
| II  | I mercati                          | 82  |
| III | Le società non finanziarie         | 102 |
| IV  | Le società finanziarie             | 115 |
| V   | Le famiglie e il risparmio gestito | 133 |
| VI  | Il quadro normativo comunitario    | 151 |

## C L'attività della Consob

|      |   |     |
|------|---|-----|
| I    | La vigilanza sui mercati  | 181 |
| II   | La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione                      | 205 |
| III  | La vigilanza sull'informativa societaria                                    | 232 |
| IV   | La vigilanza sugli intermediari   | 256 |
| V    | L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori                         | 274 |
| VI   | L'attività regolamentare  | 291 |
| VII  | I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob                      | 301 |
| VIII | La gestione interna, le relazioni con l'esterno e l'attività internazionale | 310 |

|                    |     |
|--------------------|-----|
| Note metodologiche | 325 |
|--------------------|-----|

|                 |     |
|-----------------|-----|
| Indice generale | 333 |
|-----------------|-----|

## Indice dei riquadri

|    |   |     |
|----|---|-----|
| 1  | La riforma della <i>governance</i> economica europea  | 55  |
| 2  | Le determinanti dello <i>spread</i> dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dei paesi dell'Area euro | 57  |
| 3  | Le economie avanzate esterne all'Area euro: Regno Unito, Stati Uniti e Giappone                           | 69  |
| 4  | Le prospettive di crescita dell'economia cinese   | 71  |
| 5  | La competitività percepita e il tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro e allo yen                  | 76  |
| 6  | I flussi finanziari delle imprese quotate italiane  | 108 |
| 7  | La separazione delle attività delle banche  | 118 |
| 8  | I rischi dell' <i>high frequency trading</i>  | 161 |
| 9  | Il consolidamento delle <i>trading venues</i>   | 184 |
| 10 | La semplificazione delle operazioni di <i>buy back</i> su strumenti finanziari <i>non equity</i>          | 218 |
| 11 | La revisione della direttiva sulla mediazione assicurativa  | 246 |
| 12 | Il contenuto informativo degli studi degli analisti finanziari sulle società <i>small cap</i>             | 250 |
| 13 | La semplificazione della disciplina in materia di emittenti diffusi                                       | 298 |

# Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze

La relazione che segue, riferita all'anno 2012, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che prevede la trasmissione al Ministro dell'Economia e delle Finanze, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dall'Istituto, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire



Le questioni in corso e le linee di indirizzo A







# Il contesto istituzionale ed economico

## 1 La crisi dell'Area euro, la risposta delle istituzioni e le prospettive

Nel corso del 2012 l'evoluzione della crisi dell'Area euro si è connotata per un complessivo, sia pur discontinuo, allentamento delle tensioni sui mercati finanziari anche a seguito di importanti decisioni istituzionali che hanno scongiurato il rischio di disintegrazione della moneta unica. I segnali di distensione si sono, tuttavia, attenuati all'inizio del 2013 a fronte del permanere di numerose fonti di incertezza e di sopraggiunti fattori di vulnerabilità che alimentano significativi rischi al ribasso.

### 1.1 L'evoluzione della crisi e i riflessi sui mercati finanziari

Nel primo trimestre del 2012 i mercati dei titoli governativi dei paesi periferici dell'Area euro hanno mostrato segnali di distensione in seguito all'esito positivo del coinvolgimento del settore privato nella risoluzione della crisi greca, agli interventi nazionali di consolidamento del debito, agli accordi europei relativi ai cosiddetti *six pack* e *fiscal compact* e alle operazioni di rifinanziamento a tre anni (*long term refinancing operations* - Ltro's) effettuate dalla Banca centrale europea (per maggiori dettagli, si veda il successivo paragrafo 1.3 e il capitolo I 'Il quadro macroeconomico').

Dalla fine di marzo, tuttavia, le rinnovate incertezze sul quadro politico e sull'evoluzione della crisi greca e le difficoltà del settore bancario spagnolo hanno determinato un nuovo peggioramento della percezione del rischio sovrano per alcuni paesi e, in particolare, per Spagna e Italia.

Con l'inasprirsi delle tensioni la componente dei rendimenti dei titoli di Stato spiegata dai fondamentali economici e fiscali del paese debitore si è ridimensionata, lasciando spazio a un effetto contagio crescente. Per l'Italia, in particolare, stime sulle determinanti del differenziale di rendimento del Btp decennale rispetto al Bund tedesco mostrano che in media nel 2012 circa 200 punti base sono riconducibili al contagio.

Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, i premi per il rischio sovrano dei paesi in difficoltà sono calati a fronte delle iniziative delle istituzioni europee volte a scongiurare il rischio di disintegrazione della moneta unica, tra le quali l'approvazione, nel mese di luglio, del piano di assistenza finan-

ziaria del sistema bancario spagnolo da parte dei capi di Stato e di Governo dei paesi dell'Unione e l'annuncio, in agosto, da parte della BCE del piano di acquisti sul mercato secondario dei titoli di Stato dei paesi in difficoltà (cosiddetto *Outright Monetary Transactions* - OMT; per maggiori dettagli, si veda il successivo paragrafo 1.3).

Per l'Italia il rendimento del Btp decennale è passato dal 6 per cento dei primi giorni di luglio al 4,5 per cento del 31 dicembre 2012. Ciò nonostante fino alla fine dell'anno gli investitori hanno mostrato un atteggiamento cauto che ha premiato i titoli di Stato francesi e tedeschi: in particolare il rendimento del Bund decennale è rimasto stabilmente sotto il 2 per cento.

Nel corso del 2012 anche l'andamento degli indici azionari ha registrato un significativo livello di discontinuità. Nei primi sei mesi dell'anno gli indici DJ Euro Stoxx e Ftse Mib sono calati, rispettivamente, del 2 e del 5 per cento circa, mentre nella seconda metà dell'anno tali indici sono cresciuti rispettivamente del 16 e del 14 per cento circa.

Tali performance, al pari di quanto verificatosi nel mercato secondario dei titoli governativi, hanno riflesso anche fenomeni di contagio. Durante le fasi più intense della crisi hanno assunto proporzioni significative anche il fenomeno di sottovalutazione dei corsi rispetto ai valori stimati sulla base dei fondamentali e la propensione degli investitori ad adottare strategie di investimento simili o imitative (cosiddetto *herding behaviour*).

L'andamento dei mercati secondari dei titoli governativi e la *performance* dei corsi azionari nell'Area euro hanno continuato a essere caratterizzati da un elevato grado di discontinuità anche nei primi mesi del 2013. Nel complesso la fragilità della crescita delle economie dell'Area e i conseguenti rischi di sostenibilità dei conti pubblici per i paesi più indebitati, il clima di incertezza politica in Italia e l'evoluzione della crisi cipriota hanno ridimensionato i segnali di distensione emersi alla fine del 2012.

Dall'inizio dell'anno l'indice Dow Jones Euro Stoxx ha registrato un lieve calo pari allo 0,5 per cento (mentre il comparto bancario ha perso il 9,1 per cento); in Italia il Ftse Mib è sceso del 5,7 per cento (dati al 28 marzo).

## 1.2 L'impatto sull'economia reale

Secondo gli ultimi dati diffusi dalla Commissione europea la dinamica dell'attività economica dell'Area euro, dopo essersi attestata a -0,6 per cento nel 2012, dovrebbe rimanere negativa anche nell'anno in corso (-0,3 per cento) e mostrare segni di ripresa a partire dal 2014 (+1,4 per cento). Proseguendo una tendenza avviata dal 2010 il ciclo economico dei paesi periferici, ormai in recessione, si è distanziato sempre più da quello dei paesi *core*, che pure sono stati penalizzati dalla debolezza del quadro congiunturale dell'Area euro.

In assenza di una ripresa economica sostenuta e di una normalizzazione delle condizioni sui mercati finanziari, presupposti per la stabilizzazione e il contenimento del costo del debito pubblico, la sostenibilità dei conti pubblici rimane un obiettivo a rischio.

La crisi del debito sovrano, inoltre, ha determinato un deterioramento significativo della posizione finanziaria del settore privato. In particolare per le imprese non finanziarie dell'Area sono aumentate le tensioni sul fronte della sostenibilità del debito rispetto ai margini reddituali; per le società italiane tale fenomeno è riconducibile sia all'incremento dei debiti finanziari sia alla contrazione della redditività. Nel corso del 2012 l'accesso al credito bancario e al mercato obbligazionario hanno evidenziato segnali di distensione per le imprese di grandi dimensioni dell'Area euro, anche se per l'Italia i tassi di interesse bancari continuano ad attestarsi su valori significativamente più elevati rispetto alla media dell'Area e comunque superiori a quelli degli anni precedenti. Inoltre, a fronte di un deterioramento delle condizioni reddituali e finanziarie più pronunciato di quello mediamente rilevato per le altre imprese dell'Area euro, le società industriali italiane si caratterizzano per una maggiore percezione del rischio di credito da parte del mercato (sebbene essa sia risultata in calo negli ultimi mesi del 2012).

Il canale di trasmissione preponderante del rischio sovrano all'economia reale è rappresentato, come noto, dai fattori che hanno inciso sulla situazione finanziaria, patrimoniale e di liquidità delle banche, dato che nell'Area euro le banche costituiscono la principale fonte di finanziamento di imprese e famiglie.

In conseguenza dell'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato, gli istituti bancari, infatti, sono esposti a un peggioramento dei costi di rifinanziamento sul mercato, a fronte degli stretti e diretti collegamenti tra il proprio rischio di credito e il rischio di credito degli emittenti sovrani.

Tali collegamenti sono accentuati dalla presenza nel portafoglio delle banche di quote consistenti di obbligazioni pubbliche, per motivi di investimento e come fonte primaria di garanzia nei mercati pronti contro termine. In questo contesto le tensioni sul mercato secondario dei titoli di Stato si riflettono in maniera avversa sulla capacità di provvista degli istituti creditizi sia sul mercato interbancario (a fronte anche di un aumento dei margini richiesti) sia sul mercato obbligazionario (i rendimenti dei titoli pubblici domestici sono, infatti, un tasso di riferimento per i rendimenti dei titoli privati). Anche la parte più stabile della raccolta, ossia i depositi, può subire una riduzione se famiglie e imprese ritirano fondi come reazione alla minore solidità finanziaria delle banche.

Le condizioni del mercato dei titoli pubblici incidono, attraverso l'effetto prezzo, anche sulla qualità degli attivi bancari, amplificandone il deterioramento dovuto al peggioramento della qualità del credito derivante dall'impatto del ciclo economico sulla solvibilità dei clienti bancari.

Le circostanze menzionate hanno acuito le difficoltà sperimentate dalle banche alimentando il *credit crunch*, soprattutto nei paesi più esposti alla crisi (come Italia e Spagna), e gli effetti reali della crisi del debito sovrano.

### 1.3 La risposta delle istituzioni

Nel corso del 2012 le condizioni di mercato eccezionali generate dalla crisi del debito sovrano hanno ostacolato la trasmissione all'economia reale delle azioni di stimolo adottate dalla BCE. In particolare la frammentazione del mercato finanziario unico ha impedito alle misure di politica monetaria di generare un miglioramento delle condizioni di accesso al finanziamento per le banche dei paesi più esposti alla crisi e, di conseguenza, di favorire una riduzione del costo dei prestiti bancari a famiglie e imprese a beneficio dell'economia reale.

Per ripristinare i normali canali di trasmissione della politica monetaria, superando la frammentazione dei mercati monetari e finanziari dell'Area, la BCE ha annunciato, ad agosto 2012, e poi definito, nel successivo settembre, un programma di acquisto sul mercato secondario di titoli pubblici aventi scadenza residua massima pari a 3 anni (OMT). Contestualmente la BCE ha concluso il *Securities Market Program* (SMP), per mezzo del quale ha acquistato, tra l'altro, titoli di Stato italiani con una maturità residua media di 4 anni e mezzo, per un valore pari a 102,8 miliardi di euro (47 per cento del totale titoli acquistati).

La principale criticità dell'OMT è legata alla necessità di mitigare il rischio di azzardo morale da parte dei paesi che ne facciano richiesta. La BCE intende contrastare tale rischio subordinando l'accesso al programma a condizionalità stringenti, in termini di risanamento dei conti pubblici, e alla sospensione del programma nel caso di inadempienza. Affinché tale correzione funzioni, tuttavia, è necessario che il paese assistito possa ripristinare la sostenibilità del debito applicando misure di stabilizzazione dei conti pubblici che non ne compromettano la crescita; diversamente la condizionalità prevista dalla BCE finirebbe con il minare l'efficacia del programma OMT. Inoltre la Banca centrale non ha gli strumenti per indurre i singoli paesi ad agire in modo virtuoso né sul piano delle scelte di finanza pubblica né sul piano della vigilanza delle banche, che attualmente è condotta a livello domestico dalle autorità nazionali, con approcci e assetti istituzionali molto diversi fra i vari paesi dell'Unione.

Tali criticità dovrebbero essere mitigate, tuttavia, da un lato dalla riforma della *governance* economica europea, che introduce un rigoroso controllo dei conti pubblici da parte di tutti i paesi membri, dall'altro dall'attuazione del progetto di supervisione bancaria europea (*Single Supervision Mechanism* - SSM), che prevede l'assegnazione alla BCE della

vigilanza sulle banche dei paesi dell'Area euro (ed eventualmente di altre economie europee che intendano aderire).

Quanto al primo punto, il processo di riforma della *governance* economica europea è stato avviato nel novembre 2011 con l'approvazione in via definitiva di tre regolamenti nell'ambito di un pacchetto complessivo di sei atti legislativi (il cosiddetto *six pack*). Accanto a tali misure, la Commissione europea aveva inoltre presentato ulteriori proposte, il cosiddetto *two pack*, con l'obiettivo di completare e rafforzare il *six pack*, rendendo più efficaci sia la procedura del semestre europeo sia la parte preventiva e correttiva del Patto di stabilità e crescita. Dopo una lunga fase di definizione dei due Regolamenti che costituiscono il *two pack*, il Parlamento europeo ha approvato un testo comune definito in sede di trilogio il 12 marzo 2013.

Quanto al secondo punto, il progetto SSM, come noto, assegna alla BCE la vigilanza sulle banche secondo un percorso graduale (a partire dal 1° marzo 2014 o dodici mesi dopo l'entrata in vigore del SSM). Il 19 marzo il Parlamento e il Consiglio europeo hanno raggiunto un accordo sul SSM. Il trasferimento delle funzioni di vigilanza bancaria alla BCE costituisce un presupposto necessario affinché l'*European Stability Mechanism* (ESM) possa intervenire in modo diretto nella ricapitalizzazione degli istituti di credito in crisi.

## 1.4 Le prospettive

Le prospettive dell'attività economica dell'Area euro rimangono incerte. La fase recessiva che caratterizza i paesi periferici mette a repentaglio il consolidamento dei conti pubblici e ne amplifica la vulnerabilità a rinnovate tensioni dei mercati finanziari. Inoltre la sostenibilità dei conti pubblici nei paesi periferici potrebbe richiedere ulteriori significativi aggiustamenti anche in scenari positivi di crescita e stabilità dei tassi di interesse.

Esercizi di simulazione indicano che in uno scenario negativo di perdurante crescita nulla e tassi di interesse superiori di 100 punti base a quelli attuali il rapporto debito/Pil continuerebbe a crescere per Spagna e Portogallo e si porterebbe al 125 per cento per l'Italia entro il 2020. In uno scenario positivo con tassi di interesse costanti ai valori attuali e tasso di crescita pari all'uno per cento il rapporto debito/Pil seguirebbe una dinamica discendente per alcuni paesi, tra i quali l'Italia, mentre continuerebbe a crescere per la Spagna. Quindi, anche in uno scenario di crescita moderata e tassi costanti, la stabilizzazione dei conti pubblici potrebbe richiedere ulteriori misure di consolidamento fiscale. In particolare, finché i tassi di interesse continuano a essere superiori al tasso di crescita del Pil, la stabilizzazione dei conti pubblici richiede il conseguimento e il mantenimento di avanzi primari. Ad esempio, esercizi di simulazione indicano che per portare il rapporto debito/Pil al 60 per cento in 20 anni sarebbe necessario un incremento dell'avanzo primario che nello scenario peggiore oscillerebbe attorno al 6 per cento del Pil per la Spagna e quasi il 3 per cento per la Francia, attestandosi per l'Italia attorno al 2 per cento. Nello scenario positivo l'Italia, che ha già avviato importanti riforme strutturali, dovrebbe intervenire in misura marginale (0,1 per cento).

I paesi *core*, che in alcuni casi stanno già sperimentando un significativo rallentamento della domanda interna, sono inoltre esposti alla contrazione dell'interscambio commerciale all'interno dell'Area, la cui importanza è cresciuta a partire dall'introduzione della moneta unica diventando, così, un importante canale di propagazione degli shock.

Per l'Area euro l'incertezza che domina l'attività economica globale costituisce un ulteriore fattore di rischio, soprattutto per le ripercussioni che potranno derivarne sulla dinamica delle esportazioni verso il resto del mondo e per l'esposizione a eventuali svalutazioni competitive che potrebbero essere intraprese da alcuni paesi in risposta alla debolezza dell'attività economica.

Il forte deprezzamento dello yen, iniziato nel novembre 2012, e la recente svolta nella politica monetaria della Banca centrale del Giappone hanno alimentato i timori di una guerra valutaria. Le maggiori economie hanno ribadito (con comunicati del G7 e del G20) che il cambio deve essere determinato liberamente dai mercati valutari e che politiche monetarie volte a sostenere svalutazioni competitive sono inappropriate. Nel medio periodo dovrebbe proseguire il deprezzamento dello yen, sia nei confronti dell'euro, grazie alla progressiva stabilizzazione dell'attività dell'Area, sia nei confronti del dollaro, destinato ad apprezzarsi anche nei confronti della moneta unica qualora la Federal Reserve, reputando robusta la crescita dell'economia statunitense, decida di ridurre gradualmente gli attuali stimoli monetari.

Un ulteriore fattore di rischio per la ripresa dell'Area euro è la perdurante frammentazione del sistema finanziario, come testimoniato soprattutto dalla divaricazione delle condizioni di erogazione del credito bancario al settore privato tra economie periferiche ed economie *core*. Per i paesi in difficoltà il ripristino del canale di trasmissione della *stance* espansiva della politica monetaria al settore reale, tramite un aumento del credito bancario all'economia, resta ancora difficile a causa delle tensioni che le banche stanno sperimentando sul fronte della redditività (in un contesto di bassi tassi di interesse), della provvista e del deterioramento degli attivi legato al peggioramento della qualità del credito.

La debolezza dell'attività economica e i riflessi sulla redditività e sulla solvibilità delle società quotate rendono i mercati azionari vulnerabili a fenomeni di contagio. La crisi cipriota ha determinato nuove tensioni, interrompendo i segnali di normalizzazione dei mercati manifestatisi a fine 2012.

## 2 L'evoluzione del quadro normativo europeo

Nel corso del 2012 il quadro normativo europeo ha continuato a evolversi lungo gli indirizzi individuati dal G20 e promossi dal *Financial Stability Board* in risposta alla crisi finanziaria internazionale. Tali indirizzi concorrono a guidare anche il processo di revisione delle direttive del *Financial Services Action Plan* (FSAP), teso a colmare lacune e criticità eviden-

ziate dall'esperienza applicativa o emerse a fronte delle dinamiche strutturali dei mercati intervenute successivamente all'attuazione della legislazione comunitaria (per maggiori dettagli si veda il capitolo VI '*Il quadro normativo comunitario*').

Le iniziative in materia di mercati mobiliari avviate in risposta alla crisi hanno ricondotto nel perimetro della regolamentazione mercati opachi, molto interconnessi e connotati da prodotti complessi, e pratiche operative attraverso le quali gli operatori avevano potuto espandere, in maniera non trasparente, il ricorso al debito o l'esposizione a rischi di credito, di controparte e di mercato. Nel corso del 2012 hanno così trovato compimento disposizioni e linee di indirizzo in materia di prodotti finanziari derivati (scambiati prevalentemente *Over the counter* - Otc), vendite allo scoperto, *exchange traded funds* (Etf) e *hedge funds*. Inoltre è stato ultimato un nuovo intervento in materia di agenzie di rating finalizzato, tra l'altro, a un progressivo allentamento dell'affidamento riposto nei rating e all'introduzione di norme in materia di trasparenza e conflitto di interessi.

Alcune delle misure menzionate hanno trovato spazio nell'ambito di regolamenti comunitari che, coerentemente con l'approccio di armonizzazione massima seguito anche nell'ambito della revisione delle direttive del FSAP, sono direttamente applicabili negli ordinamenti degli Stati membri; l'effettiva entrata in vigore dei regolamenti è talvolta subordinata all'adozione di misure attuative tuttora in corso di definizione. Altre iniziative hanno fatto capo all'ESMA, che ha pubblicato orientamenti subito recepiti dalle autorità degli Stati membri.

Nel corso del 2012 sono entrati in vigore il Regolamento EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) e il Regolamento su vendite allo scoperto e taluni aspetti dei Cds (cosiddetto Regolamento *Short selling*).

Il Regolamento EMIR, la cui effettiva entrata in vigore dipende da una serie di misure in corso di elaborazione in sede ESMA, accresce la trasparenza del mercato e quindi la capacità delle autorità di vigilanza di disporre di un quadro completo sulla distribuzione dei rischi all'interno del sistema finanziario, imponendo l'obbligo di comunicazione di tutti i contratti derivati conclusi, anche non Otc, a repertori di dati sulle negoziazioni (*trade repositories*) soggetti a registrazione e vigilanza da parte dell'ESMA. Il Regolamento, inoltre, introduce un obbligo di compensazione e garanzia (tramite il ricorso a una controparte centrale autorizzata o riconosciuta ai sensi della disciplina dettata da EMIR) per tutti i contratti derivati Otc che presentino determinate caratteristiche in termini di standardizzazione, volume e liquidità, con l'obiettivo di arginare i riflessi sistemici dell'insolvenza di un operatore in derivati Otc.

Il Regolamento *Short selling* permette alle autorità di vigilanza di individuare le posizioni nette corte che potrebbero avere un impatto sulla stabilità dei mercati, introducendo un obbligo di notifica nei loro confronti e, al ricorrere di talune condizioni, un obbligo di trasparenza anche nei confronti del mercato. Un ulteriore presidio alla stabilità è rappresentato, inoltre, da talune restrizioni relative alle ven-

dite allo scoperto. Il Regolamento, inoltre, legittima l'adozione di misure straordinarie da parte delle autorità nazionali competenti sotto il coordinamento dell'ESMA, alla quale è attribuito anche un potere di intervento diretto.

Un'altra importante iniziativa ha riguardato gli Etf, sui quali un gruppo di lavoro dell'ESMA, presieduto dalla Consob, ha formulato linee di indirizzo in punto di trasparenza della documentazione d'offerta e indicazioni sulle modalità di gestione e diversificazione del rischio. Tali orientamenti, pubblicati nel dicembre 2012, sono stati recepiti dalla Consob nello scorso mese di febbraio.

La Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (cosiddetta AIFMD) mira a contenere i rischi per la stabilità del sistema finanziario assoggettando gli *hedge funds* a una disciplina armonizzata in materia di gestione dei conflitti di interessi, trasparenza, gestione dei rischi e ricorso alla leva finanziaria. Peraltro il regime comunitario è in gran parte coerente con la disciplina già adottata in ambito nazionale.

Nel gennaio 2013 si è concluso anche l'iter di approvazione del nuovo testo di Regolamento in materia di agenzie di rating. Le nuove disposizioni mirano, anzitutto, a ridurre l'eccessivo affidamento sui giudizi di rating, anche attraverso la progressiva eliminazione dei riferimenti contenuti nella normativa comunitaria e nelle misure (regolamenti e orientamenti) promananti dalle *European Supervisory Authorities* (ESAs) e dallo *European Systemic Risk Board* (ESRB). Sono state contemplate, poi, misure in materia di rating sul debito sovrano, tese a contenere gli effetti sul mercato di cambiamenti dei giudizi; divieti e regole di trasparenza in materia di conflitti di interessi legati alla struttura dell'azionariato; un regime di responsabilità civile delle agenzie.

Un'area di rilievo che ha visto il recente intervento della Commissione europea è quella relativa al miglioramento delle regole sulla *governance* delle società quotate. In particolare la Commissione ha pubblicato, a fine 2012, il «*Piano d'azione sul diritto europeo delle società e sul governo societario*», che fa seguito al Libro verde in materia di governo societario del 2011. Tale iniziativa estende a tutte le società l'approccio che, all'indomani della crisi, aveva dato impulso, in ambito sia nazionale sia comunitario, all'adozione di provvedimenti diretti agli intermediari finanziari e finalizzati al rafforzamento del governo societario e alla correzione delle distorsioni derivanti da un sistema di incentivi orientato al breve periodo.

In particolare il Piano prevede misure volte a incrementare la trasparenza su aree ritenute particolarmente sensibili, quali la politica di *board diversity* e di gestione del rischio, l'adesione alle previsioni dei codici di autodisciplina, le politiche in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti. Il documento contempla, inoltre, misure volte a favorire un maggiore coinvolgimento degli azionisti nella vita societaria, prevedendo ad esempio un loro intervento in materia di operazioni con parti correlate o di remunerazioni.



L'ordinamento italiano è già in linea con molte delle previsioni contenute nel Piano, anche se interventi migliorativi sono auspicabili rispetto al livello di trasparenza sulla politica di *board diversity* e all'adesione alle previsioni dell'autodisciplina.

Nel corso del 2012 si sono registrati, inoltre, significativi progressi anche rispetto all'innalzamento del livello delle tutele dei risparmiatori mediante il potenziamento del ruolo dell'informazione e dei presidi organizzativi, di *governance* e delle regole di condotta degli intermediari.

In materia di trasparenza informativa le disposizioni attuative della Direttiva Prospetto segnano un importante passaggio verso la maggiore comparabilità da parte degli investitori di strumenti finanziari omogenei; esse, inoltre, contribuiscono a ridurre gli spazi per arbitraggi fra giurisdizioni in un mercato dei capitali integrato, nel quale l'utilizzo del passaporto europeo consente a intermediari ed emittenti di raccogliere risorse nei paesi comunitari rimanendo sottoposti agli standard di vigilanza del paese di origine.

In particolare il Regolamento 486/2012 ha introdotto uno schema di nota di sintesi (*summary*), individuando le cosiddette 'informazioni chiave' (*key information*) che devono essere riportate nello schema e le modalità di rappresentazione delle medesime. Una maggiore standardizzazione e comparabilità della documentazione d'offerta è stata operata anche tramite la definizione di criteri puntuali per la ripartizione delle informazioni fra prospetto di base e condizioni definitive (*final terms*). Tali previsioni, unitamente all'obbligo di trasmissione dei *final terms* all'autorità competente del paese nel quale vengono collocati i prodotti oggetto di offerte transfrontaliere, agevoleranno l'individuazione delle caratteristiche degli strumenti finanziari 'passaportati' distribuiti sul mercato nazionale.

Nel processo di armonizzazione degli standard di *disclosure* delle caratteristiche dei prodotti finanziari si annovera anche la proposta della Commissione europea relativa a un regolamento in materia di informazioni chiave sui prodotti di investimento presentata nel 2012.

Tale proposta, che si inserisce nel solco dei lavori avviati a partire dal 2009 sui prodotti di investimento al dettaglio *pre-assemblati* (cosiddetti *packaged retail investment product* - PRIPs), intende introdurre regole uniformi in materia di formato e contenuto del *key information document* (KID), che deve essere redatto dal produttore dello strumento. Essa, inoltre, prevede un obbligo di consegna del documento agli investitori *retail* a carico dell'intermediario distributore o del produttore, ove quest'ultimo distribuisca direttamente il prodotto. La proposta si ispira, sotto molti profili, alle innovazioni introdotte dalla Direttiva UCITS IV e dalle relative misure di implementazione con riguardo al KIID. Anche gli Oicr armonizzati (oggetto della Direttiva richiamata) dovrebbero ricadere nel perimetro applicativo del Regolamento sui prodotti di investimento, sebbene dopo un periodo transitorio di cinque anni.

Il processo di innovazione della MiFID mira a rafforzare le tutele agendo sia sulla definizione di precisi requisiti organizzativi e di *governance* sia sul rispetto di rigorose regole di condotta, secondo un approccio che la Consob ha più volte indicato come rilevante ai fini della effettiva transizione dell'industria dell'intermediazione mobiliare da un assetto orientato all'attività distributiva a un modello di *business* fondato sul servizio alla clientela.

Vanno in questa direzione le misure che ribadiscono la necessità di un diretto coinvolgimento degli organi di vertice dell'intermediario nella definizione delle principali leve gestionali che concorrono alla definizione degli indirizzi strategici e commerciali, in termini di prodotti e servizi offerti, al fine di assicurarne la compatibilità con gli obblighi di correttezza e trasparenza dei comportamenti nella relazione 'di servizio' con la clientela.

Sono, altresì, significative e in linea con le posizioni della Consob le previsioni in materia di regole di condotta relative alla 'consulenza indipendente', individuata come *species* distinta all'interno del *genus* 'consulenza', nonché l'applicazione della MiFID alla distribuzione da parte di imprese di investimento e intermediari bancari di strumenti finanziari di propria emissione. Quest'ultima proposta è coerente con l'impostazione seguita dalla Consob in ambito domestico, caratterizzato da un'elevata propensione degli investitori *retail* all'investimento diretto in prodotti con elevato rischio di liquidità, come le obbligazioni bancarie, e da una strutturale e significativa dipendenza degli istituti di credito dalla raccolta obbligazionaria.

Anche le linee guida in tema di valutazione di adeguatezza, pubblicate dall'ESMA e recepite dalla Consob nel 2012, si pongono in linea con gli orientamenti già maturati in ambito nazionale, costituendo, per taluni profili, un rafforzamento dell'interpretazione dei precetti comunitari resa dalla Consob nell'ambito dei lavori di 'livello 3'.

È questo il caso, tra gli altri, relativo alle modalità di valutazione dell'adeguatezza aventi ad oggetto prodotti finanziari illiquidi. L'approccio seguito dall'ESMA risulta coerente con i chiarimenti interpretativi già resi dalla Consob con la comunicazione del 2009 recante «*Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*».

La proposta di revisione della MiFID introduce novità importanti anche in tema di vigilanza sugli strumenti finanziari. Essa prevede, infatti, l'attribuzione alle autorità nazionali e all'ESMA del potere di bloccare la distribuzione di prodotti che possono minacciare la protezione degli investitori, l'ordinato funzionamento del mercato o la stabilità del sistema finanziario di uno o più paesi dell'Unione Europea (cosiddetta *product intervention*). La Consob sta già realizzando un sistema per valorizzare le informazioni relative alle caratteristiche degli strumenti finanziari cosiddetti *non equity* contenute nei prospetti informativi, allo scopo di individuare i prodotti che, per la loro complessità e rischiosità, possono rendere necessari tempestivi interventi di vigilanza sui comportamenti di intermediari-emittenti e distributori.

In materia di disciplina dei mercati il processo di innovazione della MiFID è senz'altro in linea con la posizione già adottata dalla Consob in sede domestica per quanto riguarda l'estensione della disciplina della trasparenza alle transazioni aventi ad oggetto strumenti non azionari. Parimenti condivisibile è l'attenzione riservata ai sistemi di negoziazione altamente automatizzati, rispetto ai quali la proposta di revisione della Direttiva prevede anche la conversione degli orientamenti in materia pubblicati dall'ESMA nel 2011 (e recepiti dalla Consob nel 2012) in più precise e stringenti regole di livello 2. Elementi di perplessità permangono, invece, relativamente alle disposizioni che confermano un eccessivo utilizzo e un'ingiustificata ampiezza delle deroghe al regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione.

L'impegno del legislatore comunitario nella definizione di regole che consentano di presidiare i fenomeni innovativi (di prodotto e di processo) secondo un approccio di armonizzazione massima lascia aperto il tema delle difformità nei modelli di supervisione e nelle prassi di vigilanza di ciascuna autorità nazionale dei vari paesi membri.

Le regole in quanto tali, infatti, contribuiscono solo in parte alla definizione delle condizioni di tutela degli investitori. Anche le differenze negli approcci di vigilanza domestici possono indurre disomogeneità nel campo delle tutele, incentivando l'industria finanziaria a insediarsi nelle giurisdizioni dell'UE ritenute più permissive e consentendo poi di operare in ambito transfrontaliero in libera prestazione di servizi sotto la vigilanza del paese di provenienza. La mancanza di attribuzioni alle autorità europee di reali compiti di vigilanza (ad eccezione dell'ESMA con riferimento alle agenzie di *rating*, infrastrutture di mercato e taluni soggetti con una forte connotazione *cross-border*) acuisce le criticità, soprattutto in caso di transazioni che coinvolgono soggetti residenti in paesi diversi dell'UE. Ciò sollecita azioni più decise per una rapida convergenza su *best practices* condivise anche in materia di vigilanza ed *enforcement*.

La Consob si sta adoperando lungo queste direttrici anche per meglio contribuire ai lavori che accompagnano l'evoluzione dell'assetto regolamentare europeo, portando ai tavoli di discussione gli orientamenti e gli approcci che sono maturati nel tempo in Italia, alla luce delle caratteristiche del nostro sistema tra cui spicca il marcato orientamento *retail*.

Parallelamente la Consob si sta impegnando per un più intenso confronto con le altre autorità sulle rispettive politiche e prassi di vigilanza, ispettive e sanzionatorie, per un allineamento che aiuti a contenere i rischi di arbitraggio (*supervisory arbitrage*) e a promuovere una convergenza sulle *best practices* internazionali. In un mercato europeo dei capitali sempre più integrato questo passaggio è cruciale per garantire un sistema di tutele che di fatto non discrimini tra i consumatori/risparmiatori dei diversi paesi europei.

### 3 Le iniziative per il rilancio del mercato azionario italiano

L'incertezza sulle prospettive di crescita dell'Area euro si riflette sulle dinamiche della raccolta di fondi sul mercato dei capitali e delle operazioni di ammissione a quotazione. Le risorse raccolte dalle imprese di nuova quotazione sulle principali borse internazionali, dopo i segnali di ripresa registrati nel 2010 e 2011, hanno nuovamente subito un calo nel 2012. Inoltre, come si evince dalla dinamica dei flussi di investimento derivanti dalle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione, nel 2012 è aumentato il divario tra il mercato statunitense e quello europeo.

Nel contesto italiano lo scarso sviluppo del mercato azionario continua a rappresentare una fonte di debolezza dell'economia.

Alla fine del 2012 il numero di società domestiche quotate sul Mercato telematico azionario (Mta) è risultato pari a 249, in calo rispetto al 2011 (257 società), mentre la capitalizzazione è lievemente cresciuta sia in valore assoluto (da 332 miliardi di euro nel 2011 a 365) sia in rapporto al Pil (da circa il 21 a poco meno del 23 per cento). La raccolta complessiva di capitali sui mercati azionari è diminuita del 22 per cento circa. In linea con quanto già osservato nel 2011 l'emissione di titoli offerti in sottoscrizione da parte di società già quotate ha costituito il principale canale di raccolta, mentre risulta persistentemente contenuto il numero di IPO (per maggiori dettagli si veda il capitolo III *'La vigilanza sull'informativa societaria'*).

Le ragioni dello scarso sviluppo della Borsa nel nostro Paese sono molteplici. Anzitutto l'elevata frammentazione del sistema produttivo italiano, costituito in prevalenza da imprese di piccole e medie dimensioni, penalizza l'accesso ai mercati finanziari e individua nel credito bancario la principale fonte di finanziamento. Nell'attuale fase congiunturale tale circostanza ha acuito la fragilità finanziaria delle piccole e medie imprese, esposte alla contrazione del credito bancario conseguente all'acuirsi della crisi del debito sovrano e alla necessità delle banche di adeguarsi a più elevati standard di patrimonializzazione.

In secondo luogo permane poco sviluppato il ruolo degli investitori specializzati nell'investimento in capitale di rischio delle piccole e medie imprese (*private equity* e *venture capital*), specie in quelle più giovani e innovative operanti nei settori tecnologicamente più avanzati.

Al fine di potenziare il ruolo del mercato azionario la Consob ha avviato un lungo e intenso confronto con tutte le parti interessate e un progetto di revisione complessiva della regolamentazione domestica, teso a ridurre gli oneri a carico degli emittenti quotati, mantenendo inalterati i livelli di tutela degli investitori, e ad avvicinare le imprese ai mercati azionari.

La Commissione, inoltre, ha costituito il Gruppo di lavoro 'Ammissione alla quotazione delle PMI: interventi di incentivazione, ruolo dei mercati

e degli operatori', attribuendogli il compito di elaborare proposte volte a dare impulso a un'interazione virtuosa tra il settore privato e quello pubblico, a incentivare l'apertura delle imprese al mercato del capitale di rischio e a rafforzare il ruolo degli investitori istituzionali.

Il Gruppo di lavoro, a cui hanno partecipato i principali operatori del mercato italiano, ha dato vita al progetto 'PiùBorsa' tramite la sottoscrizione di un memorandum d'intesa contenente impegni e misure volte a promuovere una comune linea d'azione per lo sviluppo del mercato mobiliare nazionale. Particolare attenzione è stata dedicata al tema dei costi a carico delle società interessate al mercato; sono stati esaminati, inoltre, gli strumenti utili a diffondere efficacemente l'informazione in merito alle potenzialità di crescita offerte dal mercato dei capitali. Sebbene su iniziativa degli operatori di mercato siano state già realizzate diverse iniziative in tal senso, sono stati programmati ulteriori interventi di *education* e *scouting*, tesi alla ricerca e alla selezione delle migliori imprese potenzialmente quotabili. In particolare è stato definito un 'percorso guidato' trasparente di assistenza alla quotazione e di incentivi e agevolazioni per le imprese interessate. Infine è stata prevista la strutturazione di un mercato per le PMI e dei servizi connessi alla permanenza nelle negoziazioni.

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

### 1 La vigilanza sull'informativa finanziaria

Nel corso del 2012 il deterioramento del quadro congiunturale e l'aumento dell'incertezza hanno reso necessario il potenziamento dei controlli informativi sulle poste di bilancio più sensibili alla crisi e sulle stime e previsioni formulate dagli emittenti per la redazione della documentazione finanziaria. A tal fine è stata riservata particolare attenzione agli elementi informativi acquisiti dalle società di revisione e dagli organi di controllo interno, anche attraverso la rimodulazione dell'informazione periodica richiesta ai revisori.

La vigilanza si è concentrata, inoltre, sul settore bancario e finanziario, in ragione della sua significativa esposizione agli sviluppi della crisi del debito sovrano e del suo peso sulla capitalizzazione di borsa. L'Istituto ha monitorato l'informativa finanziaria dei principali emittenti bancari quotati, con particolare riferimento ai piani previsionali finalizzati al recupero di redditività e ai piani di rafforzamento patrimoniale adottati dalle banche in adempimento alla raccomandazione EBA. È stato, inoltre, condotto un esame comparativo delle informazioni fornite dai vari emittenti in tema di *impairment test* (secondo le previsioni dello IAS 36) e di rischi finanziari (secondo le previsioni degli IAS 39 e 32 e IFRS 7).

Tra le attività di vigilanza finalizzate alla verifica della corretta applicazione dei principi contabili internazionali, è da annoverare l'esercizio dei poteri di cui all'art. 154-ter, comma 7 del Tuf da parte della Commissione nei confronti dei tre emittenti quotati del gruppo Premafin (Fondiaria Sai Spa, Milano Assicurazioni Spa e Premafin HdP Spa), con particolare riferimento alla contabilizzazione delle riserve tecniche, nonché di Unipol Gruppo Finanziario Spa in ordine alla non corretta rilevazione di alcuni strumenti finanziari di debito, definiti 'strutturati'.

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

Nel corso del 2012 l'Istituto ha svolto un'intensa vigilanza su importanti operazioni con parti correlate al fine di verificare la corretta appli-

cazione sul piano sostanziale, procedurale e dei profili di trasparenza delle previsioni del relativo Regolamento.

Alcune di queste operazioni hanno comportato il riassetto del controllo di grandi gruppi quotati, come nel caso del progetto di integrazione dei gruppi Premafin e Unipol attraverso la fusione in Fondiaria-Sai Spa delle altre società del gruppo Premafin e di Unipol Assicurazioni Spa (descritto più avanti).

Un altro esempio significativo di operazioni con parti correlate è stata l'acquisizione da parte di Parmalat Spa di Lactalis American Group Inc, società controllata dal primo azionista della stessa Parmalat.

Le richieste informative hanno riguardato la valutazione delle *sinergie* industriali attese e di potenziali operazioni alternative, l'indipendenza degli *advisor* e le metodologie di valutazione utilizzate per la determinazione del corrispettivo. Tali richieste erano finalizzate a garantire al mercato una più completa trasparenza sulle informazioni e considerazioni poste alla base della valutazione da parte del consiglio di amministrazione e del comitato di amministratori indipendenti dell'interesse di Parmalat al compimento dell'operazione e della convenienza e correttezza delle relative condizioni.

Un ulteriore aspetto oggetto di attenzione della vigilanza è stata la corretta applicazione della facoltà di esenzione prevista per operazioni ordinarie e a condizioni di mercato concluse con parti correlate. Alcune delle comunicazioni ricevute dalla Consob su tali operazioni (quando di maggiore rilevanza) evidenziano come vi siano ancora difficoltà nella corretta classificazione delle operazioni ordinarie, afferenti cioè *«all'ordinario esercizio dell'attività operativa e della connessa attività finanziaria»*.

Nel corso del 2012 la Consob ha proseguito il monitoraggio, avviato a partire dal 2011, dello svolgimento dei lavori delle assemblee di alcune società quotate e delle modalità di partecipazione realmente offerte agli azionisti di minoranza. Il personale dell'Istituto ha così partecipato, in qualità di mero uditor e all'insaputa degli azionisti, alle assemblee caratterizzate da deliberazioni o vicende societarie complesse, quali deliberazioni connesse a situazioni di crisi o relative alla promozione di azioni di responsabilità, nomina degli organi sociali con presentazione di più liste, sollecitazioni di deleghe di voto. Quest'ultimo istituto è risultato, anche nel 2012, uno strumento di partecipazione degli azionisti alla vita sociale ampiamente utilizzato, grazie alle modifiche legislative introdotte in occasione del recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti.

In proposito appare di particolare interesse la contesa, realizzatasi anche tramite lo strumento della sollecitazione di deleghe, per la nomina dell'organo amministrativo di Impregilo Spa tra i due azionisti Igli Spa e Salini Spa, titolari entrambi del 29 per cento circa del capitale della società. In questa occasione la Consob è intervenuta con richieste di integrazione dei prospetti di sollecitazione affinché fosse

fornita, tra l'altro, un'informazione più completa sui potenziali conflitti di interessi dei promotori.

L'anno 2012 ha visto la prima applicazione delle nuove norme in tema di relazione sulla remunerazione delle società quotate, la quale racchiude l'illustrazione sia della politica retributiva adottata dalla società sia dei compensi corrisposti ai membri degli organi sociali e ai dirigenti con responsabilità strategiche. Il quadro che emerge dall'applicazione delle nuove regole mostra un notevole miglioramento della trasparenza su tali tematiche, in particolar modo sulle retribuzioni corrisposte.

Nel corso dell'anno l'Istituto si è anche adoperato per favorire la più tempestiva valutazione da parte dei sindaci dei profili di potenziale maggiore criticità della *governance* delle società quotate e l'adempimento, in via preventiva e continuativa, dei doveri di vigilanza a cui essi sono tenuti ai sensi della legge.

A tal fine la Consob ha formulato, nei confronti degli organi di controllo, richieste informative per acquisire le considerazioni dei sindaci sull'osservanza da parte degli amministratori di specifiche disposizioni e prassi, con particolare riferimento alla verifica della sussistenza dei requisiti di indipendenza degli amministratori e dell'applicazione delle regole di correttezza sostanziale e procedurale nonché di trasparenza in occasione di importanti operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza. Inoltre, nel corso di vicende societarie che potevano configurare casi di *mala gestio*, i collegi sindacali sono stati destinatari di richieste informative, alla Consob e al mercato, in ordine alle verifiche svolte e all'intenzione di promuovere l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori.

Nel corso del 2012 sono stati avviati, inoltre, alcuni rilevanti procedimenti sanzionatori nei confronti degli organi di controllo per violazioni nell'adempimento dei doveri di vigilanza previsti dall'art. 149, comma 1, del Tuf, in particolare di quelli riguardanti l'osservanza da parte degli amministratori della legge e dei principi di corretta amministrazione, la concreta attuazione delle regole di governo societario adottate in adesione al Codice di autodisciplina nonché l'adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema di controllo interno. Le contestazioni riguardano principalmente violazioni dei doveri di vigilanza dei sindaci riscontrate in operazioni con parti correlate di particolare rilevanza.

La maggior parte delle offerte pubbliche di acquisto svoltesi nel 2012 sono state promosse dai soggetti che già detenevano una partecipazione superiore al 30 per cento (7 su un totale di 9). Si è trattato pertanto di offerte cosiddette 'interne' che, seppure non qualificabili in senso tecnico come operazioni con parti correlate, sollevano analoghe esigenze di tutela delle minoranze dati i legami che esistono tra offerente e società *target*.

Per queste offerte le norme previste dal Regolamento Emittenti (art. 39-*bis*) prevedono l'adozione di particolari presidi che consistono, da un lato, nella predisposizione da parte degli amministratori indipendenti dell'emitten-



te di un parere motivato contenente le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo offerto, e, dall'altro, nell'applicazione del cosiddetto 'second round', ossia la riapertura dei termini dell'offerta in situazioni di successo dell'offerta.

L'esperienza applicativa mostra come il parere degli amministratori indipendenti costituisca uno strumento importante di arricchimento del patrimonio informativo offerto ai destinatari dell'offerta, soprattutto nei casi in cui essi si avvalgano di un esperto indipendente. Anche l'introduzione della riapertura dell'offerta si è dimostrato uno strumento utile a ridurre la 'pressione a vendere' cui sono sottoposti i destinatari delle offerte promosse da un soggetto insider, consentendo di valutare l'opportunità di adesione alla luce dei risultati della prima fase.

Tra i casi di vigilanza più significativi del 2012 si annovera la complessa operazione di cessione e scambio di partecipazioni azionarie comportante, tra l'altro, l'acquisto del controllo indiretto di Edison da parte della francese Edf. In tale ambito la Commissione si è espressa in merito alla congruità, ai fini della successiva Opa obbligatoria, del prezzo attribuito alle azioni Edison dall'offerente.

In particolare, considerate le peculiarità della struttura dell'operazione, la Commissione ha ritenuto coerente con la nozione di 'prezzo pagato' di cui all'art. 106, comma 2, del Tuf, l'attribuzione alle azioni Edison di un valore unitario intermedio compreso tra 0,84 e 0,95 euro. Pertanto, a seguito della valorizzazione, da parte dei soggetti coinvolti nell'operazione, di ciascuna azione Edison in misura pari a 0,89 euro, la Commissione ha confermato la congruità del suddetto prezzo con il dato normativo e ha ritenuto che non sussistevano elementi tali da far ritenere che tale prezzo dovesse essere aumentato in forza degli artt. 47-*septies* e 47-*octies* del Regolamento Emittenti (ossia casi di pattuizione per l'acquisto di titoli a prezzi più elevati ovvero di collusione tra offerente e venditori). Con riferimento alla medesima vicenda, la Commissione si è anche pronunciata, con delibera 18290 del 25 luglio 2012, in merito all'istanza, formulata dalla società Carlo Tassara, volta a ottenere l'incremento del prezzo dell'Opa totalitaria promossa da Transalpina di Energia; al riguardo, la Commissione ha ritenuto che non sussistevano elementi tali da far ritenere che il prezzo dell'Opa dovesse essere rettificato in aumento ai sensi degli artt. 106, terzo comma, lett. d), numero 2), del Tuf e 47-*octies*, del Regolamento Emittenti.

Nel corso dell'anno, nel contesto della perdurante situazione di crisi, sono stati esaminati molteplici casi di applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di Opa cosiddetta da salvataggio a complesse operazioni di ristrutturazione societaria, che prevedevano il superamento della soglia del 30 per cento a seguito di interventi di rafforzamento patrimoniale di emittenti che versavano in stato di tensione finanziaria. In taluni casi l'esenzione ha trovato applicazione con l'adozione della delibera assembleare di aumento di capitale con il meccanismo del cosiddetto 'whitewash', ossia con il voto favorevole della maggioranza degli azionisti di minoranza o comunque indipendenti.

Un caso emblematico che anche nel corso del 2012 ha impegnato l'Istituto per molteplici profili di vigilanza è quello relativo al progetto di integrazione dei gruppi Premafin e Unipol attraverso la fusione in Fondiaria-Sai Spa delle altre società del gruppo Premafin e di Unipol Assicurazioni Spa.

Posto che la fusione in oggetto rappresenta un'operazione con parte correlata per Premafin, Fondiaria-Sai e Milano Assicurazioni, la Consob è intervenuta con numerose richieste informative nei confronti delle società interessate, in particolar modo di Fondiaria-Sai e Milano Assicurazioni che sono state coinvolte nell'operazione per scelta della controllante Premafin.

L'attività di vigilanza si è concentrata su molteplici aspetti: la valutazione della sussistenza dei requisiti di indipendenza in capo ai membri del comitato di amministratori chiamato a esaminare l'operazione; il tempestivo coinvolgimento di tale comitato fin dalle prime fasi di definizione del progetto di integrazione, fasi che precedono l'individuazione dei rapporti di concambio; l'adozione da parte di Fondiaria-Sai delle medesime procedure per la valutazione della proposta concorrente rispetto a quella sottoscritta dall'azionista di riferimento, al fine di limitare il rischio che i legami con quest'ultimo condizionassero la valutazione di operazioni alternative proposte da soggetti terzi. Su tali profili la Consob ha sollecitato gli organi di controllo a valutare la corretta applicazione delle procedure, stimolando, come nel caso del collegio sindacale di Fondiaria-Sai, l'individuazione di alcune criticità (indipendenza degli amministratori) e la richiesta del medesimo organo di controllo di riesaminare l'operazione a seguito dei mutamenti della composizione del comitato.

In secondo luogo, la Consob è stata chiamata a valutare la sussistenza di obblighi di Opa su Premafin, Fondiaria-Sai e Milano Assicurazioni, in relazione alla proposta di Ugf di acquisire il controllo del gruppo Fonsai.

La Commissione ha ritenuto applicabile, all'acquisto da parte di Ugf del controllo diretto di Premafin, l'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2, del Regolamento Emittenti (acquisto della partecipazione tramite aumento di capitale riservato in presenza di un piano di ristrutturazione attestato), a condizione che non fosse concesso da Ugf alcun beneficio agli azionisti di controllo uscenti; in secondo luogo, preso atto delle richieste indirizzate dall'Isvap (ora Ivass) a Premafin e a Fondiaria Sai volte al rafforzamento patrimoniale di quest'ultima al fine di prevenire il ricorso a procedure concorsuali, si è espressa in favore dell'applicabilità, all'acquisto indiretto da parte di Ugf di una partecipazione in Fondiaria Sai superiore al 30 per cento, dell'ipotesi di esenzione disciplinata dall'art. 49, comma 1, lett. b), n. 1, punto (iii), del Regolamento Emittenti. Inoltre, con riguardo all'ulteriore acquisto indiretto da parte di Ugf del controllo di diritto di Milano Assicurazioni, la Commissione non ha ritenuto sussistenti le condizioni previste dall'art. 45, del Regolamento Emittenti per il sorgere dell'obbligo di Opa cosiddetta a cascata. Infine, alla fase finale dell'operazione, consistente nella fusione per incorporazione di Premafin, Milano e Unipol Assicurazioni in Fondiaria Sai e nel conseguente incremento della partecipazione detenuta da Ugf in Fondiaria Sai post fusione in misura superiore al 5 per cento nell'arco dei dodici mesi, la Commissione – a condizione che l'Ivass in sede di autorizzazione della fusione considerasse la medesima strumentale rispetto al rafforzamento

patrimoniale di Fondiaria – ha ritenuto non applicabile a tale incremento la disciplina dell'obbligo di Opa cosiddetta da consolidamento e si è espressa in favore dell'applicabilità dell'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. b), n. 1, (iii), del Regolamento Emittenti.

Infine l'attività di vigilanza, che si è avvalsa anche della cooperazione internazionale di altre autorità estere, ha portato all'individuazione di partecipazioni complessive pari a circa il 20 per cento del capitale di Premafin, detenute nel corso del tempo da un ampio sistema di *trusts*, costituiti dal gruppo di controllo della società, e dei quali è stata accertata una sostanziale continuità e unitarietà di indirizzo. Conseguentemente è stata effettuata una segnalazione alla Procura competente che ha poi disposto il sequestro delle quote.

### 3 La vigilanza sulle società di revisione

Nel corso del 2012 è stato abolito l'Albo speciale delle società di revisione tenuto dalla Consob, ai sensi dell'art. 161 del Tuf, ed è stato avviato il Registro unico dei revisori legali, tenuto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (Mef), a seguito dell'emanazione della relativa disciplina attuativa del d.lgs. 39/2010 da parte del Mef.

Tale innovazione comporta cambiamenti significativi nell'attività di vigilanza dell'Istituto. In base alla nuova normativa tutti i soggetti iscritti nel Registro possono svolgere incarichi sui cosiddetti enti di interesse pubblico (Pie) e in quanto tali ricadere sotto la vigilanza della Consob, che si estende anche a tutti i lavori di revisione legale svolti da revisori di Pie.

La Consob dovrà vigilare, pertanto, su un insieme 'variabile' di soggetti, nell'ambito di quelli iscritti al Registro unico gestito dal Mef, individuati in funzione degli incarichi su Pie. Il nuovo sistema di vigilanza, fondato sulla coesistenza di due autorità (il Mef per i revisori di soggetti non Pie e la Consob per i revisori di Pie), richiede un'intensa collaborazione in materia di regolamentazione, vigilanza e disegno dei flussi informativi da e verso i soggetti vigilati e tra le due Autorità.

Nel corso del 2012 è proseguita l'attività di controllo sulle società di revisione in precedenza iscritte all'Albo Consob (automaticamente confluite nel nuovo Registro Unico) attraverso interventi di tipo preventivo e di *enforcement*. I primi si riferiscono ai cosiddetti 'controlli di qualità' che, in continuità con l'approccio di vigilanza seguito negli anni precedenti, sono stati mirati a verificare l'adeguatezza del sistema procedurale adottato dalle società per garantire la qualità dei servizi professionali resi al mercato, nel rispetto dei principi contenuti nel Documento n. 220 (avente ad oggetto «// controllo della qualità del lavoro di revisione contabile»). Ai controlli di qualità, indirizzati primariamente alla formulazione di raccomandazioni e solo in via residuale a provvedimenti sanzionatori, si è affiancata, come di consueto,

la verifica dell'operato del revisore e, in presenza di gravi irregolarità tecniche, l'adozione di più opportuni provvedimenti sanzionatori.

Il primo ciclo di controlli di qualità, conclusosi di recente, è stato realizzato attraverso interventi modulati su base dimensionale. 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.

Il nuovo ciclo di controlli, avviato nel corso del 2012, prevede anche per le società di revisione di grandi e medie dimensioni lo svolgimento di verifiche su un campione di incarichi. Poiché tali società sono caratterizzate da sistemi organizzativi, procedurali e di controllo particolarmente strutturati, il modello di campionamento adottato non copre tutti i *partners* ma è coerente con un approccio *'risk based'*, che tiene conto di una serie di fattori di rischio individuati in base all'esperienza operativa maturata sinora oltreché delle modalità di selezione adottate dalle autorità di vigilanza dei principali paesi europei. Il modello di campionamento è stato già applicato a tre società di revisione; i controlli sugli incarichi così selezionati sono attualmente in corso.

I fattori di rischio identificati riguardano profili legati alla dimensione degli incarichi svolti e ad alcuni rischi tipici di *audit*. In tale ambito sono stati tenuti in forte considerazione i fattori che possono ridurre o comunque condizionare l'indipendenza di giudizio del revisore, così come quelli che possono condizionare la qualità del lavoro, in termini di possibile *'inadeguatezza'* quali/quantitativa della prestazione professionale fornita dal *team* incaricato.

Sull'attività di revisione possono, infatti, incidere pressioni commerciali, non essendo preclusa la possibilità di prestare servizi diversi dalla revisione legale nei confronti del medesimo cliente di *audit*, purché non riconducibili alle tipologie vietate dalla normativa di riferimento, ovvero fattori di contenimento dei *'costi della prestazione'* e di conseguente massimizzazione dei margini economici provenienti dallo svolgimento di tale attività.

## 4 La vigilanza sui mercati

### 4.1 L'ordinato svolgimento delle negoziazioni

Nel corso del 2012 la Consob ha posto in essere numerose iniziative, in ambito sia domestico sia internazionale, in materia di regolamentazione e vigilanza dei sistemi altamente automatizzati. In particolare l'Istituto, secondo quanto previsto dalla regolamentazione europea, ha dato tempestiva attuazione ai già citati Orientamenti ESMA in materia di sistemi e controlli per i soggetti vigilati (intermediari e piattaforme di negoziazione) interessati dalla negoziazione in ambienti fortemente automatizzati (recepiti dalla

Consob con comunicazione DME/12027074 del 4 aprile 2012). Al recepimento di tali linee guida è seguita un'intensa attività di vigilanza tesa a verificare gli adeguamenti di tipo organizzativo e operativo posti in essere dai soggetti vigilati a seguito dell'emanazione degli Orientamenti, nonché le aree di criticità che hanno richiesto ulteriori aggiustamenti per il corretto adempimento di quanto previsto dal documento ESMA. La Consob ha, inoltre, segnalato a Borsa Italiana l'opportunità di un continuo monitoraggio della capacità delle infrastrutture di mercato di gestire il crescente numero di ordini e messaggi operativi derivanti dall'operatività degli *high frequency traders*.

Nel corso dell'anno l'Istituto ha svolto la consueta attività di controllo sul regolare svolgimento delle negoziazioni, anche intervenendo, nei momenti caratterizzati da un'elevata volatilità dei prezzi e in stretto coordinamento con Borsa Italiana, ai fini della sospensione delle negoziazioni per brevi periodi. Nel mese di luglio 2012, tenuto conto della straordinarietà delle condizioni di mercato, la Commissione ha inoltre deciso l'adozione di misure restrittive eccezionali sulle vendite allo scoperto su società del comparto finanziario. Le restrizioni sono state rimosse il successivo 14 settembre, in seguito al venir meno delle condizioni di turbolenza.

In tema di abusi di mercato la vigilanza si è avvalsa, come di consueto, dello strumento delle indagini preliminari al fine di giungere a una più efficace e rapida selezione dei casi da approfondire in una successiva fase di accertamento: in particolare sono state svolte analisi preliminari su 208 casi (a fronte dei 157 nel 2011), di cui 76 relative a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, 104 a ipotesi di manipolazione operativa e 28 di manipolazione informativa. Nel corso dell'anno l'Istituto ha concluso 26 indagini in materia di abusi di mercato e ha formulato ipotesi di illeciti amministrativi in 12 casi, relativi prevalentemente ad abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato di tipo operativo. Le risultanze delle indagini sono state trasmesse all'Autorità Giudiziaria in otto casi (due per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e sei per ipotesi di manipolazione del mercato).

Nel corso del 2012 l'Istituto ha proseguito l'attività di confronto con l'industria sul tema dell'obbligo di segnalazioni delle operazioni sospette, al fine di potenziare l'attività di individuazione di condotte di abuso. Rispetto agli anni precedenti la Commissione ha ricevuto un numero inferiore di segnalazioni, che tuttavia si sono caratterizzate per un livello qualitativo più elevato. In diverse occasioni, inoltre, gli intermediari sono stati invitati a richiamare l'attenzione della clientela sul rispetto delle norme.

## 4.2 L'integrità informativa del mercato

L'attività di vigilanza volta a prevenire e rimuovere eventuali asimmetrie informative che possono alterare il regolare andamento delle negoziazioni si è basata, come di consueto, sulla costante verifica delle potenziali

anomalie e l'immediata adozione di interventi atti a ripristinare l'integrità informativa del mercato. L'azione di controllo è stata maggiormente intensa in corrispondenza di vicende societarie particolarmente complesse, come quelle che hanno comportato mutamenti degli assetti di controllo o che riguardavano emittenti in difficoltà finanziaria, al fine di garantire un'adeguata e tempestiva informazione al pubblico e verificare possibili profili di illecito (anche con riferimento ad abusi di mercato).

In particolare, il monitoraggio ha riguardato l'andamento delle quotazioni e dei volumi scambiati sul mercato e le informazioni diffuse al pubblico, con riferimento agli strumenti finanziari quotati, sia dagli stessi emittenti sia dagli organi di stampa o da soggetti specializzati, che producono studi e raccomandazioni per gli investitori, sia dalle agenzie di rating.

L'Istituto ha operato in stretto contatto con la società di gestione del mercato, al fine di porre in essere interventi a tutela del corretto andamento delle negoziazioni, tra i quali la sospensione dalla quotazione per periodi brevi (*trading halt*), la sospensione dalla quotazione in attesa di comunicazioni societarie di rilievo ovvero la sospensione dalla quotazione a tempo indeterminato, nel caso di strumenti finanziari emessi da società sottoposte a procedure concorsuali o in gravi situazioni di crisi.

L'attività della Commissione finalizzata al ripristino della parità informativa si è sostanziata in 25 richieste rivolte agli emittenti quotati, e talvolta ai rispettivi controllanti, di comunicazione al pubblico di informazioni che, a parere della Consob, era necessario fornire al fine della compiuta valutazione degli eventi societari e, quindi, della corretta formazione delle decisioni di investimento da parte dei soggetti che operano sul mercato. In alcuni casi tali interventi sono stati preceduti da richieste di trasmissione di informazioni agli stessi uffici della Consob, indirizzate alle società quotate, ai loro controllanti, ai componenti degli organi di governo e di controllo, nonché alle società di revisione (47 in tutto); in altri casi, le informazioni sono state assunte nel corso di apposite audizioni (complessivamente 6).

In conseguenza delle recenti modifiche al Regolamento Emittenti con le quali è stato abrogato l'obbligo per gli emittenti di commento ai *rumors*, nel corso del 2012, la Commissione ha richiesto di commentare le notizie relative a determinati eventi societari solo quando esse segnalavano una rottura della riservatezza, con il risultato di accrescere le incertezze e la volatilità delle quotazioni. Al fine di garantire un efficiente flusso di informazioni, si è tuttavia tenuto conto anche dell'esigenza di contenere la diffusione di informazioni ridondanti, non sufficientemente specifiche e, pertanto, non utili per una corretta formazione delle aspettative degli investitori.

Nel corso del 2012 la Consob ha proseguito la propria attività di monitoraggio degli effetti sul mercato della diffusione dei giudizi di rating. In tale ambito, sono state segnalate all'ESMA, ai sensi del Regolamento comunitario, alcune possibili violazioni dello stesso Regolamento inerenti all'elaborazione e alla diffusione di giudizi e di *outlooks* sul debito sovrano italiano e sulle maggiori banche italiane da parte di alcune agenzie di rating internazionali.

Inoltre, con riferimento ad alcuni di questi casi, la Consob ha anche verificato la correttezza del quadro informativo e l'operatività posta in essere sul mercato in concomitanza della diffusione dei giudizi di rating e di *outlooks*, al fine di individuare comportamenti che potessero integrare ipotesi di abuso di mercato sotto forma di manipolazione informativa o di abuso di informazioni privilegiate. Tale attività di vigilanza si è anche esplicitata in frequenti scambi di informazioni con le competenti Procure della Repubblica, che stanno svolgendo indagini penali in merito ad alcuni dei casi sopra evidenziati.

Nel corso dell'anno si è conclusa, con la concessione della registrazione, l'attività di verifica della conformità al Regolamento europeo 1060/2009 dell'istanza presentata dall'agenzia di rating italiana Cerved Group Spa, ancora soggetta alle norme originarie del suddetto Regolamento (poi modificato nel 2011), che attribuiva le competenze in materia di registrazione alle autorità di vigilanza nazionali.

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

La possibilità di attingere a un set informativo completo sui prodotti finanziari, organizzato nella forma del prospetto informativo, è un valido elemento a supporto delle scelte di investimento da parte dei risparmiatori. Tale presidio di trasparenza costituisce una condizione necessaria, ma non sufficiente per la sostanziale tutela degli investitori, soprattutto *retail*. Il contatto fra investitore e prodotto finanziario è quasi sempre mediato dalla presenza di un operatore professionale.

Nei rapporti fra intermediario e clientela *retail* i presidi di trasparenza non sono da soli in grado di tutelare il cliente e ciò soprattutto nel contesto del mercato finanziario italiano, in cui più accentuata è la funzione 'di filtro' fra investitore e soluzioni di investimento svolta dagli intermediari.

In forza del ruolo rivestito e del rapporto fiduciario instaurato con il cliente, l'intermediario è in grado di orientare in maniera incisiva e preponderante le scelte di investimento dei risparmiatori con la definizione e l'attivazione di specifiche strategie e delle relative leve commerciali (catalogo prodotti, *budget*, incentivazione del personale), trovandosi peraltro spesso in una situazione di conflitto di interessi in qualità di emittente/distributore.

Nell'ambito delle proprie competenze di vigilanza sugli intermediari, la Consob ha quindi da tempo attivato iniziative per verificare il rispetto delle regole di condotta, di precisi requisiti organizzativi e di *governance* (presidi di correttezza), volte ad assicurare il perseguimento del miglior interesse del cliente.

Nel corso dell'anno è continuata la focalizzazione della vigilanza sulle modalità di effettiva gestione dei conflitti di interesse, specie nella fase

di distribuzione di prodotti finanziari di propria emissione da parte delle banche.

In tale contesto è stata di recente avviata una revisione e integrazione dei modelli di analisi adottati, al fine di considerare, in un più articolato sistema di indicatori di attenzione, dettagliate informazioni sui prodotti oggetto di offerta da parte degli intermediari, che vengono acquisite dalla Consob nel corso delle istruttorie condotte per l'approvazione dei prospetti informativi.

In particolare nel corso del 2012 è stato realizzato un sistema di analisi delle informazioni relative alle caratteristiche degli strumenti finanziari cosiddetti *non equity*, contenute nei documenti di offerta trasmessi alla Consob. Tale sistema è teso a rilevare prodotti ad alta complessità/rischiosità, suscettibili di richiedere tempestivi interventi di vigilanza sugli intermediari-emittenti e/o sui distributori, a protezione degli investitori. Lo sviluppo di questo modello di analisi è stato reso possibile anche dalla maggiore completezza dell'insieme informativo disponibile per le offerte di prodotti *non equity* che si svolgono in Italia, a seguito dell'entrata in vigore, dal 1° luglio 2012, dell'obbligo di trasmissione alla Consob anche delle condizioni definitive concernenti le offerte effettuate a valere sui prospetti passaportati (si veda il precedente capitolo I).

Le menzionate informazioni, per natura preventive e tempestive rispetto alla fase di distribuzione, sono utilizzate per contribuire all'ulteriore ravvicinamento e focalizzazione degli interventi di vigilanza sugli intermediari che offrono i prodotti ai clienti, in una logica *risk based*.

I dati sulle emissioni possono, infatti, costituire, pur nel rispetto delle diverse logiche e prerogative sottese all'esercizio della vigilanza sugli intermediari rispetto alle verifiche sulle offerte al pubblico, uno dei possibili presupposti fattuali da prendere in considerazione nella valutazione della relazione degli intermediari con la propria clientela su cui si fonda il controllo di correttezza comportamentale.

Offerte di prodotti particolarmente complessi, per importi rilevanti o comunque connotati da specifici conflitti di interesse possono, infatti, porre sotto stress le procedure predisposte dall'intermediario emittente/distributore a presidio del corretto svolgimento della relazione con il cliente nell'ambito della prestazione di servizi di investimento.

In tali casi la vigilanza sugli intermediari attiva specifiche iniziative volte a monitorare, ove possibile in una logica preventiva, le modalità di distribuzione adottate dagli operatori, con richieste di dati e notizie, confronti con gli esponenti aziendali e, se del caso, verifiche ispettive.

Questa modalità di azione della vigilanza pone le basi per poter attuare, una volta definite, le previsioni oggi contenute nel documento di revisione della Direttiva MiFID, con riguardo alla potestà da attribuirsi alle autorità nazionali (e all'ESMA) di bloccare la distribuzione di prodotti che



possono minacciare la protezione degli investitori, l'ordinato funzionamento del mercato o la stabilità del sistema finanziario di uno o più paesi dell'Unione Europea.

## 6 La vigilanza sulla gestione collettiva del risparmio

Nel corso del 2012 la vigilanza sui fondi comuni aperti si è concentrata sui fondi cosiddetti 'a cedola', ossia sui fondi obbligazionari caratterizzati da una distribuzione periodica all'investitore di una cedola connessa al rendimento del portafoglio.

L'esame delle caratteristiche dei fondi a cedola ha riguardato anzitutto la loro classificazione secondo la normativa UCITS IV: in tale ottica si è ritenuto che essi siano riconducibili alla categoria *total return*, ovvero dei fondi la cui politica d'investimento si propone come obiettivo l'ottimizzazione del profilo di rendimento. Si è poi proceduto a verificare la corretta esplicitazione nella documentazione di offerta (KIID e prospetto) degli elementi informativi relativi alla politica di investimento. A tal proposito si è ritenuto che debba essere esplicitata la possibilità che, in determinate condizioni di mercato, il pagamento su base periodica della cedola possa essere assicurato solo mediante il parziale rimborso del capitale investito (con connessa riduzione del Nav del fondo). L'ultimo profilo di analisi ha riguardato l'attività pubblicitaria effettuata dalle Sgr, allo scopo di verificare che essa trasmettesse agli investitori gli elementi caratterizzanti la politica di investimento in modo corretto.

L'Istituto ha proseguito, inoltre, il monitoraggio sul comparto dei fondi immobiliari. L'attuale quadro congiunturale pone gli intermediari gestori nella situazione di dover fronteggiare sia una contrazione del valore degli attivi sia una maggiore illiquidità degli stessi. Tali circostanze incidono negativamente sulle aspettative di rendimento degli investitori e potrebbero ripercuotersi sul rispetto dei tempi di scadenza dei fondi e, quindi, di rimborso agli investitori stessi. In considerazione di tali condizioni di mercato nel 2012 la Consob ha proseguito, di concerto con la Banca d'Italia, l'azione di vigilanza relativa al processo di valutazione dei beni immobili in portafoglio nelle diverse fasi del processo decisionale di investimento e disinvestimento.

Dopo aver esaminato i processi di valutazione adottati dalle Sgr in conformità alla comunicazione congiunta Consob-Banca d'Italia del 29 luglio 2010, l'Istituto ha svolto ulteriori approfondimenti sulla concreta attuazione di tali processi, al fine di meglio individuare i ruoli e le responsabilità dei soggetti che intervengono nell'attività di valutazione, i relativi flussi informativi e i presidi di controllo di ciascuna Sgr. Nell'ambito di tale attività di vigilanza ci si è avvalsi anche della cooperazione delle società di revisione, che sono state chiamate a effettuare approfondite verifiche in materia, nell'ambito del lavoro di *audit* sui rendiconti dei fondi al 31 dicembre 2011.

Considerato, inoltre, l'approssimarsi della scadenza di un rilevante numero di fondi immobiliari, è stata avviata un'attività di controllo sul pro-

cesso di investimento degli intermediari gestori di fondi destinati al pubblico *retail*, al fine di verificare l'attenta pianificazione delle attività di dismissione dei patrimoni.

## 7 L'attività di *enforcement*

Nel 2012 l'attività di *enforcement* della Consob è proseguita in modo incisivo con particolare riguardo a quelle condotte illecite che, in quanto connotate da particolare gravità, possono rappresentare una minaccia all'integrità dei mercati finanziari e alla fiducia degli investitori ancor più in fasi congiunturali negative come quella in corso.

In particolare sono stati assunti 12 provvedimenti sanzionatori per violazione della normativa in materia di abusi di mercato, di cui sei concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate. Le sanzioni pecuniarie applicate, per un importo pari complessivamente a 3,3 milioni di euro, hanno riguardato 16 soggetti; sono state inoltre accertate violazioni dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (cosiddetta 'responsabilità dell'ente'), a fronte delle quali sono state comminate sanzioni per 450 mila euro.

I procedimenti concernenti violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare, conclusi nel 2012 con l'adozione di provvedimenti sanzionatori, sono stati in totale sette e hanno riguardato tre imprese di investimento comunitarie, due banche e due Sgr. Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 1,47 milioni di euro, sono state comminate nei confronti di 26 esponenti aziendali.

Con riferimento ai promotori finanziari, sono stati adottati complessivamente 85 provvedimenti sanzionatori, di cui 70 radiazioni dall'albo, 14 sospensioni a tempo determinato (da minimo un mese a massimo quattro mesi) e una sanzione pecuniaria. Sono state, inoltre, effettuate 38 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 2012 sono stati in tutto 54, a fronte dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per un importo complessivo pari a circa 4,4 milioni di euro.

## 8 Ipotesi di revisione del regime sanzionatorio

Al fine di rendere sempre più efficiente l'utilizzo dello strumento sanzionatorio, e dunque più tempestiva ed efficace la risposta sanzionatoria alla commissione di illeciti, è auspicabile una riforma della disciplina legislativa in materia sanzionatoria con riguardo a diverse aree.

Sarebbe opportuno, anzitutto, giungere all'adozione di misure deflattive del contenzioso e alla revisione dei limiti edittali delle sanzioni irrogabili in presenza di condotte illecite di minore gravità e dannosità per il mercato.

Relativamente al contenzioso connesso ai provvedimenti sanzionatori e con riguardo, in particolare, alla giurisdizione sulle opposizioni alle sanzioni proposte dalle parti, nel secondo semestre del 2012 è stata adottata una rilevante pronuncia da parte della Corte Costituzionale (sentenza n. 162 del 27 giugno 2012). Segnatamente la Consulta ha dichiarato l'illegittimità costituzionale delle norme del Codice del Processo amministrativo che avevano affidato alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo le controversie in materia di sanzioni irrogate dalla Consob. Per effetto di ciò la competenza in tale materia, a decorrere da luglio 2012, è tornata alle Corti d'Appello competenti per territorio, avendo ripreso pieno vigore le disposizioni del Tuf previgenti alla riforma del Codice del processo amministrativo che disponevano in tal senso.

Per quanto attiene, invece, a possibili interventi riformatori in materia di limiti edittali delle sanzioni previste dal Tuf, alcuni di essi – come si è già avuto modo di segnalare in occasione di precedenti Relazioni annuali – nei loro importi minimi possono rivelarsi in concreto eccessivamente afflittivi rispetto alla gravità dei fatti rilevati. Ciò vale ad esempio con riguardo alla sanzione prevista dall'art. 191 in materia di offerte al pubblico abusive (la disposizione stabilisce infatti che laddove il controvalore offerto sia determinabile, la sanzione non possa essere inferiore a un quarto del controvalore offerto) nonché con riferimento ai minimi edittali previsti dall'art. 193 per la violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti nel capitale di emittenti quotati e, più in generale, di informativa societaria.

Risulta altresì auspicabile un intervento riformatore dei minimi edittali previsti dagli artt. 187-*bis* (*insider trading*) e 187-*ter* (manipolazione del mercato), nonché dall'art. 187-*quinquiesdecies* (ostacolo all'azione di vigilanza della Consob). Anche in questo caso la reazione sanzionatoria, ove pur contenuta nel minimo edittale, potrebbe infatti risultare sproporzionata rispetto alla gravità delle condotte illecite accertate. Dovrebbe poi essere oggetto di riforma l'attuale disciplina della confisca obbligatoria (art. 187-*sexies*), suscettibile di rivelarsi anch'essa particolarmente afflittiva e non proporzionata alla effettiva gravità dell'illecito accertato. La riforma, sulla scia degli spunti offerti di recente dalla Corte Costituzionale (sentenza n. 252 del 5 novembre 2012), potrebbe muoversi nella direzione della graduabilità del *quantum* della confisca da parte dell'Amministrazione procedente.

Tali previsioni modificative, disciplinate al fine di preservare la capacità afflittiva e deterrente dell'azione sanzionatoria, assicurerebbero un sistema più flessibile, in grado di modulare l'azione di *enforcement* della Consob garantendo, al contempo, maggiore tempestività all'azione amministrativa.

La corretta applicazione della regolamentazione in materia di operazioni con parti correlate è emersa come area cruciale dell'*enforcement* nell'ambito del governo societario, in particolare per quanto riguarda la correttezza sostanziale e procedurale di tali operazioni. Il Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate è stato adottato in attuazione di una norma del codice civile (2391-*bis*), introdotta dalla riforma del diritto societario, che non ha tuttavia attribuito all'Istituto alcuno specifico potere sanzionatorio né configurato specifici reati per la violazione di tale disciplina (diversamente da quanto previsto per violazione dell'art. 2391 del codice civile in materia di interessi degli amministratori). Ne consegue che, in caso di violazione delle regole di correttezza procedurale e sostanziale adottate ai sensi del Regolamento citato, fermi i poteri sanzionatori per la violazione degli obblighi di trasparenza previsti in attuazione dell'art. 114 del Tuf, la Consob può attivare poteri sanzionatori solo nei confronti degli organi di controllo delle società quotate, per violazioni del dovere di vigilanza sull'applicazione della legge previsto dall'art. 149, comma 1, del Tuf.

Il quadro delineato affievolisce notevolmente l'efficacia dell'*enforcement* sulla regolamentazione che non appare sufficientemente esteso e dissuasivo. Da un lato, il potere sanzionatorio amministrativo è limitato alle operazioni con parti correlate di cui l'organo di controllo è venuto a conoscenza e rispetto alle quali gli stessi sindaci non si siano attivati per impedire o rimuovere criticità o per segnalare le stesse alla Consob. Dall'altro lato, l'attuale quadro sanzionatorio non appare sufficientemente dissuasivo tanto nei confronti di coloro che sono portatori di interessi in conflitto con quello della società, quali i titolari di deleghe gestionali gestione che hanno promosso operazioni non rispondenti all'interesse della società, quanto nei confronti degli amministratori indipendenti a cui la regolamentazione attribuisce un ruolo centrale nella verifica della correttezza sostanziale dell'operazione. Per un'efficace vigilanza sarebbe, pertanto, auspicabile la previsione di una specifica sanzione amministrativa pecuniaria nei confronti degli amministratori delle società quotate per la violazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate di cui al combinato disposto dell'art. 2391-*bis* del codice civile e del Regolamento Consob di attuazione.

Con riferimento, invece, alla disciplina di trasparenza delle remunerazioni per i componenti degli organi sociali e i dirigenti con responsabilità strategiche delle società quotate, nel 2012 ha avuto prima applicazione l'obbligo per gli emittenti di pubblicare la relazione sulla remunerazione, documento che illustra la politica retributiva degli amministratori e dei suddetti dirigenti e sui compensi effettivamente corrisposti. Anche in questo caso l'introduzione dell'art. 123-*ter* del Tuf, che ha imposto la redazione di tale relazione, non è stata accompagnata dalla previsione di alcuna specifica sanzione. Alla luce della rilevanza che un'informativa adeguata in tema di politiche e prassi retributive assume ai fini della corretta informazione degli investitori sul sistema degli incentivi, si ritiene opportuno che nel Tuf sia

prevista una specifica sanzione amministrativa per la violazione degli obblighi informativi previsti dall'art. 123-ter del Tuf e dal Regolamento attuativo.

In un'ottica riformatrice si muove anche la normativa dell'Unione Europea che, in sede di revisione delle direttive di settore, si pone l'obiettivo di introdurre regole minime comuni volte al rafforzamento dei poteri sanzionatori in tutti gli Stati membri, anche al fine di rimuovere possibili fenomeni di arbitraggio regolamentare e possibili minacce all'integrità dei mercati.

Le prospettive di armonizzazione in ambito europeo delle fattispecie sanzionatorie attestano la crescente importanza che va assumendo il tema dell'*enforcement*. È dunque auspicabile che si proceda speditamente in tale direzione. Occorre tuttavia compiere ogni sforzo affinché il negoziato in ambito europeo non sfoci nel riconoscimento per gli Stati membri della mera facoltà, in luogo dell'obbligo, di introdurre norme sanzionatorie amministrative nei casi in cui a livello nazionale siano previste sanzioni penali per i medesimi illeciti.

Una simile previsione vanificherebbe, infatti, l'obiettivo stesso della riforma, ovvero l'armonizzazione dei regimi sanzionatori che, unitamente al loro potenziamento, rappresenta strumento idoneo a contenere il rischio di minacce all'integrità dei mercati finanziari e a sviluppare condizioni di parità nel mercato interno.

# III L'attività regolamentare

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

Nel corso del 2012 l'attività regolamentare dell'Istituto, oltre a essere sollecitata dal recepimento di disposizioni comunitarie, ha dato seguito al progetto di revisione complessiva della regolamentazione domestica, avviata nel 2011 allo scopo di semplificare la normativa i cui oneri risultino superiori ai relativi benefici. Il processo di revisione continua a essere improntato al principio secondo cui, salvi i 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»*, dapprima previsto dalla legge di stabilità 2012 (legge 12 novembre 2011, n. 183) e, da ultimo, rimarcato dalla legge recante «Norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione Europea» (legge 24 dicembre 2012, n. 234).

Nella prospettiva di diminuzione degli oneri a carico dei destinatari e di semplificazione degli adempimenti normativi sono da collocare le modifiche che si apportano al Regolamento Emittenti, e da ultime, quelle aventi ad oggetto l'appello al pubblico risparmio, il coordinamento delle disposizioni regolamentari con le ultime modifiche legislative apportate al Tuf nonché altre modifiche, ad esempio, in materia di offerte pubbliche di acquisto.

In particolare gli interventi in materia di prospetti di offerta sono prevalentemente conseguenti all'aggiornamento del quadro normativo dell'Unione Europea e, in particolare, allo spostamento di norme dalla Direttiva Prospetto al Regolamento (CE) 809/2004, con l'effetto che queste ultime sono diventate direttamente applicabili negli ordinamenti nazionali, senza necessità di un loro recepimento in fonti normative interne. A fronte dell'attuale diversa collocazione si è reso necessario intervenire per apportare al Regolamento Emittenti i doverosi adeguamenti.

È stata inoltre modificata la disciplina in materia di giudizi di equivalenza (art. 57 Regolamento Emittenti) anche in punto di tempistica dell'istruttoria. In tale materia l'approccio seguito continua a essere di tipo caso per caso, per tener conto della specificità dell'operazione e dei soggetti in essa coinvolti, e a non richiedere la previsione di un apposito schema-tipo.

Un ulteriore ordine di modifiche ha riguardato, infine, l'offerta di OICR armonizzati di diritto italiano, introdotte per assicurare la piena coerenza del Regolamento Emittenti con alcune indicazioni interpretative fornite dall'ESMA sulla medesima materia attraverso gli Orientamenti del 18 dicembre 2012 e con la 'Q&A n. 2d.', di recente introdotta nelle Q&A ESMA/2012/592, in base alla quale l'obbligo di consegna del KIID deve assolversi nei confronti di tutti gli investitori, anche se qualificati.

Al fine di tener conto delle modifiche subite dal Tuf per effetto dei numerosi interventi legislativi che, di recente, si sono succeduti si è provveduto a determinare l'abrogazione espressa delle disposizioni regolamentari che sanciscono gli obblighi di pubblicazione delle informazioni *price sensitive* in capo a soggetti controllanti nonché di quelle relative alla revisione legale dei conti già abrogate implicitamente per effetto del d.lgs. 39/2010, recante attuazione della Direttiva 2006/43/CE.

A seguito delle modifiche conseguenti al d.lgs. del 18 giugno 2012, n. 91 (cosiddetto correttivo '*Shareholders rights*') si è resa necessaria una rilettura delle disposizioni attuative delle deleghe previste dal decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27, con cui è stata recepita la Direttiva *Shareholders rights*, al fine di apportare i necessari interventi. In particolare, dal momento che la modifica dell'art. 135-*bis*, comma 1, del Tuf (ad opera dall'art. 3 del citato decreto correttivo), ha reso sostanzialmente omogenea la disciplina della convocazione assembleare per le società di scopo mutualistico (cooperative) e quella prevista per le società di natura lucrativa (società quotate), si è proceduto all'abrogazione esplicita delle norme regolamentari divenute incompatibili.

Un gruppo di modifiche conseguono all'art. 23-*quater* del decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179 (cosiddetto 'decreto crescita') che ha modificato il comma 1 dell'art. 147-*ter* del Tuf, consentendo alle società cooperative di stabilire in via statutaria la quota di partecipazione necessaria per la presentazione delle liste per la nomina dei componenti dell'organo amministrativo, diversamente da quanto previsto per le società di capitali (2,5 per cento del capitale ovvero la misura stabilita dalla Consob).

Nell'ambito delle modifiche apportate al Regolamento Emittenti nell'anno 2012 (cosiddetta Semplificazione fase II) sono state accorpate le disposizioni che prevedevano, per identiche fattispecie, obblighi di comunicazione al pubblico e alla Consob, tenuto conto che, ai sensi dell'art. 65-*septies*, comma 3, del Regolamento Emittenti, le informazioni trasmesse al meccanismo di stoccaggio (cui ha accesso la Consob) si intendono trasmesse anche alla Consob. In considerazione della complessità dell'attuale quadro normativo, è stato modificato il Regolamento Emittenti estendendo, *in subiecta materia*, l'utilizzo dei sistemi di diffusione e stoccaggio, espressamente previsti per la pubblicazione delle informazioni regolamentate, al fine di semplificare l'adempimento degli obblighi per i soggetti vigilati favorendo la 'concentrazione' delle informazioni al pubblico in un'unica piattaforma informativa, costituita dalla trasmissione tramite SDIR (sistema di diffusione delle informazioni regolamentate) al meccanismo di stoccaggio.

## 2 La semplificazione dei regolamenti dell'Istituto

L'art. 6, comma 3, del d.l. 13 maggio 2011 n. 70, convertito con legge 12 luglio 2011, n. 106, stabilisce che *«Nel perseguimento dell'obiettivo di riduzione degli oneri amministrativi definito in sede di Unione Europea, [...] le autorità amministrative indipendenti di vigilanza e garanzia effettuano, nell'ambito dei propri ordinamenti, la misurazione degli oneri amministrativi a carico delle imprese con l'obiettivo di ridurre tali oneri entro il 31 dicembre 2012, proponendo le misure legislative e regolamentari ritenute idonee a realizzare tale riduzione».*

Il programma di riduzione degli oneri amministrativi si inserisce nell'ambito delle disposizioni, di derivazione comunitaria, volte a diffondere e armonizzare la legislazione degli Stati europei per l'obiettivo comune di identificare i costi superflui per le imprese («Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento Europeo, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni - Programma d'azione per la riduzione degli oneri amministrativi nell'Unione Europea» del 24 gennaio 2007).

La Consob, in attuazione delle citate disposizioni di legge, ha proceduto a una mappatura degli obblighi di informazione previsti dalle disposizioni regolamentari da essa emanate in virtù delle deleghe stabilite dal Tuf. Da tale attività è emerso un quadro normativo-regolamentare complesso, sedimentato per l'effetto di una pluralità di fonti succedutesi nel tempo con modalità non armonizzate. Sono state, dunque, individuate alcune tipologie di interventi di varia natura strumentali a conseguire una riduzione degli oneri per i soggetti vigilati e a incrementare i benefici per il mercato nel suo complesso, in coerenza con gli assunti dell'art. 6 del Tuf, laddove si prevede che Banca d'Italia e Consob, nell'esercizio delle funzioni di vigilanza regolamentare, si conformano alla *«agevolazione dell'innovazione e della concorrenza».*

Va peraltro considerato che la crisi economico-finanziaria degli ultimi anni ha comunque comportato, anche attraverso disposizioni di rango comunitario, l'introduzione di nuovi oneri per le imprese necessari a incrementare la trasparenza e la fiducia nel mercato, nell'ottica di una maggiore tutela degli investitori. Esistono tuttavia numerosi casi in cui gli oneri possono essere semplificati e ridotti senza che ciò abbia effetti sugli obiettivi perseguiti dalla legislazione vigente. In tale ottica il programma di interventi per la riduzione degli oneri amministrativi a carico delle imprese e dei soggetti vigilati sarà realizzato attraverso proposte di modifiche regolamentari e normative, nonché attraverso iniziative di natura organizzativa e informatica, garantendo, laddove necessario, la partecipazione e il coinvolgimento dei soggetti interessati, anche attraverso consultazioni pubbliche.



### 3 I processi di regolazione e gli strumenti di *better regulation*

Il processo di regolazione, al quale l'Istituto concorre sulla scorta degli insegnamenti sulla *better regulation* impartiti dall'OCSE, si incentra, come in passato, nel meccanismo della pubblica consultazione, finalizzato a realizzare una maggiore trasparenza e condivisione delle scelte decisionali con gli interessati. La partecipazione sistematica degli *stakeholders* alle consultazioni, difatti, ha consentito finora di assumere informazioni cruciali per la valutazione finale delle conseguenze delle singole norme sui relativi destinatari (diretti e indiretti). Lo strumento della consultazione (nella forma del *'notice and comment'*) ha dato buona prova di sé, soprattutto in questi ultimi anni in cui l'attività regolatoria è risultata particolarmente intensa. Nell'obiettivo di accrescere il grado di partecipazione al processo normativo è in fase di realizzazione il ricorso a ulteriori strumenti partecipativi di *better regulation*, da individuare in relazione al settore oggetto di intervento normativo (indagini conoscitive, *focus group*, questionari). Tali strumenti hanno trovato applicazione di recente, in particolare in occasione della predisposizione delle norme di attuazione degli articoli 50-*quinquies* e 100-*ter* del Tuf, introdotte dall'articolo 30 del decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito in legge con modificazione legge 17 dicembre 2012, n. 221 (cosiddetto *'decreto crescita 2'*), in materia di raccolta di capitali di rischio tramite portali *on line* per le *start up* innovative (cosiddetto *'equity crowdfunding'*).

Crescente inoltre è l'impegno per assicurare un buon livello qualitativo delle norme prodotte, sia sotto un profilo formale, all'insegna della chiarezza, coerenza e comprensibilità, sia sotto un profilo sostanziale, nel rispetto dei principi di proporzionalità, sussidiarietà e adeguatezza. In tale prospettiva l'intento è quello di prestare maggiore attenzione all'intero ciclo della regolazione, secondo quanto raccomandato dall'OCSE e dalla Commissione europea, con riguardo non solo alla fattibilità *ex ante* delle norme ma anche alla valutazione *ex post* degli effetti prodotti dalla relativa applicazione, esigenza che potrà realizzarsi attraverso un costante monitoraggio sulla effettiva attuazione degli obiettivi inizialmente posti.

L'analisi d'impatto della regolamentazione (Air) costituisce ormai il perno nell'attività regolatoria delle istituzioni internazionali e delle autorità dei principali paesi. Essa risponde all'esigenza di indirizzare i *regulators* verso una più compiuta valutazione delle opzioni disponibili, al fine di individuare quelle più efficaci e meno onerose e rendere più efficiente e trasparente il processo regolamentare. Una buona qualità delle norme non può prescindere da una valutazione dell'impatto in termini di costi e benefici delle stesse.

La Consob, in linea con le migliori prassi, ha utilizzato fin dal 2008 le metodologie Air, con lo scopo di individuare, anche sulla base di dati ed evidenze empiriche nonché sui dati e contributi esterni forniti dalle consultazioni, le opzioni regolamentari che rispondono in maniera più efficiente e più efficace agli obiettivi sottesi alle norme in corso di emanazione.

Nel contesto di semplificazione normativa in cui l'attività normativa dell'Istituto va sempre più collocandosi è in corso di studio l'implementazione degli strumenti di regolazione attraverso l'adozione di Istruzioni di Vigilanza, concepite alla stregua di un manuale tecnico di carattere strettamente operativo volto a disciplinare puntuali adempimenti degli obblighi incombenti sui soggetti sottoposti a vigilanza ma tuttavia allegato al corpo regolamentare e, dunque, dotato della medesima forza cogente. L'approccio in esame, in linea con analoghe iniziative assunte da altre autorità di vigilanza dei principali Stati membri dell'UE (AMF, FSA, BaFin), potrebbe dapprima essere adottato in via sperimentale per poi essere esteso in futuro anche ad altri settori della regolamentazione nelle materie di competenza della Consob, tenuto conto che il richiamo puntuale agli adempimenti esplicitati nelle Istruzioni è evidentemente finalizzato alla semplificazione e alla riduzione degli oneri amministrativi posti in capo ai soggetti tenuti a conformarsi a essi.

### *Il crowdfunding*

Il decreto legge 179/2012 (cosiddetto 'decreto crescita-bis', convertito con modifiche nella legge n. 221 del 17 dicembre 2012) ha apportato, tra l'altro, alcune modifiche al Tuf volte a consentire alle imprese *start-up* innovative di effettuare la raccolta di capitali di rischio attraverso portali *on-line* (cosiddetto '*equity crowdfunding*'). In virtù delle deleghe contenute nel decreto, la Consob è stata individuata come il soggetto deputato ad adottare con regolamento i principi e criteri relativi all'iscrizione dei gestori in un apposito registro; alle regole di condotta da seguire nella gestione di portali per la raccolta di capitali per le '*start-up* innovative' (art. 50-*quinquies*, del Tuf) nonché alla disciplina applicabile alle offerte attraverso portali per la raccolta di capitali (art. 100-*ter* del Tuf).

In base alla relazione illustrativa del decreto, la disciplina secondaria deve invero rispondere all'esigenza di 'tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali' individuando quelle misure che consentano loro di operare scelte consapevoli (fornendo, ad esempio, gli strumenti per effettuare una valutazione del profilo rischio/rendimento degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta sul portale) e assicurando altresì la sottoscrizione di una quota dell'offerta da parte degli investitori professionali (o di particolari categorie di investitori a tal fine individuate). Allo stesso tempo, sulla scorta delle migliori pratiche di *better regulation*, la disciplina secondaria è tenuta altresì a dettare una regolamentazione volta a creare un ambiente affidabile per gli operatori e che al contempo non sia 'eccessivamente gravosa' per i destinatari

(gestori dei portali e società *start-up*) al fine di agevolare l'accesso al mercato dei capitali per le *start-up* innovative.

In un contesto normativo in cui non si riscontrano, anche in altri paesi europei ed extraeuropei, significative esperienze regolamentari in materia, si è dapprima proceduto alla raccolta delle informazioni e dati nei confronti dei soggetti interessati tramite la pubblicazione di un questionario conoscitivo. Le diverse posizioni sono state oggetto di confronto con esperti e soggetti interessati nell'ambito di un apposito *open hearing* organizzato dall'Istituto il 1° febbraio 2013. Successivamente, attraverso l'utilizzo delle informazioni e dei dati raccolti (*evidence based regulation*) sono state individuate le cosiddette 'opzioni regolamentari' da abbinare ai diversi aspetti regolamentari oggetto di delega (ad esempio, requisiti di iscrizione al registro, gestione del medesimo, vigilanza dei soggetti ivi iscritti nonché regole di condotta che i gestori dei portali debbono rispettare nelle relazioni con gli investitori e regole applicabili alle offerte che si svolgono tramite piattaforme *on-line*). Alla luce delle analisi e degli approfondimenti svolti, anche con riferimento alle seppur limitate esperienze internazionali, nonché delle risposte pervenute al questionario è stata predisposta una bozza di regolamento sottoposta alla consultazione pubblica nella forma di *notice and comment*.

Successivamente, anche sulla base dell'analisi delle risposte e osservazioni pervenute, si procederà all'adozione definitiva delle norme regolamentari di attuazione.

# IV Le linee di indirizzo per il 2013

## 1 Gli obiettivi operativi

La pianificazione operativa per il 2013 ha tratto impulso, come di consueto, dall'analisi del contesto esterno e delle reazioni dei soggetti vigilati e dei risparmiatori, allo scopo di individuare i rischi (o le opportunità) che ne discendono per il conseguimento dei fini istituzionali. Tali rischi, ordinati sulla base di un criterio di priorità che tiene conto anche dei vincoli interni posti dalle risorse umane e finanziarie disponibili, sono alla base della definizione degli obiettivi operativi ai quali l'Istituto intende informare le azioni di vigilanza su emittenti, intermediari e mercati nell'anno in corso.

### 1.1 La vigilanza sugli emittenti e i controlli sulle società di revisione

Con riguardo alla vigilanza sugli emittenti una prima fonte di rischio per il conseguimento degli obiettivi istituzionali è riconducibile all'eventualità che, nel corso del 2013, aumentino le operazioni straordinarie e di ristrutturazione del debito da parte di società in difficoltà.

Nel 2012, dopo un periodo di sostanziale stabilità, le società industriali italiane hanno sperimentato un calo generalizzato della redditività, in particolare nei settori più esposti al ciclo economico quale quello delle costruzioni. Contestualmente sono peggiorate le condizioni di accesso al credito bancario e sono aumentati i tassi di interesse bancari sui prestiti. Le imprese italiane, caratterizzate da una leva finanziaria più alta della media europea e in costante aumento dal 2006, hanno assistito a un peggioramento delle condizioni di sostenibilità del debito rispetto ai margini reddituali. In questo contesto aumenta la possibilità che gli emittenti debbano ricorrere a operazioni di ristrutturazione del debito e a operazioni straordinarie (fusioni, cessioni e aumenti di capitale) al fine di ristabilire condizioni di equilibrio economico-finanziario. È verosimile, inoltre, che crescano anche le richieste di esenzioni dall'obbligo di Opa con finalità di salvataggio e le offerte pubbliche di scambio.

A tale scenario corrisponde il rischio che l'informazione sugli emittenti e sulle operazioni poste in essere non sia accurata o giunga in ritardo. Per mitigare questo rischio la Consob si adopererà per garantire la traspa-

renza, anche al fine di assicurare il buon funzionamento dei mercati e la stabilità del sistema finanziario, con un'attività di vigilanza informativa tesa a cogliere tempestivamente i segnali di deterioramento delle condizioni reddituali e finanziarie delle società. Particolare attenzione sarà dedicata ai settori che risultano più esposti al ciclo economico (come quello immobiliare), agli emittenti a elevata capitalizzazione, che tipicamente raccolgono ingenti risorse sul mercato e si rivolgono a una platea più ampia di investitori, e alle poste di bilancio per le quali risulta maggiore il margine di discrezionalità nella determinazione del valore contabile. L'analisi sulle voci di bilancio terrà conto anche delle aree di attenzione per l'*enforcement* della trasparenza e correttezza dell'informazione finanziaria individuate dall'ESMA lo scorso novembre, nel documento '*European common enforcement priorities for 2012 financial statements*', concernenti, tra le altre, gli strumenti finanziari, l'*impairment* degli attivi non finanziari, gli accantonamenti e le rettifiche di valore. Come di consueto, inoltre, al fine di garantire una maggiore efficacia dell'attività di vigilanza, la Commissione selezionerà, ai sensi dell'articolo 89-*quater* del Regolamento Emittenti, le società da sottoporre a un'analisi più approfondita dell'informativa di tipo economico-finanziario diffusa al pubblico, utilizzando indicatori utili a far emergere segnali di potenziali anomalie o criticità.

L'aumento delle operazioni di risanamento con conseguente ricorso al mercato è un'eventualità che si pone anche per gli emittenti bancari, sia per far fronte a evoluzioni negative della crisi del debito sovrano, a cui sono esposti in maniera rilevante, sia per far fronte a possibili operazioni di ripatrimonializzazione imposte dalla necessità di adeguamento alle norme di Basilea 3. A prescindere da eventuali operazioni di ripristino dell'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale, le banche hanno comunque necessità di ricorrere al mercato per rifinanziare le obbligazioni in scadenza, nonostante le crescenti difficoltà di accesso ai mercati obbligazionari, in particolare quello degli investitori istituzionali. Inoltre anche la raccolta tramite depositi rimane debole pur avendo segnato, rispetto alla contrazione subita a partire da settembre 2011, una moderata inversione di tendenza nel primo semestre del 2012.

Anche con riferimento agli emittenti bancari la Consob si adopererà anzitutto potenziando la vigilanza informativa, secondo la linea d'azione prima menzionata con riferimento alle società non finanziarie. In secondo luogo l'Istituto, sentite l'industria e le associazioni dei consumatori, si propone di semplificare e rendere omogenea l'attività istruttoria sui prospetti degli strumenti *non equity* emessi dalle banche tramite la predisposizione di *format* coerenti con la normativa comunitaria. Quest'ultima, infatti, con il citato Regolamento 486/2012 ha previsto un regime d'informativa meno oneroso per le offerte di alcuni strumenti finanziari, tra i quali le obbligazioni emesse in modo continuo o ripetuto da enti creditizi, di ammontare inferiore a 75 milioni di euro.

Al contempo particolare attenzione sarà dedicata al monitoraggio degli strumenti emessi dagli istituti bancari, valorizzando le informazioni contenute nei prospetti, anche al fine di attivare azioni di verifica della correttezza dei comportamenti in fase di distribuzione. Per assicurare l'efficacia dei controlli sui prospetti la Consob intende potenziare lo scambio di informazioni con Banca d'Italia e Ivass (ex Isvap), in modo da disporre degli elementi informativi relativi alla stabilità e al rischio di credito dei soggetti offerenti.

A fronte del permanere di un quadro congiunturale negativo la Commissione presterà particolare attenzione, anche nel 2013, alla verifica dell'integrità dell'informativa finanziaria resa dagli emittenti connotati da incertezze sulla continuità aziendale, il cui numero è verosimilmente destinato ad aumentare. All'acuirsi delle tensioni economico-finanziarie corrisponde, infatti, un maggiore rischio di *earning manipulation*, rispetto al quale diventa più complesso garantire la trasparenza e la correttezza dell'informazione finanziaria nonché contenere fenomeni di *mispricing*.

Per affrontare tale criticità la Commissione continuerà a utilizzare lo strumento della vigilanza informativa, acquisendo informazioni dagli emittenti, richiedendo comunicazioni al pubblico e *profit warning* e utilizzando anche le informazioni di tipo 'derivato' (raccomandazioni degli analisti e giudizi di rating).

Come di consueto, inoltre, l'Istituto si avvarrà degli elementi informativi acquisiti dai revisori e, anche in quest'ottica, ne verificherà la credibilità e affidabilità attraverso controlli di qualità sulle società di revisione che svolgono incarichi su 'enti di interesse pubblico' (così come definiti dal d.lgs. 39/2010). Tali controlli potrebbero connotarsi, nel corso del 2013, per una maggiore complessità rispetto al passato a causa di una minore disponibilità di risorse, impegnate nelle attività di *enforcement* su specifici incarichi, e del possibile peggioramento della qualità dell'*audit* dovuto alle maggiori pressioni competitive alle quali il mercato della revisione contabile potrebbe risultare più esposto per effetto del mutato quadro normativo.

Un'altra area alla quale l'Istituto continuerà a dedicare iniziative specifiche nel corso del 2013 riguarda i conflitti di interessi tra azionisti di controllo e di minoranza. In particolare, a fronte di un verosimile incremento delle operazioni con parti correlate, la Commissione porrà in atto controlli preventivi tesi a verificare l'effettiva qualità dell'indipendenza degli amministratori coinvolti: nello specifico la vigilanza sarà mirata alla verifica della corretta composizione dei comitati parti correlate mediante l'analisi di tutti i consigli di amministrazione rinnovati nell'anno e di tutti gli amministratori definiti indipendenti in deroga ai criteri stabiliti dal Codice di autodisciplina. Per le società del Ftse Mib, inoltre, l'Istituto si propone di vigilare sulla corretta applicazione delle esenzioni per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza, con particolare riferimento all'esenzione per le operazioni ordinarie.

Inoltre, nel corso del 2013, l'Istituto intende verificare le informazioni contenute nella relazione sulla remunerazione in materia di trattamento di fine rapporto nelle ipotesi di cessazione dall'incarico, nel corso dell'esercizio, dei membri degli organi sociali.

Particolare attenzione sarà dedicata, infine, alle informazioni fornite nei comunicati di presentazione delle liste, per ridurre eventuali collegamenti tra liste di maggioranza e liste 'asserite' di minoranza.

## 1.2 La vigilanza sugli intermediari e sulle Sgr

La crisi finanziaria ha messo in evidenza l'importanza di affrontare il tema della tutela degli investitori in una prospettiva dinamica e in una logica di portafoglio. Ciò è particolarmente vero in presenza di una elevata volatilità dei mercati e quando si profilano discontinuità strutturali, come quelle verificatesi, ad esempio, a fronte del ventilato possibile collasso dell'euro. Queste condizioni influiscono non solo sull'incertezza che accompagna la valutazione dei livelli di rischio e redditività degli *asset* finanziari, ma anche su una loro corretta percezione da parte degli investitori; da ciò può conseguire un'alterazione della relazione tra 'capacità di rischio e bisogni' che va gestita dinamicamente per tutelare adeguatamente i risparmiatori.

Come si è già avuto modo di ricordare, la legislazione in ambito comunitario ha compiuto importanti progressi sul tema delle tutele; tali progressi tuttavia non risolvono le problematiche derivanti dai tempi inevitabilmente troppo lunghi con i quali le regole vengono adeguate ai mutamenti del contesto di riferimento.

Per le autorità di vigilanza dei mercati risulta di fondamentale importanza supplire alla lentezza dei tempi di reazione del legislatore attraverso l'approfondimento di tre macro profili che riguardano, rispettivamente, l'identificazione in modo rigoroso delle caratteristiche dei prodotti finanziari, in particolare di quelli innovativi; la rappresentazione del rischio e la percezione 'soggettiva' dello stesso da parte degli investitori; il monitoraggio del comportamento dei prestatori dei servizi di investimento.

La misurazione del rischio dei prodotti finanziari, che al momento non registra ancora un orientamento condiviso a livello ESMA (nell'ambito del *Financial Innovation Committee*), deve essere associata a verifiche sulle modalità di 'rappresentazione' e 'comunicazione' che possano risultare più adatte ai risparmiatori, non solo sul piano della comprensibilità ma anche su quello dell'efficacia della descrizione esaustiva e non distorta dei rischi associati alle diverse alternative di investimento.

Il rapporto tra rappresentazione del rischio e percezione 'soggettiva' dello stesso da parte di ogni singolo investitore è un tema rilevante ai fini della valutazione dell'adeguatezza delle scelte di investimento e dell'esclusione di possibili incoerenze riconducibili a rilevazioni distorte della propen-

sione al rischio, dei 'bisogni', e della 'capacità' di rischio. In questo ambito grande aiuto può venire sia da un più rigoroso riferimento alle indicazioni che provengono dagli studi sulle scelte in condizioni di incertezza secondo l'approccio della finanza comportamentale sia da un innalzamento del livello di educazione finanziaria dei consumatori.

Il controllo dei comportamenti dei prestatori di servizi di investimento, infine, è cruciale per evitare che la finalità di servire al meglio i bisogni dei clienti sia nei fatti disattesa da condotte che antepongono gli interessi dell'intermediario (produttore o distributore) a quelli dei risparmiatori. Le incongruenze che si riscontrano negli assetti organizzativi e nelle prassi operative segnalano spesso la presenza di tali problematiche (rintracciabili, ad esempio, nelle campagne prodotto, nelle prassi di profilatura, nel disallineamento tra la tipologia della clientela e la complessità dei prodotti collocati alla stessa, nelle modalità di declinazione dei sistemi incentivanti tra gli obiettivi gestionali e strategici, negli scarsi investimenti nel sistema dei controlli e nella funzione di *compliance*).

Nel corso del 2013 la vigilanza sugli intermediari si svolgerà alla luce delle problematiche delineate, tenendo conto delle specifiche criticità del sistema finanziario domestico, reso maggiormente vulnerabile dalla crisi del debito sovrano. In particolare, in un contesto connotato dal permanere di condizioni di bassa redditività e dalla contrazione del margine di interesse, cresce il rischio che le banche cerchino di ampliare i ricavi da commissioni, anche mediante strategie commerciali e operazioni in conflitto di interessi con la clientela.

L'attività di vigilanza continuerà, pertanto, a focalizzarsi sui comportamenti che possono pregiudicare il rispetto delle regole di correttezza e trasparenza nei confronti della clientela *retail*. La Commissione intensificherà, inoltre, la verifica della coerenza delle strategie di offerta di servizi di investimento da parte degli intermediari con l'impostazione della MiFID. Proseguirà, inoltre, l'attività volta a promuovere l'innalzamento della qualità del servizio di consulenza e lo sviluppo di una maggiore concorrenza nel comparto.

L'attività di vigilanza, inoltre, si avvarrà anche di un rafforzato collegamento con i consumatori e con le associazioni che li rappresentano, anche al fine di effettuare approfondimenti tematici utili a sviluppare efficaci modalità di acquisizione e trattazione dei reclami e per la soluzione delle controversie. Tale modalità di azione può contribuire a innalzare il livello delle tutele anche attraverso l'arricchimento del bagaglio conoscitivo necessario alla Consob per meglio focalizzare le azioni da intraprendere, abbattere i tempi di reazione e accrescere l'efficacia delle azioni di *enforcement* nelle aree a essa istituzionalmente affidate.

Nell'ambito della vigilanza sulla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, l'Istituto verificherà la coerenza delle politiche



commerciali delle Sgr che gestiscono fondi aperti con i dettami del Tuf e del Regolamento Intermediari, sin dalla fase della definizione della gamma dei prodotti, nonché le modalità di prestazione dei servizi di gestione resi per il tramite degli Oicr gestiti, al fine di accertare che siano svolti nel rispetto dei principi di correttezza dei comportamenti.

Infine, alla luce della scadenza ravvicinata di una quota non trascurabile di fondi immobiliari e della debolezza congiunturale del mercato degli immobili, proseguirà anche nel 2013 il monitoraggio della gestione del rischio di liquidabilità degli *asset* detenuti in portafoglio.

### 1.3 La vigilanza sui mercati

Nel corso del 2013 continuerà il monitoraggio del fenomeno dell'*high frequency trading* che pone rischi sia per la stabilità sistemica sia per l'integrità e la qualità del mercato, in termini di efficienza informativa dei prezzi, volatilità e liquidità. L'azione di vigilanza sarà volta anzitutto a rafforzare la capacità di accertamento di schemi manipolativi. Sarà, inoltre, verificata la conformità, sia da parte delle piattaforme di negoziazione sia da parte dei partecipanti al mercato, agli Orientamenti emanati dall'ESMA nel dicembre 2011, anche al fine di individuare possibili aree di perfezionamento dei presidi messi a punto per mitigare i rischi posti dal *trading* ad alta frequenza e automatizzato.

Un'altra area di criticità, che pone numerosi rischi per la vigilanza, discende dalla crescente frammentazione degli scambi. Le pressioni competitive possono spingere le piattaforme di negoziazione a perseguire strategie più aggressive, che possono ridurre gli incentivi ad adottare i presidi organizzativi e di microstruttura idonei a garantire il buon funzionamento del mercato. La frammentazione degli scambi comporta un peggioramento della qualità dell'informativa di *transaction reporting* e della trasparenza sulle negoziazioni, in quanto molteplici soggetti (tra i quali anche le *trading venues*) forniscono dati disaggregati e talvolta incompleti, disomogenei e poco attendibili; essa alimenta, infine, il rischio di condotte di abuso di mercato.

In questo contesto i controlli da parte delle autorità di vigilanza risultano particolarmente onerosi: la bassa qualità dell'informazione disponibile rende difficile verificare il rispetto dell'obbligo di *best execution*; anche l'accertamento di condotte abusive poste in essere su più piattaforme di negoziazione diventa più complesso.

Per mitigare tali rischi nel corso del 2013 la Commissione avvierà specifiche azioni di vigilanza sui mercati regolamentati, sui sistemi multilaterali di negoziazione e sugli internalizzatori sistematici con particolare riferimento agli aspetti di *governance*, organizzativi e microstrutturali. Sarà inoltre svolta, nell'ambito delle attività previste dall'Area funzionale per il coordinamento delle attività di vigilanza in tema di *trading venues*, istituita

nel corso del 2012, una mappatura dei sistemi di *smart order routing*, per assicurare che gli intermediari eseguano gli ordini della clientela alle migliori condizioni possibili (*best execution*). Infine, si perfezioneranno i presidi di vigilanza sottesi agli obblighi di trasparenza delle negoziazioni e di *transaction reporting* allo scopo di incrementare l'affidabilità e la qualità delle informazioni sulle transazioni.

## 2 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Nel corso del 2013 l'Istituto darà seguito all'attuazione di progetti strategici sul piano organizzativo-gestionale che si collocano nel solco dell'indirizzo, già delineato l'anno precedente, volto ad ammodernare le modalità di lavoro e ad assicurare una gestione coerente e integrata dei processi.

Per una maggiore e più efficace interazione tra le unità organizzative dell'Istituto, nell'assetto divenuto definitivo a fine 2011, sono state istituite forme di coordinamento orizzontale, i cosiddetti 'Organi di coordinamento operativo' (Comitati e Tavoli), deputati a garantire uno svolgimento ordinato ed efficiente del dibattito interno tra una pluralità di attori su questioni di natura strategica o contingente, al fine di proporre soluzioni concordate e pianificate sulle quali la Commissione possa decidere avendo a disposizione un esaustivo quadro informativo.

La medesima esigenza di interscambio informativo e di maggiore coordinamento operativo interdivisionale ha condotto, inoltre, all'individuazione di strumenti di coordinamento di natura 'funzionale', ossia le cosiddette: Area per la vigilanza sugli emittenti, Area per la vigilanza ispettiva e Area per la vigilanza sulle *trading venues*. L'istituzione delle Aree individua spazi organizzativi specifici in riferimento ad attività di vigilanza per le quali, a motivo della forte trasversalità che le caratterizza, risulta opportuno disporre di una più ampia visione e di una maggiore flessibilità operativa al fine di rendere l'azione complessiva più efficace e tempestiva.

Sempre in tema di valorizzazione dei presidi di coordinamento si inquadra l'attività di pianificazione dell'Istituto: la codificazione di un'apposita procedura garantirà che i piani vengano predisposti nell'ambito di un processo ottimale e ordinato, caratterizzato dall'inserimento a calendario delle attività connesse alla redazione di ciascun piano e dalla standardizzazione del formato dei relativi documenti.

Per il 2013 si prevede di ampliare e aggiornare la documentazione organizzativa onde assicurare la formalizzazione delle procedure relative ai principali processi dell'Istituto: tale attività, resa ancor più necessaria dall'introduzione del sistema di gestione digitale dei documenti, consentirà di semplificare i processi lavorativi al fine di potenziarne l'efficienza. Si provve-

derà, inoltre, a formalizzare le linee guida delle *policy* di vigilanza al fine di definire i criteri di utilizzo dei poteri attribuiti all'Istituto e di orientare le attività attraverso cui questi vengono esercitati.

In particolare, il documento di *policy* determinerà il campo di azione della vigilanza (ambito soggettivo e ambito oggettivo) e le finalità, le modalità di programmazione dell'attività di vigilanza, le aree e le fattispecie di controllo, i criteri e gli indici di anomalia necessari alla selezione dei temi e dei soggetti da sottoporre a controllo pianificato, le *best/worst practices* e la graduazione nell'esercizio dei poteri d'intervento nelle diverse fasi delle indagini.

Il modello di vigilanza costituirà, invece, l'espressione sintetico-quantitativa della *policy*, ossia lo strumento applicativo per la selezione dei casi nei quali effettuare gli interventi di vigilanza continuativa. Esso consentirà la selezione dei soggetti vigilati e delle aree di intervento specifiche attraverso la ponderazione dei fattori di rischio identificati e la relativa valutazione degli indici di anomalia, così come definiti nel documento di *policy* unitamente agli altri elementi che lo caratterizzano, per la successiva attivazione delle iniziative di vigilanza e la selezione delle azioni adottabili ritenute più efficaci.

La realizzazione delle sopra menzionate iniziative, oltre che consolidare l'attuale assetto organizzativo interno, offrirà strumenti idonei a garantire una più razionale ed efficace gestione dell'azione di vigilanza e di amministrazione.

Ciò risulta tanto più necessario se si considerano le recenti previsioni normative (art. 34, comma 57, del decreto legge 179/2012, convertito dalla legge 221/2012, e art. 1, comma 166, della legge 228/2012) che sottolineano espressamente l'autonomia dell'Istituto, ancorandola al perseguimento dell'obiettivo di assicurare efficaci e continuativi livelli di vigilanza per la tutela degli investitori e di salvaguardare la trasparenza e la correttezza del sistema finanziario.

### 3 La gestione finanziaria e il finanziamento della Consob

Nel 2012 la spesa corrente si è attestata a 115,9 milioni di euro con una riduzione di 12,6 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2011. Tale dato è riconducibile essenzialmente al minor importo degli accantonamenti al Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni e delle spese per acquisizione di beni e servizi. Per queste ultime sono stati operati, infatti, numerosi interventi di contenimento (riguardanti, tra l'altro, la gestione e la manutenzione degli immobili, il noleggio e la manutenzione delle auto di servizio, le spese d'ufficio, le banche dati, le pubblicazioni d'Istituto). Tali minori spese sono risultate in parte compensate da maggiori spese per il personale, riconducibili essenzialmente all'ampliamento dell'organico. La spesa in conto

capitale, pari a 4,8 milioni di euro, è aumentata di 3,4 milioni di euro rispetto all'anno precedente; essa è riferibile essenzialmente agli interventi di adeguamento degli impianti e delle strutture dell'immobile sede di Roma, oltre che ad acquisizioni di *hardware* e *software*.

Le entrate complessive del 2012 (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 120,2 milioni di euro, riferibili per il 90,6 per cento circa a contributi di vigilanza, per lo 0,3 per cento circa al fondo a carico dello Stato e per il restante 9,1 per cento a entrate diverse (essenzialmente interessi attivi e somme liquidate a favore dell'Istituto di provvedimenti giudiziari).

La spesa prevista per l'anno 2013 presenta una sensibile riduzione complessiva rispetto all'omologa spesa iniziale per l'anno 2012 e risulta sostanzialmente in linea con la spesa preconsuntivata per lo stesso anno. Difatti, grazie alle ulteriori misure di riduzione e di razionalizzazione dei costi di gestione operate, la spesa effettiva programmata per il 2013 è risultata pari a 121,9 milioni di euro, con una riduzione di 4,2 milioni di euro rispetto alla omologa spesa 2012.

I dati di bilancio appena rappresentati evidenziano il significativo sforzo di contenimento della spesa che, avviato dall'Istituto già nel 2011, verrà proseguito anche nel 2013. In tale contesto si inquadrano non solo gli interventi volti a dare attuazione alle previsioni contenute nell'art. 5, commi 7 e 8, del decreto legge 95/2012, convertito dalla legge 135/2012 (divieto di monetizzazione delle ferie maturate e non godute dal personale nonché divieto di corresponsione dell'assegno per mancata fruizione del congedo straordinario per festività soppresse; riduzione del valore facciale dei buoni pasto per il personale), ma, soprattutto, una serie di iniziative che hanno consentito di ridurre in maniera apprezzabile varie componenti della spesa corrente.

La complessiva attività di riconsiderazione della spesa a fini di contenimento ha formato oggetto di valutazione da parte del Collegio dei revisori dei conti che ha avviato la propria attività a partire dal 2012 e che, coerentemente con la propria funzione di controllo della regolarità amministrativo-contabile, ha validato la linea di azione dell'Istituto e le relative iniziative di attuazione.

Pur tenendo conto del permanere di un forte ridimensionamento del contributo pubblico, è stato possibile applicare una riduzione significativa delle entrate contributive dovute dai soggetti vigilati. Il gettito contributivo complessivo previsto per il 2013 è risultato pari a 99,2 milioni di euro, con una riduzione di 6,7 milioni di euro rispetto al gettito previsto per il 2012.

Nel 2013 proseguirà l'attività di revisione dei criteri di tariffazione da utilizzare per il regime contributivo per l'anno 2014, al fine di correlare le contribuzioni dovute alla dimensione effettiva dei soggetti vigilati. Tale revi-

sione riguarderà, in particolare, gli emittenti di titoli quotati nei mercati regolamentati.

Nel corso del 2012, inoltre, è stata istituita una commissione di studio incaricata dalla Commissione di sottoporre a revisione il Regolamento per l'amministrazione e la contabilità; il nuovo Regolamento dovrebbe entrare in vigore entro la fine dell'anno.

Nel 2013 si procederà all'attuazione di una serie di progetti finalizzati alla sperimentazione e alla progressiva introduzione di sistemi e tecnologie innovativi per l'Istituto. Si tratta di iniziative caratterizzate da un respiro pluriennale, ancorché siano previste fasi di rilascio progressive, che rappresentano importanti opportunità di investimento in quanto funzionali all'ammodernamento delle attuali modalità operative e di interrelazione con l'esterno, così da renderle conformi a un 'modello di servizio' più efficiente e aperto nei rapporti con i soggetti vigilati e con gli operatori di mercato.

Tra le predette iniziative si segnala il progetto di Dematerializzazione la cui fase realizzativa è stata avviata nel dicembre 2012 a seguito del completamento di uno studio di fattibilità e della stipula dell'accordo di riuso con Banca d'Italia (ex art. 69 del d.lgs. 235/2010 - Codice dell'amministrazione digitale) avente ad oggetto i programmi applicativi sviluppati per la realizzazione dell'analogo progetto realizzato presso la Banca.

L'introduzione di una gestione dematerializzata dei processi dell'Istituto è connotata da una valenza altamente strategica in considerazione della centralità attribuita al tema della dematerializzazione nell'ambito dell'*'Agenda digitale italiana'* tra i cui obiettivi principali si colloca la diffusione di iniziative in materia di digitalizzazione dei flussi documentali della pubblica amministrazione. A ciò si aggiunge che la dematerializzazione rappresenta una delle linee di azione più significative per la riduzione della spesa pubblica nell'ottica dei recenti interventi normativi.

La tempistica di realizzazione del progetto prevede per il 2013 l'avvio della piattaforma che consentirà la gestione dematerializzata dei documenti in entrata e in uscita attraverso l'utilizzo degli strumenti archivistici e l'integrazione delle componenti tecnico-applicative necessarie, vale a dire protocollo informatico, PEC e firma digitale. Verranno, inoltre, configurati processi automatici di firma e sarà introdotta la cosiddetta conservazione sostitutiva che permetterà all'Istituto di conservare i documenti digitali in conformità con le previsioni normative di riferimento. L'introduzione della piattaforma sarà costantemente assistita da un'intensa e capillare attività di comunicazione e di formazione che coinvolgerà tutti i dipendenti dell'Istituto onde favorire il passaggio alle nuove modalità di organizzazione del lavoro.

Sempre nel corso del 2013 è prevista la realizzazione di progetti pilota, alcuni dei quali già avviati nel 2012 (fra cui quello per la ricezione dei prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico di prodotti *equity* e *non equity*), che consentiranno l'utilizzo di canali digitali per l'acquisizione delle informazioni dai soggetti vigilati.

In particolare verranno integrati nella piattaforma di dematerializzazione i sistemi di acquisizione dei flussi informativi di intermediari ed emittenti già in esercizio (cosiddetta Teleraccolta), i sistemi per l'acquisizione e l'interazione telematica dei prospetti degli emittenti, il sistema di acquisizione, gestione e pubblicazione delle partecipazioni rilevanti, il sistema per l'acquisizione dei dati relativi agli organi sociali nonché il sistema informativo per l'acquisizione della documentazione d'offerta e di deposito degli Oicr italiani ed esteri.

Ciò consentirà di evitare sovrapposizioni e ridondanze, minimizzando i costi di raccolta delle informazioni stesse e valorizzando i database a fini informativi, di analisi e di vigilanza, in linea con l'obiettivo di assicurare la fluidità dello scambio di dati, la sicurezza e la tempestività dell'interoperabilità con i soggetti esterni.

Particolare rilevanza rivestono, infine, i progetti collegati all'attuazione della Direttiva Omnibus (COD 2009/0161) che prevede, accanto all'istituzione presso l'ESMA dei cosiddetti *Register* (Registri) centrali di livello europeo per le *Authorised Entities*, per i prospetti con i relativi supplementi, per i *Certificates of Approval* e per le sanzioni, la predisposizione presso le autorità nazionali di corrispondenti sistemi per la raccolta e l'invio verso l'ESMA dei relativi flussi documentali di vigilanza.

L'evoluzione del quadro di riferimento B



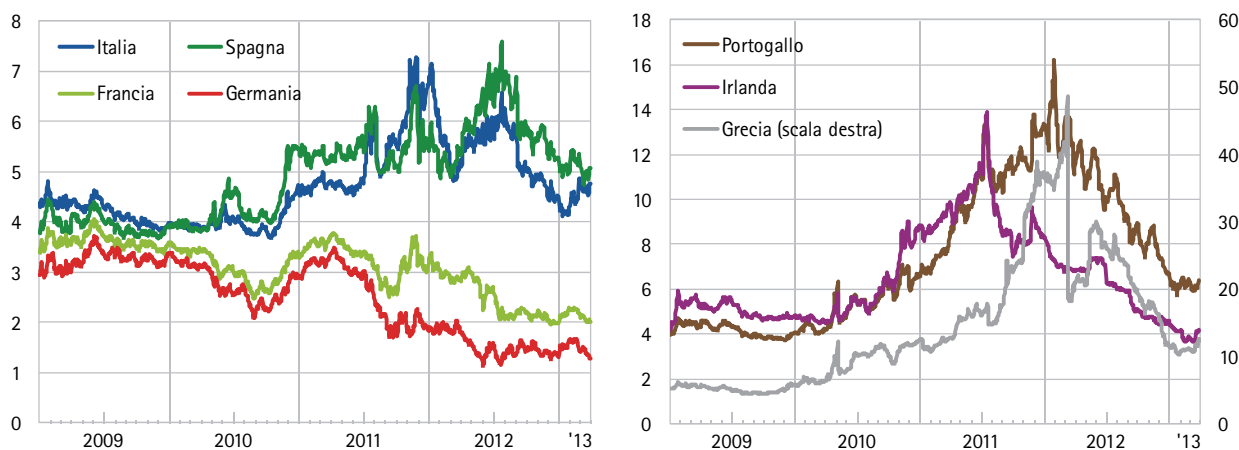


## 1 La crisi del debito sovrano nell'Area euro

Nel corso del 2012 l'evoluzione della crisi dell'Area euro si è connotata per un complessivo, sia pur discontinuo, allentamento delle tensioni sui mercati finanziari anche a seguito di importanti decisioni delle istituzioni europee che hanno scongiurato il rischio di disintegrazione della moneta unica.

In particolare i rendimenti dei titoli di Stato decennali dei paesi più esposti alla crisi si sono attestati, a fine anno, su livelli inferiori a quelli registrati nel luglio 2011. Nei primi mesi del 2013, tuttavia, i rendimenti di Italia e Spagna hanno mostrato una tendenza al rialzo, in conseguenza delle rinnovate incertezze che hanno caratterizzato il quadro economico e politico domestico e dell'evoluzione della crisi di Cipro (Fig. 1).

**Fig. 1 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni nell'Area euro**  
(valori percentuali; dati giornalieri dal 01/01/2009 al 31/03/2013)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Nel primo trimestre del 2012 le tensioni sui mercati dei titoli governativi si erano ridimensionate in seguito all'esito positivo del coinvolgimento del settore privato nella risoluzione della crisi greca, agli interventi di consolidamento del debito intrapresi da alcuni paesi dell'Area euro, alle operazioni di rifinanziamento a tre anni effettuate dalla Banca centrale europea (BCE) e ai progressi registrati sul fronte della

*governance* economica europea (Riquadro 1). Dalla fine di marzo, tuttavia, nuove tensioni, connesse all'evoluzione della crisi greca e alle difficoltà del settore bancario spagnolo, hanno comportato un deterioramento della percezione del rischio sovrano per alcuni paesi e, in particolare, per Spagna e Italia. Con l'acuirsi della crisi la componente dei rendimenti dei titoli di Stato spiegata dai fondamentali economici e fiscali del paese debitore si è ridotta, lasciando spazio a un effetto contagio crescente. Per l'Italia, in particolare, stime sulle determinanti del differenziale di rendimento del Btp decennale rispetto al Bund tedesco mostrano che, in media, nel 2012 circa 200 punti base sono riconducibili al contagio (Riquadro 2).

L'approvazione del piano di assistenza finanziaria al sistema bancario spagnolo da parte dei capi di Stato e di Governo dei paesi dell'Unione, nel mese di luglio, e l'annuncio da parte della BCE del piano di acquisti sul mercato secondario dei titoli di Stato dei paesi in difficoltà (cosiddetto *Outright Monetary Transactions* – OMT), in agosto, hanno dato inizio alla nuova fase di calo dei premi per il rischio sovrano dei paesi periferici dell'Area euro. In particolare per l'Italia il rendimento del Btp decennale è passato dal 6 per cento dei primi giorni di luglio 2012 al 4,5 per cento del 31 dicembre.

Fino alla fine dell'anno, tuttavia, gli investitori hanno mostrato un atteggiamento cauto che ha premiato i titoli di Stato francesi e tedeschi: il Bund decennale, in particolare, ha mantenuto il proprio rendimento stabile sotto il 2 per cento. I segnali di distensione emersi sui mercati, inoltre, sono stati attenuati dalle prospettive negative sulla congiuntura dell'Area e dalle incertezze sulla possibile ricapitalizzazione diretta delle banche in difficoltà tramite lo *European Stability Mechanism* (ESM), il cui trattato istitutivo è stato ratificato nel mese di ottobre; inoltre i mercati hanno reagito negativamente anche ai continui rinvii dell'erogazione della *tranche* di aiuti alla Grecia da 34 miliardi di euro, approvata infine a dicembre.

Alle oscillazioni dei rendimenti delle obbligazioni governative si è accompagnato un andamento analogo nel livello di liquidità del mercato, che soprattutto per i titoli di Stato spagnoli ha evidenziato fluttuazioni significative (Fig. 2). Anche la liquidità dei titoli italiani ha registrato un andamento discontinuo, diminuendo nel primo semestre 2012 per poi aumentare nuovamente nella seconda metà dell'anno; nei primi mesi del 2013 essa si è portata sui livelli di inizio 2011.

Nel corso del 2012 le quotazioni dei *credit default swap* (Cds) degli Stati più esposti alla crisi e la relativa volatilità hanno riflesso l'andamento dei mercati dei titoli pubblici. All'inizio del 2013 la percezione del rischio sovrano di Spagna e Italia continua ad attestarsi su livelli simili e, soprattutto per l'Italia, comunque superiori a quelli rilevati prima di metà 2011 (Fig. 3); la volatilità dei Cds dell'Irlanda, in costante diminuzione dall'ultimo trimestre dello scorso anno, si è portata sui livelli di inizio 2010 e risulta inferiore a quella registrata per i Cds italiani (Fig. 4).

## Riquadro 1

### La riforma della *governance* economica europea

Nel corso dell'anno è proseguito il processo di riforma della *governance* economica europea, avviato nel novembre 2011, con l'approvazione in via definitiva di tre regolamenti nell'ambito di un pacchetto complessivo di sei atti legislativi (il cosiddetto *six pack*).

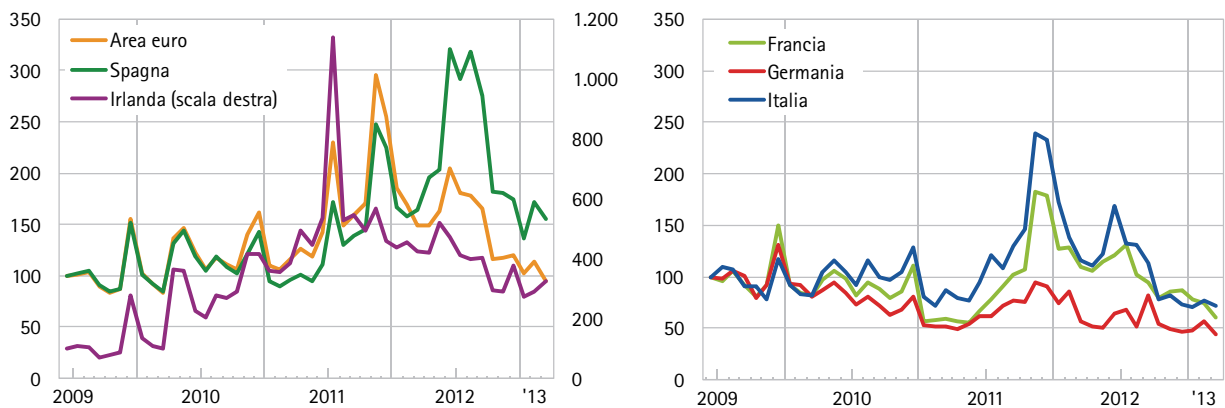
Tali regolamenti stabiliscono l'obbligo per gli Stati membri di convergere verso l'obiettivo del pareggio di bilancio con un miglioramento annuale dei saldi pari almeno allo 0,5 per cento del Pil; l'obbligo di ridurre il debito superiore al 60 per cento del Pil, nella misura annuale di almeno 1/20 della eccedenza rispetto alla soglia del 60 per cento, calcolata nel corso degli ultimi tre anni; un semi-automatismo delle procedure per l'irrogazione delle sanzioni per i paesi che violano le regole del Patto.

Il 23 novembre 2011 la Commissione europea aveva, inoltre, proposto il cosiddetto *two pack*, con l'obiettivo di rendere più efficaci sia la 'Procedura del semestre europeo per il coordinamento *ex ante* delle politiche economiche' sia il 'Patto di stabilità e crescita'. In particolare il *two pack* include una proposta di regolamento sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri in difficoltà; una proposta di regolamento recante disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei progetti di bilancio e la correzione dei disavanzi eccessivi degli Stati membri nell'Area euro.

Il 20 febbraio 2013 il Consiglio dell'UE, il Parlamento europeo e la Commissione europea hanno raggiunto, in sede di trilogico, un accordo su un testo comune, poi approvato dal Parlamento europeo, da sottoporre per l'approvazione definitiva del Consiglio. L'accordo prevede, tra le altre cose, l'impegno della Commissione europea a istituire un gruppo di lavoro (formato da esperti di diritto, economia, finanza pubblica, mercati finanziari e gestione del debito sovrano) con il compito di preparare un rapporto, da presentare entro marzo 2014, relativo ai vantaggi e ai rischi connessi alla sostituzione parziale delle emissioni nazionali di debito con una emissione comune, sotto forma di un fondo di redenzione (*redemption fund*) o di *eurobills*. Al fondo di redenzione, proposto originariamente dal Consiglio degli esperti economici della Cancelleria tedesca e sostenuto a più riprese dal Parlamento europeo, confluirebbe l'importo dei debiti pubblici dei paesi membri per la parte eccedente il 60 per cento del Pil; il fondo emetterebbe titoli per una durata massima di 20-25 anni garantiti dal gettito delle imposte riscosse a livello domestico e da *asset* pubblici dei paesi assistiti.

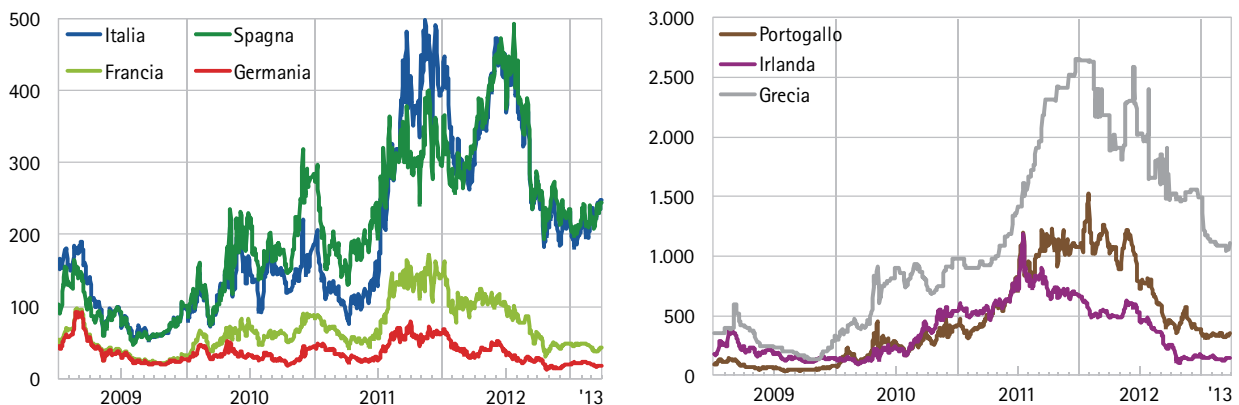
Gli *eurobills* individuano una soluzione alternativa al fondo di redenzione, suggerita dalla Commissione europea per favorire l'integrazione dei mercati finanziari della zona euro e per stabilizzare i mercati dei titoli pubblici. Gli *eurobills* avrebbero una durata fino a due anni e dovrebbero sostituire gradualmente l'attuale debito a breve termine dei singoli Stati senza aumentare l'importo complessivo del debito nazionale a breve termine della zona euro.

**Fig. 2 Indicatore di illiquidità del mercato dei titoli di Stato nell'Area euro**  
(dati mensili da giugno 2009 a marzo 2013; giugno 2009=100)



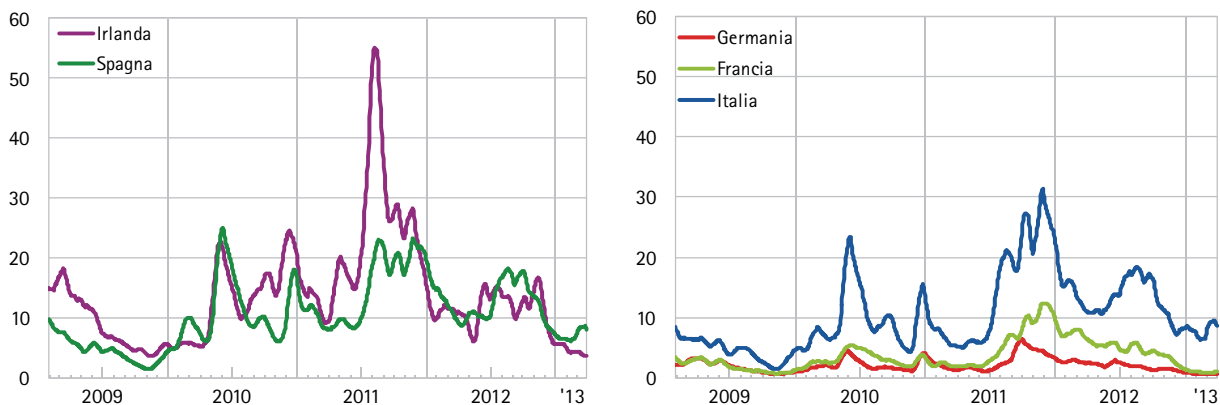
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. L'indicatore di illiquidità è stato calcolato come media dei *relative quoted spread* riferiti ai costituenti dell'indice *sovereign Iboxx* distinto per paese. Un aumento dell'indicatore corrisponde a un ampliamento dei *bid-ask spread* e, pertanto, segnala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

**Fig. 3 Premi dei *credit default swap* sovrani a 5 anni nell'Area euro**  
(punti base; dati giornalieri dal 01/01/2009 al 31/03/2013)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

**Fig. 4 Volatilità dei *credit default swap* sovrani**  
(valori percentuali su base annua; dati giornalieri dal 28/01/2009 al 31/03/2013)



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

## Riquadro 2

### Le determinanti dello *spread* dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dei paesi dell'Area euro

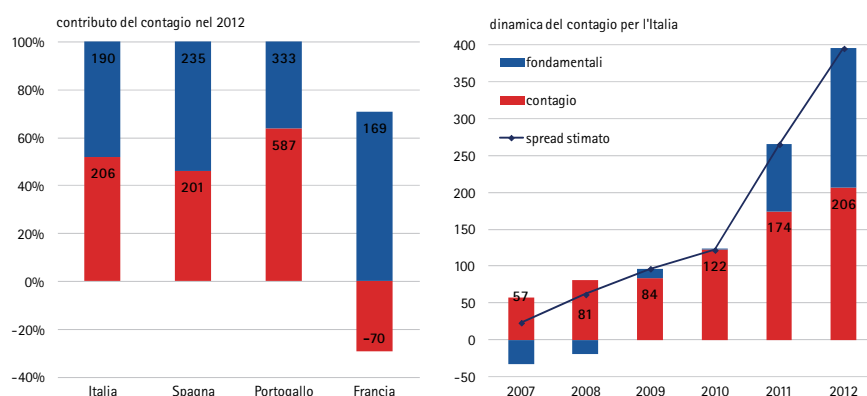
L'andamento dei premi per il rischio dei paesi dell'Area euro registrato a partire dalla crisi finanziaria del 2008 ha riflesso sia componenti legate a fattori fondamentali, quali la situazione macroeconomica e di finanza pubblica, sia componenti guidate da fenomeni di contagio.

Come emerge da un'analisi dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato decennali dei paesi dell'Area euro rispetto al Bund tedesco, nel corso del 2012 il contributo del contagio allo *spread* è risultato sostanzialmente comparabile a quello dei fondamentali per i paesi periferici, mentre ha ridotto il rendimento richiesto dagli investitori per i paesi ritenuti più sicuri.

In particolare, per Spagna e Portogallo, il contagio spiegherebbe rispettivamente il 46 e il 60 per cento dello *spread*, mentre per la Francia lo *spread* implicito nei fondamentali risulterebbe superiore a quello osservato di circa 70 punti base.

Nel caso dell'Italia i fondamentali avrebbero contribuito a ridurre lo *spread* nel biennio 2007-2008; a partire dal 2009 il peggioramento del quadro economico avrebbe comportato un crescente effetto contagio, il cui contributo per il 2012 è stimabile in circa 200 punti base, pari a più del 50 per cento dello *spread*.

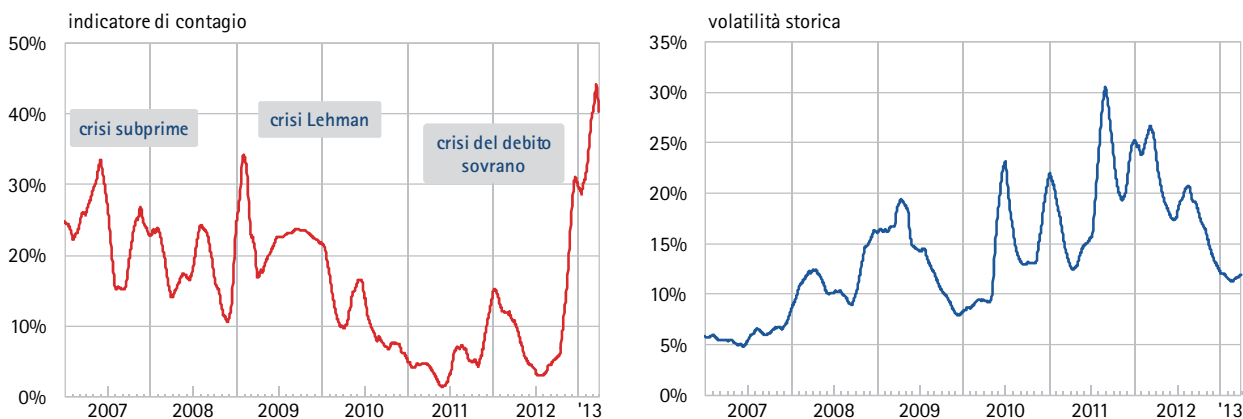
Differenziale del rendimento dei titoli di Stato a 10 anni rispetto al Bund tedesco per alcuni paesi dell'Area euro: contributo dei fattori fondamentali e del contagio



Per la metodologia di costruzione dell'indicatore di contagio si veda Giordano L., N. Linciano e P. Soccorso, 'The determinants of government yield spreads in the euro area', Quaderni di finanza Consob, n. 71, 2012. La figura di sinistra riporta, per il 2012, i contributi allo *spread* dei titoli governativi decennali di alcuni paesi dell'Area euro dei fattori fondamentali e del contagio, espressi in punti base e stimati sulla base di un modello FGLS con correzione dell'autocorrelazione. La figura di destra riporta, per il periodo 2007-2012, l'evoluzione del contributo dei fondamentali e del contagio allo *spread* relativo ai titoli di Stato italiani. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters, Eurostat, ECB, Fred database.

Le turbolenze alimentate dal salvataggio di Cipro hanno riacceso fenomeni di contagio, come attesta il forte aumento, all'inizio del 2013, dell'intensità delle connessioni fra mercati secondari dei titoli di Stato misurate da indicatori basati sulla correlazione fra gli *spread* dei titoli di Stato europei rispetto al Treasury statunitense (Fig. 5).

**Fig. 5 Indicatore di contagio e volatilità storica degli *spread* dei titoli di Stato a 10 anni per alcuni paesi europei**  
(valori percentuali; dati giornalieri dal 01/01/2007 al 31/03/2013)



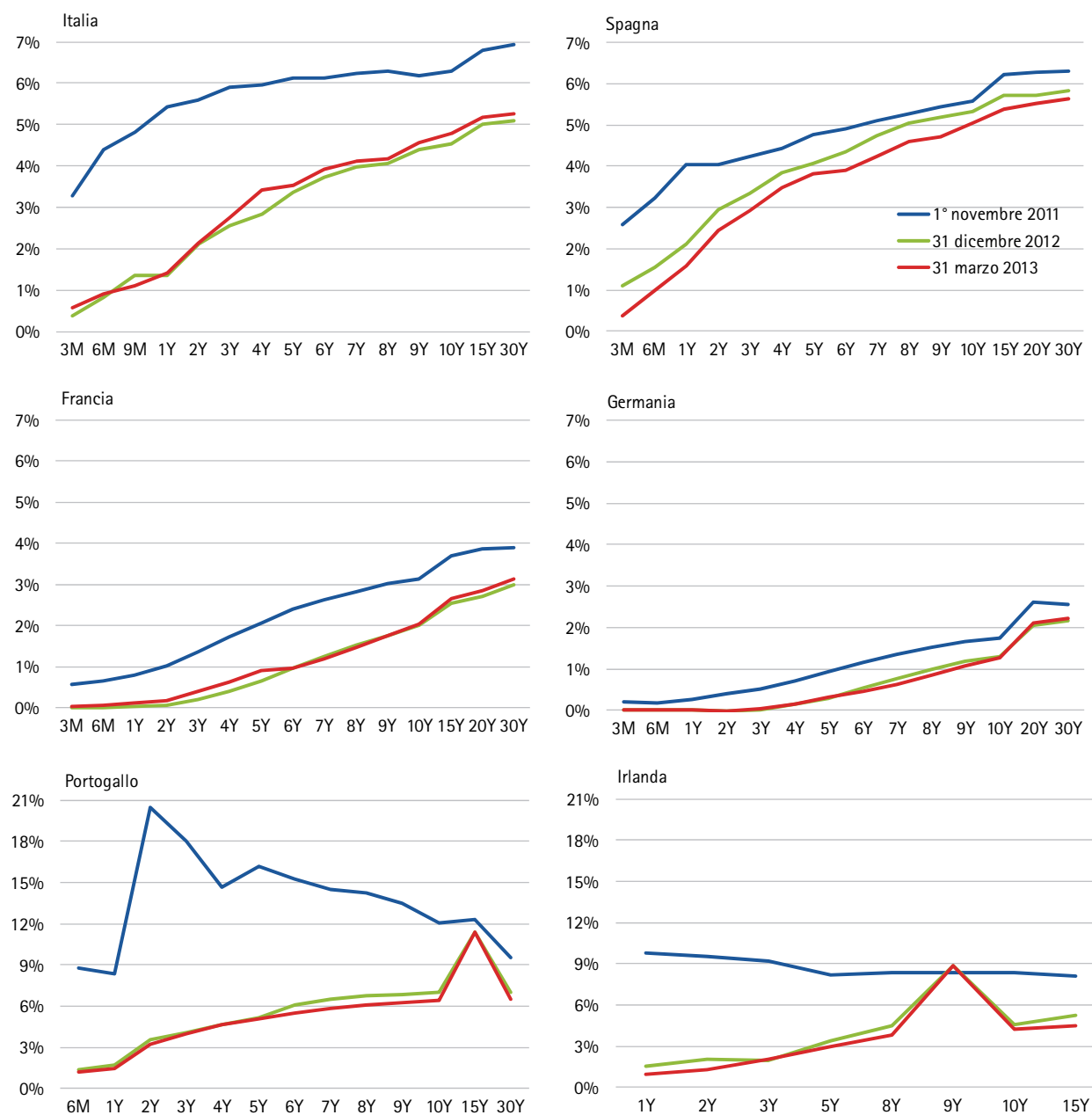
Per la metodologia di costruzione dell'indicatore di contagio si veda Gentile M. e L. Giordano, *'Financial contagion during Lehman default and sovereign debt crisis: an empirical analysis on Euro area bond and equity markets'*, Quaderni di finanza Consob n. 72. Il campione di paesi include Gran Bretagna, Germania, Francia, Spagna, Grecia, Portogallo, Irlanda, Austria, Olanda, Finlandia. La figura di sinistra riporta la percentuale delle relazioni di lungo periodo fra gli *spread* dei titoli di Stato dei vari paesi che risultano statisticamente significative, sul totale di tutte le possibili connessioni; le connessioni di lungo periodo sono state individuate applicando il test di co-integrazione bi-variata di Johansen(1988) con una finestra *rolling* di 1.000 giorni (media mobile dell'indicatore su 2 mesi). La figura di destra riporta il valore medio della volatilità storica (annualizzata) delle variazioni degli *spread* dei titoli di Stato inclusi nel campione rispetto al Treasury statunitense (esclusa la Grecia); tale volatilità è stata stimata applicando un modello multivariato Garch. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Tra novembre 2011 e dicembre 2012 la curva dei tassi d'interesse sui titoli di Stato italiani si è abbassata di più di 200 punti base sulle scadenze a lungo termine e di quasi 400 sulle scadenze inferiori all'anno. Al 31 dicembre 2012, inoltre, i rendimenti richiesti sui titoli italiani risultavano inferiori ai rendimenti dei titoli spagnoli per valori oscillanti tra 70 e 130 punti base circa a seconda delle scadenze. Tale divario si è, tuttavia, ridotto nei primi mesi del 2013.

Il fenomeno del *flight-to-quality* verso i titoli dei paesi *core* ha spinto al ribasso i premi per il rischio richiesti sui titoli tedeschi e francesi, che sulle scadenze più brevi registrano tassi reali prossimi allo zero. A marzo 2013, inoltre, la curva dei tassi mostra una forma più vicina a quella fisiologica sia per il Portogallo sia per l'Irlanda (Fig. 6).

A partire dalla seconda metà del 2012 il divario tra il rating ufficiale di Moody's e il rating implicito nei rendimenti dei titoli di Stato e nelle quotazioni dei Cds di Italia, Portogallo e Spagna si è ridotto per effetto di un andamento opposto fra la tendenza al miglioramento della percezione del rischio sovrano implicita nei prezzi dei titoli di Stato e nelle quotazioni dei Cds e il parallelo peggioramento dei rating ufficiali.

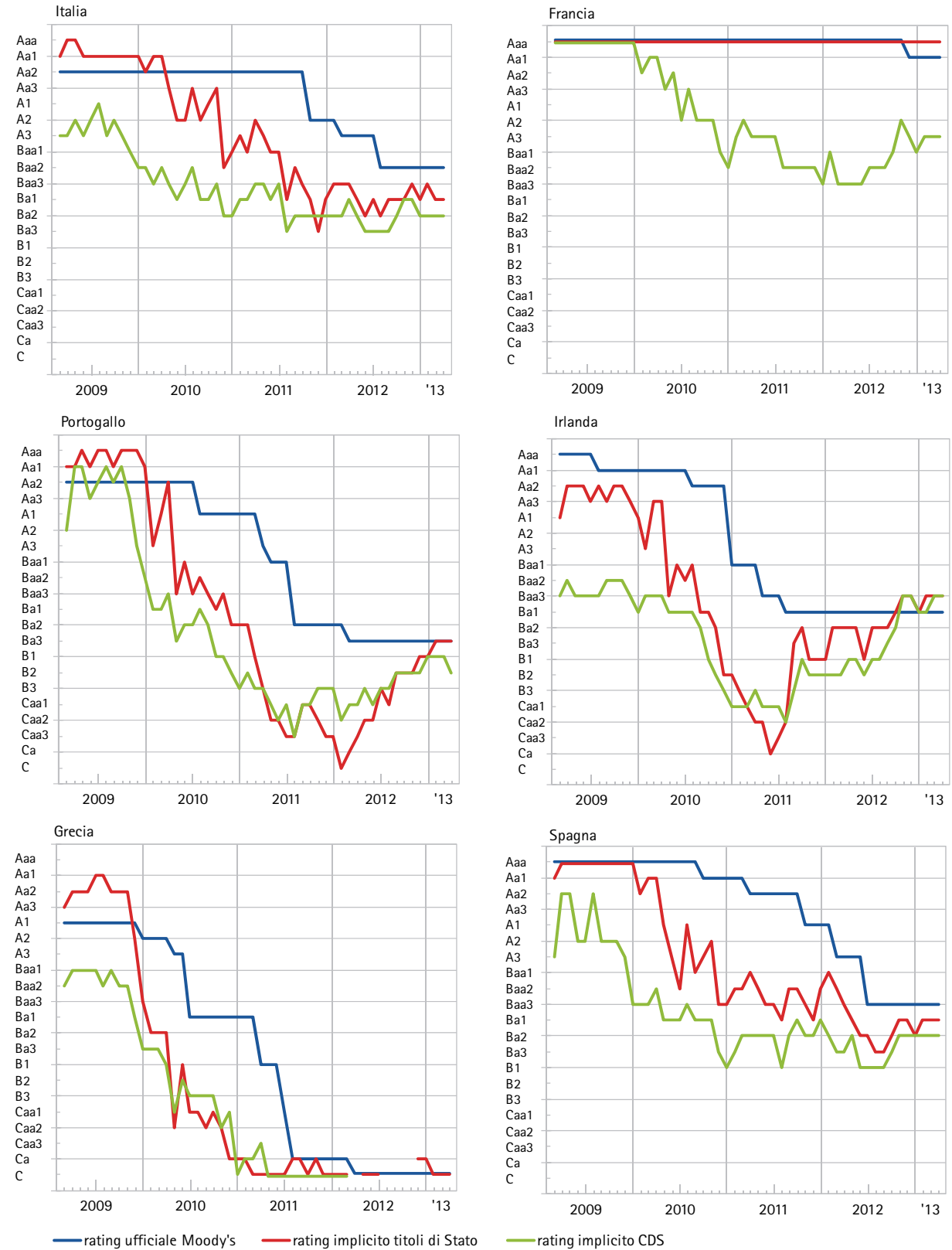
**Fig. 6** Curva dei tassi d'interesse sui titoli di Stato in alcuni paesi avanzati



Fonte: Thomson Reuters.

In particolare il giudizio di Moody's rimane superiore al rating implicito nelle quotazioni dei Cds e dei titoli di Stato per Italia e Spagna, mentre per il Portogallo risulta allineato a quello implicito nei titoli governativi a partire dai primi mesi del 2013. Nel caso dell'Irlanda, invece, già dalla fine del 2012 il giudizio dell'agenzia risultava lievemente inferiore al rischio percepito dal mercato; il rating implicito nei Cds sul debito sovrano irlandese, peraltro, è aumentato significativamente nel corso del 2012, fino a portarsi su un livello superiore a quello registrato per Italia e Spagna (Fig. 7).

**Fig. 7 Rating ufficiali e rating impliciti nei Cds e nei titoli di Stato di alcuni paesi dell'Area euro**  
 (dati mensili da gennaio 2009 a marzo 2013)



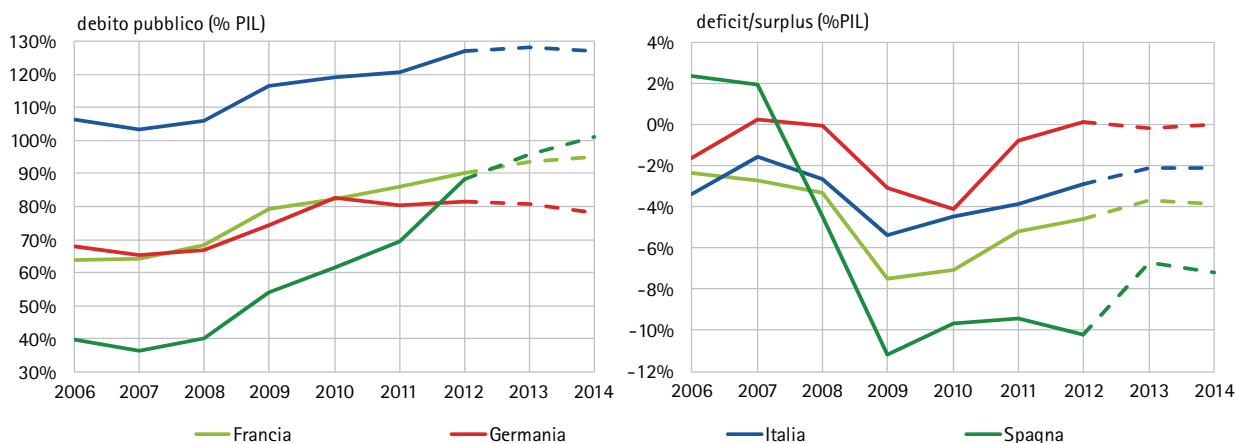
Fonte: elaborazioni su dati Moody's.



## 2 La finanza pubblica

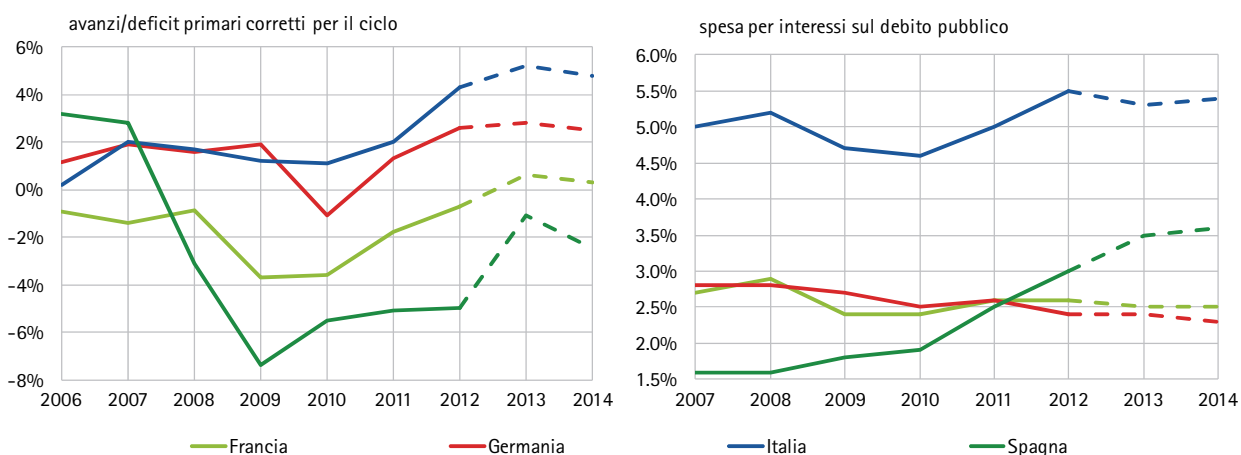
Nel corso del 2012 il deficit di bilancio in rapporto al Pil ha continuato a migliorare nei principali paesi dell'Area euro a seguito delle rigorose politiche di risanamento fiscale intraprese (Fig. 8). Secondo la Commissione europea, tuttavia, tale dinamica è destinata ad attenuarsi nel prossimo biennio, a causa di molteplici fattori riconducibili, oltreché alla debolezza della crescita economica, al persistere di disavanzi primari (come nel caso di Spagna e Francia) e all'aumento della spesa per interessi, la cui incidenza attesa sul Pil ha subito nella seconda parte del 2012 una significativa revisione verso l'alto (soprattutto per Spagna e Italia; Fig. 9). Tali fattori hanno già condizionato la dinamica del debito pubblico in rapporto al Pil, che nel corso dell'anno ha registrato un incremento per Italia, Francia e Spagna.

**Fig. 8** Deficit e debito pubblico nei paesi avanzati



Fonte: Commissione europea.

**Fig. 9** Avanzi/deficit primari del settore pubblico corretti per il ciclo e spesa per interessi (valori in percentuale del Pil)



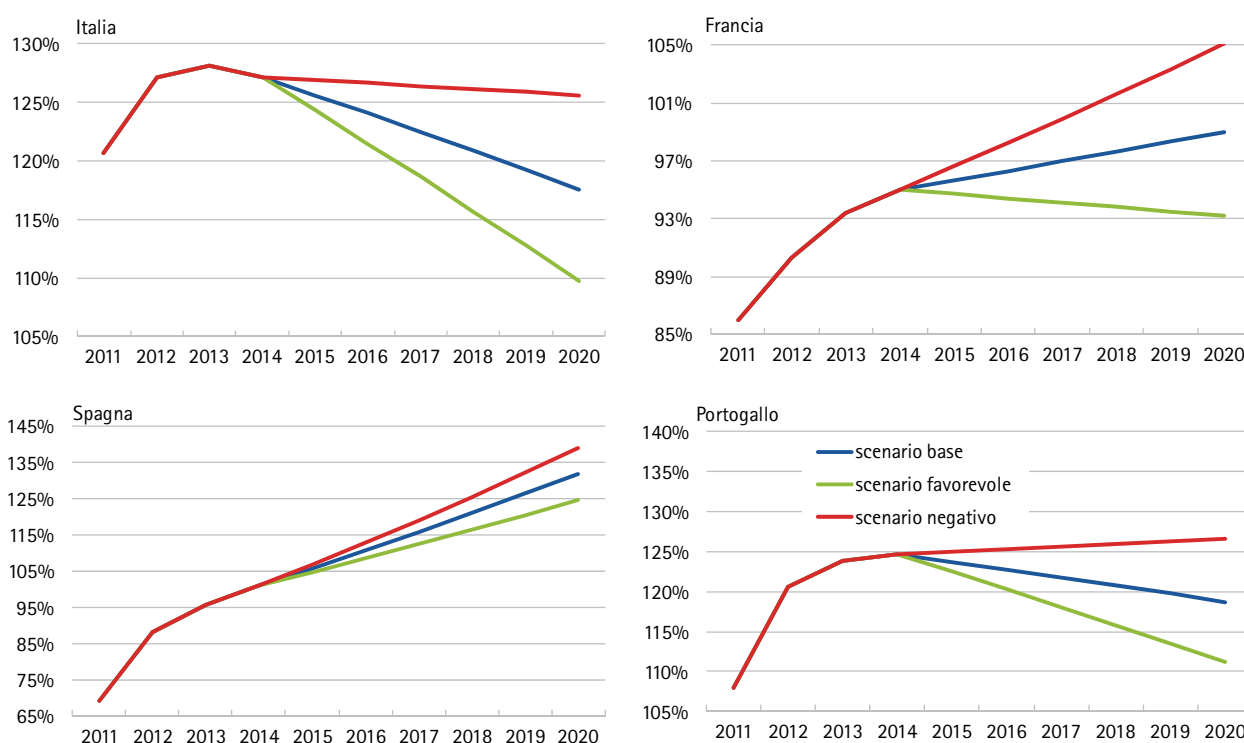
Fonte: Commissione europea.

L'analisi della sostenibilità del debito è diventata un elemento essenziale del monitoraggio dei conti pubblici nazionali a livello europeo. L'obiettivo di sostenibilità del debito rischia di essere mancato in assenza di una ripresa economica sostenuta e di un rientro della dinamica attuale del costo del debito.

In uno scenario negativo di perdurante crescita nulla e tassi di interesse superiori di 100 punti base rispetto ai valori attuali, il peso del debito sul Pil raggiungerebbe valori superiori al 125 per cento per Italia e Portogallo e al 135 per cento per la Spagna entro il 2020. Invece, in uno scenario positivo che prevede tassi di interesse costanti ai valori attuali e un tasso di crescita pari all'1 per cento, il rapporto debito/Pil seguirebbe una dinamica discendente per Italia, Portogallo e, in misura molto più modesta, Francia, mentre continuerebbe a crescere per la Spagna (Fig. 10).

Finché i tassi di interesse rimangono superiori al tasso di crescita del Pil, la stabilizzazione dei conti pubblici richiede il conseguimento e il mantenimento di avanzi primari. L'entità dell'avanzo primario necessario dipende, a sua volta, dallo stock del debito pubblico accumulato e dall'obiettivo di stabilizzazione perseguito (inteso come riduzione del rapporto debito/Pil che si intende realizzare in un determinato lasso di tempo).

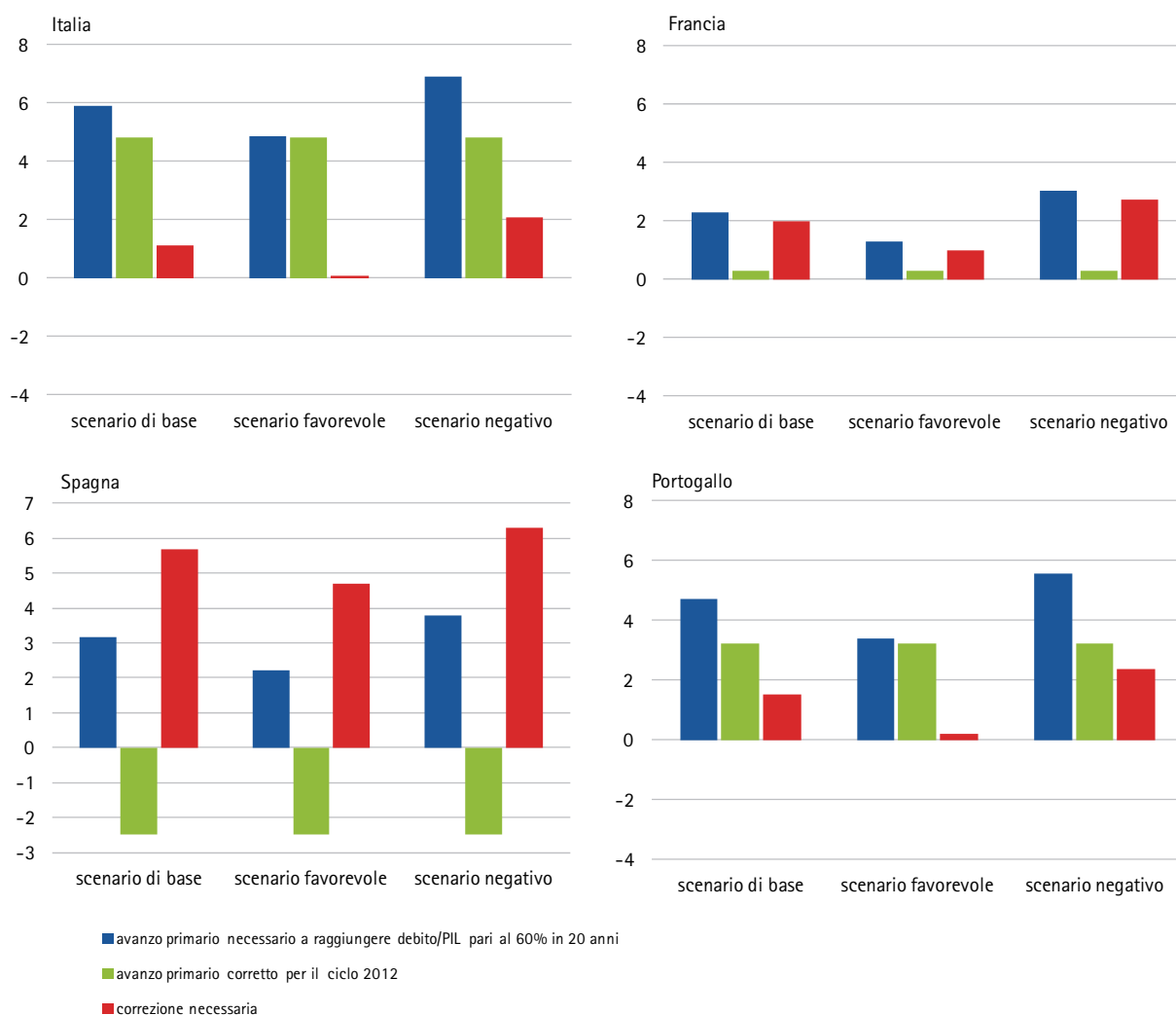
**Fig. 10 Simulazioni sull'evoluzione del rapporto debito/Pil per alcuni paesi dell'Area euro**



L'evoluzione del debito è stata calcolata sulla base del vincolo intertemporale di bilancio. Lo scenario di base considera i tassi di interesse attuali e un tasso di crescita reale del Pil pari a 0 per cento. Lo scenario favorevole utilizza i tassi di interesse attuali e un tasso di crescita reale del Pil pari a 1 per cento. Lo scenario negativo considera i tassi di interesse attuali aumentati di 100 punti base e un tasso di crescita reale del Pil pari a 0 per cento. In tutti e tre gli scenari l'avanzo/disavanzo primario corretto per il ciclo è pari al valore previsto dalla Commissione europea per il 2014, mentre il tasso di inflazione è pari al 2 per cento. I dati utilizzati sono di fonte Commissione europea.

La correzione dell'avanzo primario necessaria per ridurre il rapporto debito/Pil al 60 per cento in 20 anni oscilla, a seconda degli scenari considerati, tra lo 0,1 e il 2,1 per cento del Pil per l'Italia, che ha già avviato importanti riforme strutturali, mentre risulta molto più significativa per la Spagna, attestandosi tra il 4,7 e il 6,3 per cento circa del Pil. Per il Portogallo, invece, la correzione necessaria sarebbe compresa tra lo 0,2 e il 2,3 per cento del Pil, a seconda dei tassi di interesse e della crescita economica. Infine la Francia, che non ha ancora avviato interventi significativi sui propri conti pubblici, dovrebbe effettuare una correzione dell'avanzo primario tra l'uno e il 2,7 per cento del Pil, a seconda dello scenario considerato (Fig. 11).

**Fig. 11** Correzione dell'avanzo primario necessaria a raggiungere un rapporto debito/Pil pari al 60 per cento in 20 anni (valori in percentuale del Pil)



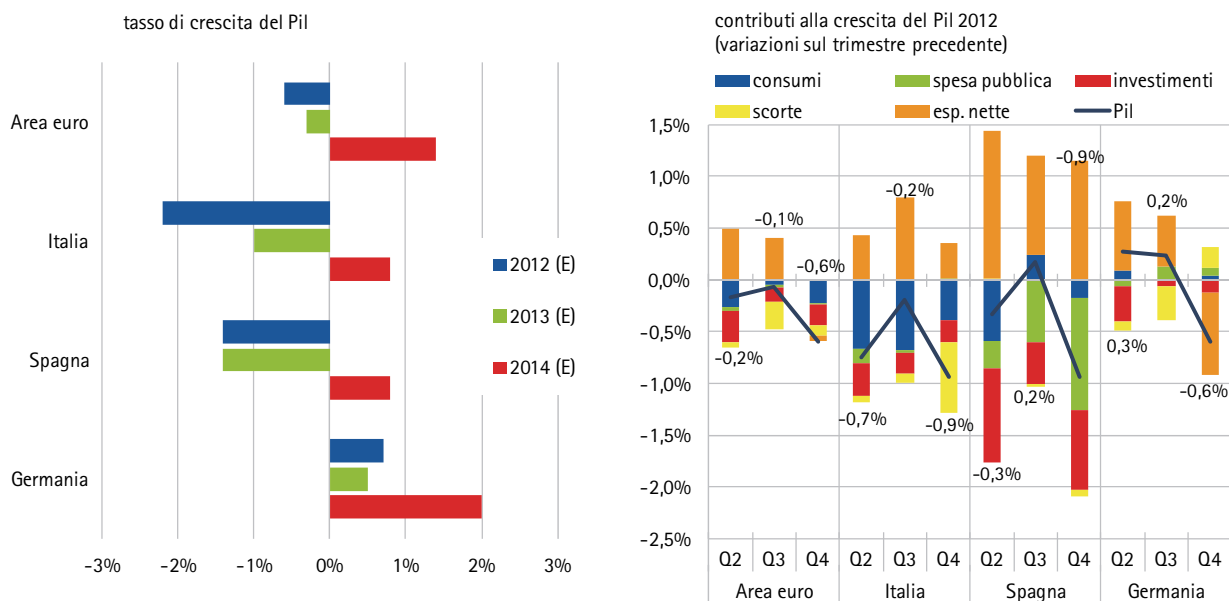
La correzione dell'avanzo primario necessaria a raggiungere un rapporto debito/Pil pari al 60 per cento in 20 anni è stata calcolata sulla base del vincolo intertemporale di bilancio. Lo scenario di base considera i tassi di interesse attuali e un tasso di crescita reale del Pil pari a 0 per cento. Lo scenario favorevole utilizza i tassi di interesse attuali e un tasso di crescita reale del Pil pari a 1 per cento. Lo scenario negativo considera i tassi di interesse attuali aumentati di 100 punti base e un tasso di crescita reale del Pil pari a 0 per cento. In tutti e tre gli scenari il tasso di inflazione è pari al 2 per cento. I dati utilizzati sono di fonte Commissione europea.

### 3 L'attività economica

Nel corso del 2012 l'attività economica dell'Area euro nel suo complesso si è caratterizzata per una vulnerabilità crescente. Secondo le stime della Commissione Europea nel 2012 il prodotto dell'Area ha subito una contrazione dello 0,6 per cento principalmente a causa del calo degli investimenti e dei consumi. I primi segnali di ripresa sono attesi solo nel 2014 (Fig. 12).

Nel corso del 2012 si è, inoltre, accentuata la divaricazione tra il ciclo economico dei paesi *core* (soprattutto la Germania) e quello dei paesi periferici (Italia e Spagna) osservata a partire dal 2010. La Germania pur avendo chiuso l'ultimo trimestre dell'anno in negativo a fronte della contrazione delle esportazioni nette, ha registrato un tasso di crescita annuale pari allo 0,7 per cento. Nonostante la dinamica favorevole della bilancia commerciale l'attività economica è, invece, calata in Italia e Spagna (rispettivamente del 2,2 e dell'1,4 per cento), a fronte della contrazione dei consumi (in Italia) e di investimenti e spesa pubblica (in Spagna).

Fig. 12 Crescita del prodotto in alcuni paesi avanzati



Fonte: elaborazione su dati Commissione Europea e Thomson Reuters.

Con l'acuirsi della crisi le analisi delle principali organizzazioni internazionali evidenziano errori sempre più ampi nella stima delle previsioni di crescita, soprattutto per i paesi periferici (Italia e Spagna). Tali errori sono verosimilmente dovuti alla sottostima dell'impatto negativo delle politiche di consolidamento fiscale attuate contemporaneamente da più paesi nell'Area euro, ma anche probabilmente alle determinanti di natura finanziaria della crisi e alle difficoltà di quantificare gli effetti sul prodotto della contrazione del credito bancario all'economia (Fig. 13).

**Fig. 13 Confronto fra crescita del prodotto prevista ed effettiva**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Commissione europea.

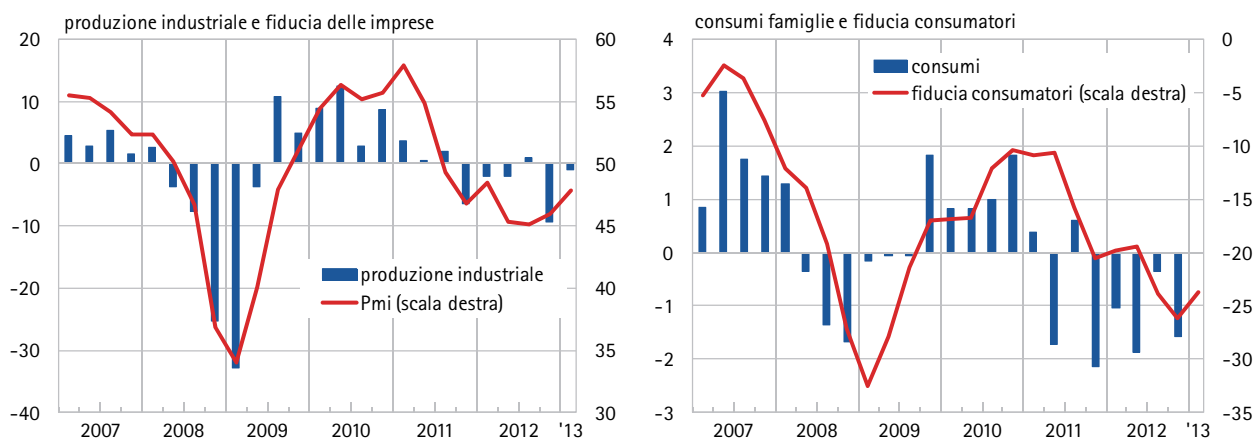
Dopo la lieve ripresa registrata nel terzo trimestre del 2012 la produzione industriale dell'Area euro ha sperimentato, negli ultimi tre mesi dell'anno, un calo tendenziale di oltre 9 punti percentuali. Alla contrazione dell'indice della produzione industriale, la più significativa dal 2009, non si è accompagnato, tuttavia, un deterioramento del clima di fiducia delle imprese; pur restando sotto i 50 punti, soglia che demarca il limite tra aspettative di espansione e recessione, il Pmi composito, indice di riferimento per le imprese dell'Area, è tornato a salire, infatti, a partire dal terzo trimestre dell'anno.

L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori, in calo dalla metà del 2011, segnala, invece, un ulteriore peggioramento delle attese delle famiglie; le misure di consolidamento fiscale intraprese da molti paesi dell'Area hanno contribuito, infatti, a ridurre il reddito disponibile e ad alimentare un pessimismo diffuso. Ciononostante i primi mesi del 2013 evidenziano un lieve miglioramento nelle aspettative dei consumatori (Fig. 14).

Il mercato immobiliare rimane debole nella maggior parte dei paesi avanzati. I prezzi delle abitazioni, infatti, hanno registrato un moderato aumento solo negli Stati Uniti, dove il programma di acquisti sul mercato secondario di *mortgage backed securities*, avviato dalla Fed lo scorso settembre, dovrebbe contribuire a stimolare l'offerta di mutui. Nell'Area euro i

prezzi, in lieve crescita sul mercato tedesco e ancora elevati in Francia, risultano generalmente stabili o in calo. Il risanamento dei conti pubblici messo in atto nei principali paesi periferici prevede, peraltro, un aggravio del prelievo che deprime la domanda di abitazioni. In prospettiva, dunque, i prezzi degli immobili dovrebbero continuare a calare (Fig. 15).

**Fig. 14 Produzione industriale, consumi delle famiglie e clima di fiducia delle imprese e dei consumatori dell'Area euro**

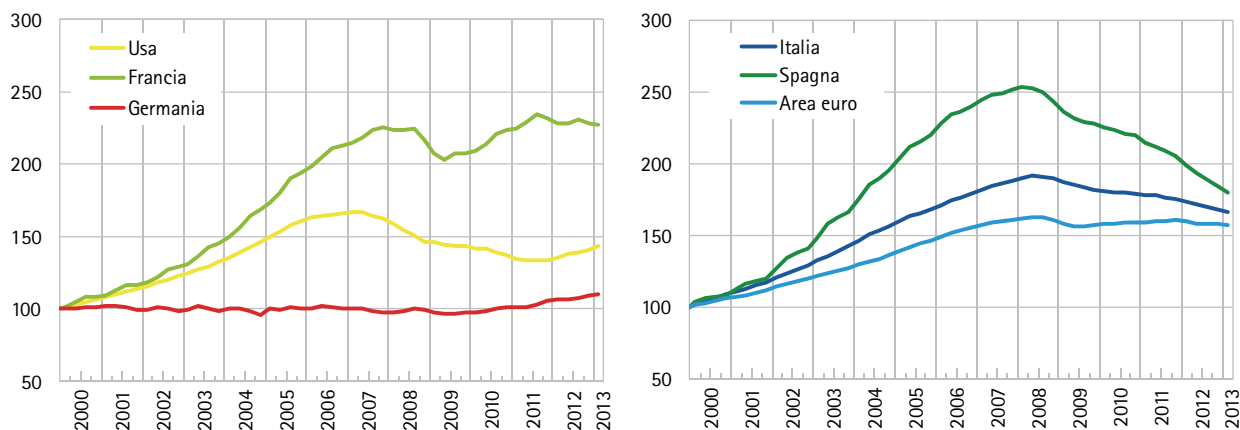


Il tasso di crescita annualizzato di produzione industriale e consumi delle famiglie è calcolato su dati trimestrali. La serie del Pmi composito è espressa in punti indice. La serie della fiducia dei consumatori è espressa in saldi percentuali. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters, Markit Economics, Eurostat e Commissione Europea.

Il protrarsi della fase di debolezza congiunturale si riflette sul mercato del lavoro con tassi di disoccupazione in crescita per quasi tutti i paesi dell'Area.

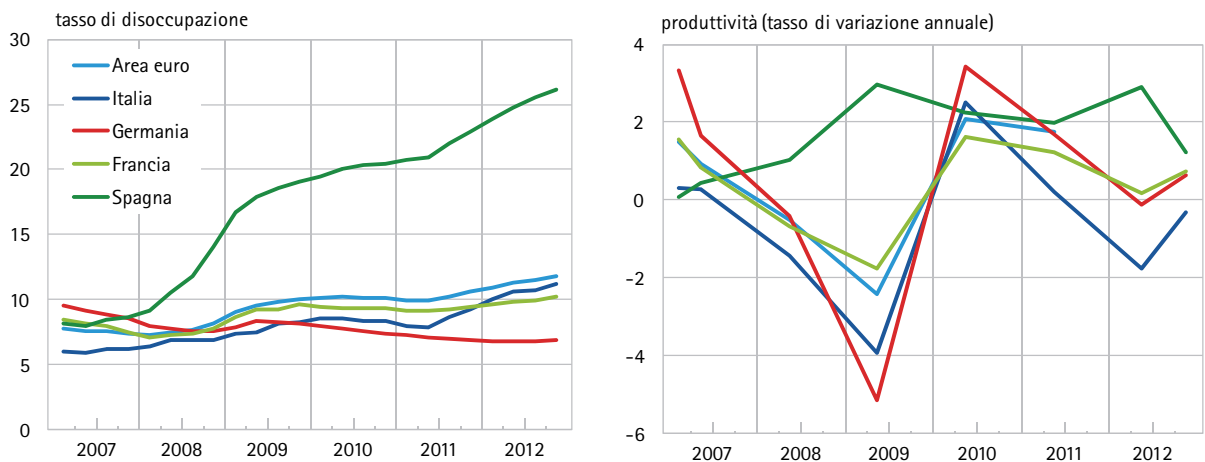
In Spagna, in particolare, il dato ha superato il 25 per cento, mentre in Italia ha raggiunto l'11 per cento. Secondo le ultime stime della Commissione europea il tasso di disoccupazione dovrebbe, peraltro, continuare a salire fino a raggiungere, nel 2014, il 12 per cento sia nell'Area euro sia in Italia (Fig. 16).

**Fig. 15 Prezzi delle abitazioni in alcuni paesi avanzati**  
(numeri indice; gennaio 2000=100)



Fonte: Thomson Reuters.

**Fig. 16 Disoccupazione e produttività**  
(valori percentuali)

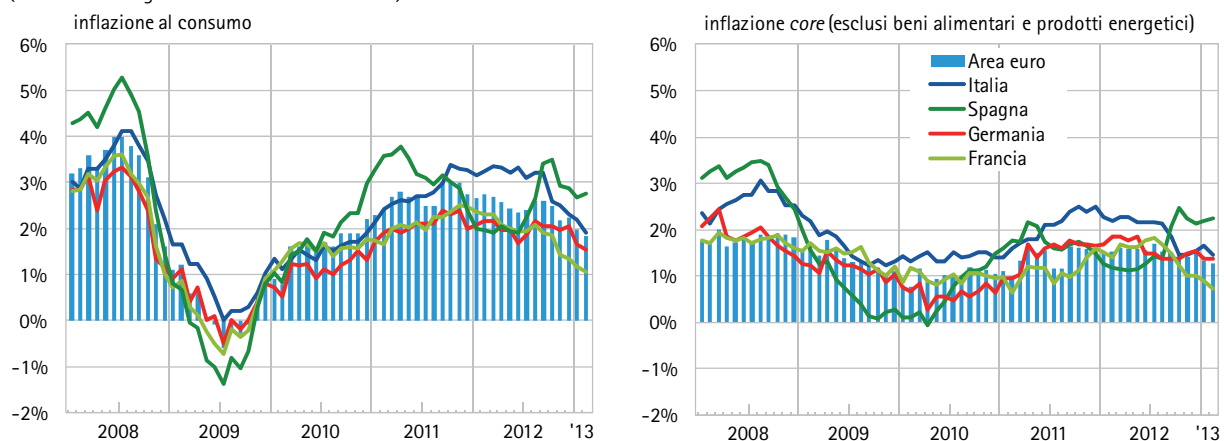


Fonte: Thomson Reuters.

Il tasso di crescita tendenziale della produttività, in calo dalla metà del 2010 nella maggior parte dei paesi avanzati, ha mostrato una moderata ripresa in Italia, Francia e Germania nel secondo semestre del 2012, mentre ha continuato a ridursi in Spagna.

In un contesto di domanda interna debole ed elevata disoccupazione l'inflazione dell'Area euro ha cominciato a diminuire da settembre 2012, fino a portarsi all'1,8 per cento a febbraio 2013 (Fig. 17).

**Fig. 17 Inflazione**  
(dati mensili da gennaio 2008 a febbraio 2013)



Fonte: Thomson Reuters.

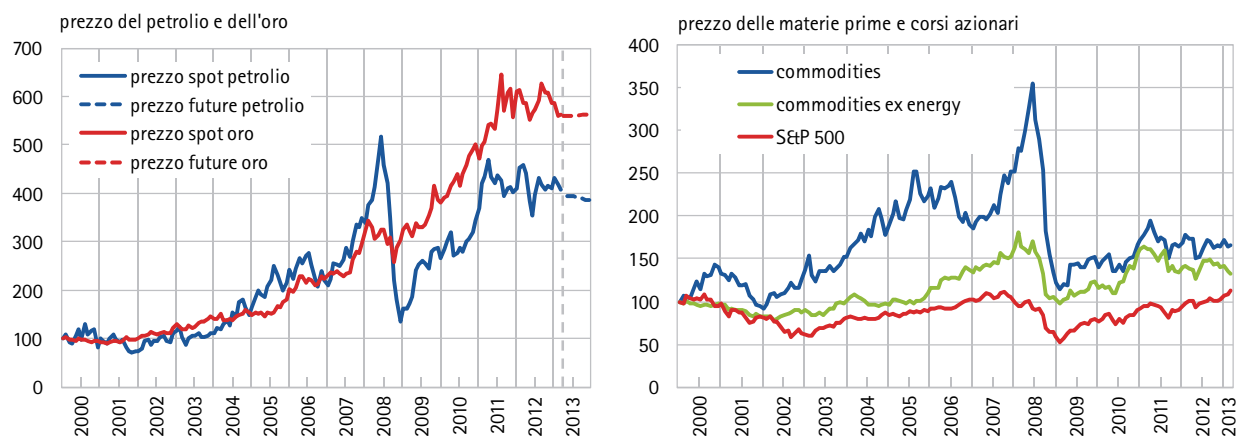
Fa eccezione la Spagna, dove, principalmente a causa dell'aumento delle aliquote Iva, l'inflazione ha raggiunto il 3,5 per cento su base annua nel mese di ottobre, per poi tornare a scendere il mese successivo.

La dinamica contenuta dei prezzi dei beni energetici nell'ultimo trimestre del 2012 ha contribuito a ridurre il tasso di crescita dei prezzi al consumo, controbilanciando il lieve rialzo dell'inflazione core registrato sul finire dell'anno.

In prospettiva, l'impatto delle misure di consolidamento fiscale intraprese in molti paesi dell'Area e il protrarsi della fase recessiva lasciano prevedere per il prossimo biennio un ulteriore graduale calo dell'inflazione al consumo (dal 2,5 per cento nel 2012 all'1,5 per cento nel 2014, secondo le ultime stime della Commissione europea).

Dopo la significativa flessione registrata nel corso del primo semestre 2012 le quotazioni di oro e petrolio sono tornate a salire a partire dal mese di agosto (Fig. 18).

**Fig. 18 Prezzi del petrolio, dell'oro e delle materie prime**  
(dati mensili da gennaio 2000 a marzo 2013; gennaio 2000=100)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

In particolare l'oro ha riguadagnato i livelli toccati alla fine del 2011 per poi scendere nuovamente nell'ultimo trimestre dell'anno. I prezzi del petrolio hanno, invece, sperimentato pressioni al rialzo in ragione delle frizioni nell'offerta innescate dalle tensioni geopolitiche nei paesi produttori e dall'embargo contro l'Iran; tali pressioni sono state, tuttavia, parzialmente compensate nell'ultimo trimestre dell'anno dalla contrazione della domanda da parte delle principali economie avanzate.

In un contesto di crescita debole i *futures* sul petrolio indicano una dinamica moderatamente discendente delle quotazioni del greggio per il 2013. Tali aspettative si accompagnano alla previsione di un lieve calo anche nei prezzi delle *commodities*.

In ambito globale, nel 2012, il quadro congiunturale ha registrato una crescita nulla nel Regno Unito e una ripresa dell'attività economica negli Stati Uniti (2,2 per cento) e nel Giappone (1,9 per cento). Nel 2013 il ciclo economico dovrebbe migliorare nel Regno Unito e consolidarsi negli Stati Uniti, mentre si prevede una flessione dell'attività economica in Giappone (Riquadro 3).



## Riquadro 3

### Le economie avanzate esterne all'Area euro: Regno Unito, Stati Uniti e Giappone

Nel 2012 il prodotto del Regno Unito ha mostrato una crescita nulla per effetto della ripresa registrata nel terzo trimestre (+0,9 per cento, trainata dalle Olimpiadi tenutesi a Londra nel mese di agosto) che ha compensato la contrazione dell'attività economica registrata negli altri trimestri dell'anno.

Secondo le previsioni della Commissione europea la crescita nel Regno Unito dovrebbe riprendere nel 2013, con un tasso atteso pari allo 0,9 per cento, e consolidarsi l'anno successivo, fino a raggiungere quasi il 2 per cento.

Per i conti pubblici del Regno Unito si prospetta, invece, un peggioramento nel 2013. Per effetto dell'incremento del deficit primario (dal 3,3 per cento del 2012 al 4,3 per cento del 2013) il rapporto deficit/Pil è atteso in crescita fino al 7,4 per cento (dal 6,3 per cento circa del 2012); anche il rapporto debito/Pil è previsto in aumento fino a oltre il 95 per cento, più del doppio del livello precedente alla crisi (circa il 44 per cento nel 2007).

Il tasso di inflazione si è stabilizzato attorno a quota 2,7 per cento, ben al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento della Bank of England, dopo il significativo rimbalzo dei prezzi al consumo al netto dei beni energetici e alimentari registrato a settembre. Il tasso di disoccupazione, pari a fine 2012 al 7,8 per cento, continua a contrarsi dal dicembre 2011, quando si attestava all'8,4 per cento.

Nel 2012 gli Stati Uniti, a fronte di una inaspettata lieve contrazione del Pil nel quarto trimestre, hanno registrato una variazione positiva del prodotto, pari al 2,2 per cento, grazie soprattutto al contributo dei consumi interni.

Secondo le stime pubblicate dalla Commissione Europea all'inizio del 2013, riviste al ribasso rispetto alle previsioni dello scorso autunno, il tasso di crescita del Pil statunitense dovrebbe attestarsi su valori lievemente inferiori al 2 per cento nel 2013, per poi portarsi al 2,6 per cento nel 2014.

Il maggior fattore di instabilità è legato all'andamento dei conti pubblici e alle incertezze derivanti dalla gestione del cosiddetto *fiscal cliff* sulla base delle decisioni del Congresso vigenti dal 1° marzo scorso. Il *Congressional Budget Office* stima che nei prossimi 5 anni il deficit pubblico diminuirà, portandosi sotto il 3 per cento del Pil, grazie soprattutto alla crescita economica; dopo il 2018, tuttavia, gli squilibri nei conti pubblici dovrebbero tornare ad accentuarsi, secondo una dinamica crescente destinata a durare nel lungo termine. L'aumento delle imposte, reso permanente con l'accordo sul *fiscal cliff*, non sarebbe sufficiente a contrastare, infatti, gli effetti della crescita della spesa, in particolare di quella sanitaria.

Il tasso di inflazione, dopo un primo semestre caratterizzato da un trend calante, ha registrato un rialzo portandosi dall'1,4 per cento di luglio al 2,1 per cento di ottobre a fronte dell'aumento delle quotazioni di petrolio e beni alimentari; tale dinamica ha registrato un'inversione alla fine dell'anno, anche per effetto delle attese di un ribasso nei prezzi del greggio. Il livello di disoccupazione, in flessione ormai dalla fine del 2009, si è attestato nel 2012 all'8,1 per cento.

Nel 2012 il prodotto del Giappone è cresciuto dell'1,9 per cento, grazie soprattutto al buon andamento dei primi mesi dell'anno. Secondo le previsioni della Commissione europea il tasso di crescita del Pil dovrebbe diminuire nel 2013, portandosi all'uno per cento, per poi aumentare l'anno successivo, fino a raggiungere l'1,6 per cento.

Le finanze pubbliche giapponesi sono estremamente vulnerabili: il rapporto tra debito e Pil nel 2012 è risultato pari al 237,5 per cento ed è atteso in crescita nel prossimo biennio (246,2 per cento nel 2013 e 247,7 per cento nel 2014); allo stesso tempo il deficit di bilancio in rapporto al Pil è previsto sostanzialmente stabile rispetto al valore registrato nel 2012, pari al 9,1 per cento. In assenza di interventi correttivi tale situazione è destinata a peggiorare, a fronte di una dinamica sfavorevole sia delle entrate, in riduzione per effetto della crescita debole, sia della spesa pensionistica e sanitaria, che riflette l'invecchiamento della popolazione.

Le pressioni deflazionistiche, tuttora in corso, dovrebbero attenuarsi per effetto delle recenti innovazioni alla politica monetaria della Banca centrale. Il tasso di disoccupazione è lievemente diminuito portandosi al 4,2 per cento alla fine del 2012 (4,5 per cento nel 2011).

Nel 2012 i principali paesi emergenti hanno registrato un rallentamento della crescita che riflette la debolezza dell'economia globale e la conseguente riduzione del contributo delle esportazioni. Nel caso della Cina, tuttavia, il ridimensionamento della domanda esterna sta favorendo il lento riassorbimento di significativi squilibri della domanda interna (Riquadro 4).

## 4 La politica monetaria e l'integrazione finanziaria nell'Area euro

Dall'inizio della crisi finanziaria la dimensione dei bilanci di BCE, Fed e Banca del Giappone (BoJ) è cresciuta in termini sia assoluti sia in relazione al Pil, attestandosi, a fine 2012, rispettivamente al 28, al 19 e al 32 per cento del Pil. L'incremento è stato più significativo per BCE e Fed rispetto a quello registrato per la BoJ, che già tra la fine degli anni novanta e i primi anni 2000 aveva adottato misure non convenzionali di politica monetaria nel tentativo di contrastare la deflazione in atto (Fig. 19).

## Riquadro 4

### Le prospettive di crescita dell'economia cinese

Nel 2012 l'economia cinese è cresciuta del 7,9 per cento, registrando così il tasso di crescita più basso dal 1999 e in netto calo rispetto al 9,3 per cento dell'anno precedente. Secondo le previsioni della Banca Mondiale nel prossimo triennio la crescita dovrebbe accelerare all'8,4 per cento nel 2013, per poi stabilizzarsi intorno all'8 per cento nel biennio successivo.

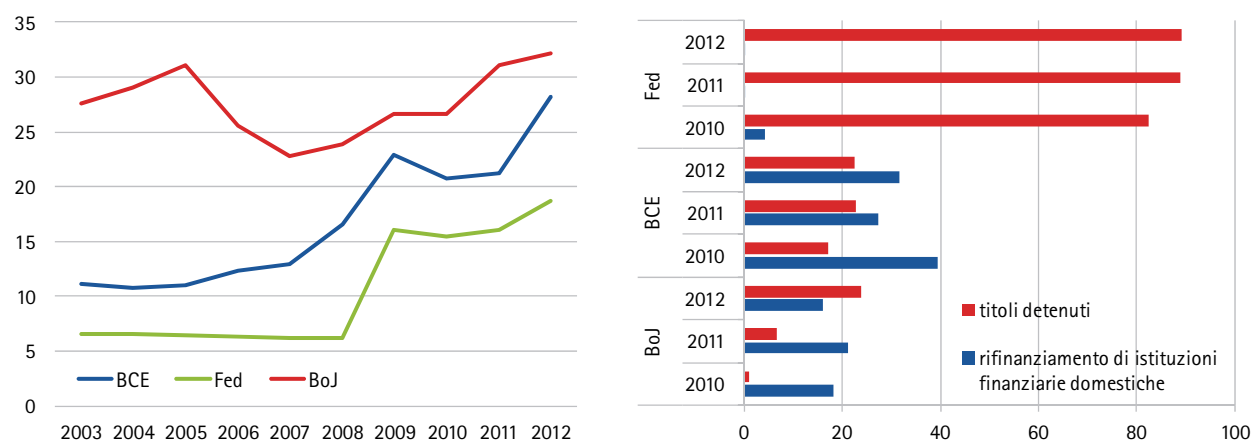
L'economia cinese continua a caratterizzarsi per un forte squilibrio tra le varie componenti della domanda, dovuto all'eccessivo peso degli investimenti (soprattutto pubblici) e alla forte dipendenza dalle esportazioni, che tuttavia la crisi globale ha contribuito a ridurre. In questo contesto, comunque, cominciano a emergere segnali di riequilibrio della domanda grazie alla recente dinamica dei consumi interni.

Le politiche economiche adottate nei primi anni 2000, infatti, hanno favorito il risparmio e l'accumulazione di capitale, a scapito della crescita dei consumi. In particolare il piano di stimolo fiscale a sostegno dell'attività economica, varato dal governo nel 2008-09, ha comportato nel triennio successivo una crescita degli investimenti pubblici e privati pari mediamente al 14 per cento; tale crescita è ascrivibile in larga parte agli investimenti infrastrutturali che hanno parzialmente spiazzato quelli privati nel settore manifatturiero. Il contributo degli investimenti alla crescita è passato da una media di 2,3 punti percentuali negli anni ottanta e novanta del secolo scorso a circa 5 punti percentuali nella prima decade degli anni 2000. Il rapporto tra investimenti e Pil è così aumentato, dal 2000, di oltre 20 punti percentuali portandosi nel 2011 a circa il 45 per cento. Le autorità cinesi hanno da tempo indicato la necessità di interventi tesi a riequilibrare la dinamica degli investimenti anche aumentando il peso del settore dei servizi e degli investimenti in capitale umano.

L'aumento del contributo degli investimenti alla crescita si è accompagnato alla progressiva contrazione del peso dei consumi privati sul Pil, pari nel 2011 al 34 per cento (a fronte del 56 per cento nell'Area euro). La distribuzione del reddito ha penalizzato il potere d'acquisto delle famiglie e i relativi consumi; inoltre, l'inadeguatezza della rete di sicurezza sociale ha stimolato la già elevata propensione al risparmio delle famiglie. In base alle rilevazioni dell'Ufficio nazionale di statistica, tra il 2008 e il 2010, il reddito disponibile *pro capite* è cresciuto al tasso del 9 per cento l'anno, in linea con il quinquennio precedente ma inferiore al tasso di crescita del prodotto (9,7 per cento). Dal 2011 la dinamica di salari e occupazione ha portato la crescita del reddito disponibile delle famiglie intorno al 10 per cento in termini reali. Inoltre la spesa sociale, soprattutto nei comparti della sanità e delle pensioni, è cresciuta fino al 9 per cento del Pil.

Secondo l'obiettivo fissato dalle autorità cinesi nell'ultimo piano quinquennale (2011-16), la quota dei consumi privati sul Pil dovrebbe salire fino al 40 per cento entro il 2016: si tratta, tuttavia, di un obiettivo ambizioso che potrebbe richiedere ulteriori azioni di politica economica, quali ad esempio l'aumento della spesa sociale. Si stima, infatti, che la quota dei consumi privati sul prodotto potrebbe aumentare di oltre sette punti percentuali qualora la spesa sociale salisse di altri sei punti raggiungendo il 15 per cento del Pil, in linea con i valori rilevati per i paesi a medio reddito.

**Fig. 19 Peso sul Pil e composizione dell'attivo di BCE, Fed e BoJ**  
(valori percentuali)



Il rifinanziamento di istituzioni finanziarie domestiche include, nel caso della Fed, anche la *term auction facility*, tramite la quale la banca centrale ha erogato liquidità nel periodo 2008-2010. I dati utilizzati sono di fonte BCE, Fed e BoJ.

La composizione degli attivi delle tre banche centrali riflette le differenze negli strumenti, sia tradizionali sia non convenzionali, utilizzati per fronteggiare la crisi. La Fed, tra il 2008 e il 2009, ha intrapreso azioni miranti ad assicurare l'erogazione di liquidità mediante il finanziamento diretto a banche e *dealer* più esposti ai problemi della crisi dei *sub-prime*; a partire dal 2009, invece, è ricorso quasi esclusivamente all'acquisto di titoli di Stato e titoli legati a operazioni di cartolarizzazione, che a fine 2012 pesavano per oltre il 90 per cento sull'attivo della banca centrale (2.700 miliardi di dollari). L'acquisto dei titoli di Stato è proseguito anche nei primi mesi del 2013, per un importo pari a 45 miliardi di dollari al mese (equivalente su base annuale al 64 per cento dell'indebitamento netto del governo federale del 2013); inoltre è in corso un programma di acquisti di *mortgages backed securities* (MBS) per 40 miliardi di dollari al mese. Queste misure potrebbero essere ridimensionate nel corso dell'anno qualora la ripresa dell'economia statunitense venisse reputata sufficientemente robusta.

La BCE, a differenza della Fed, 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 consistenti in acquisti di titoli: a fine 2012 i titoli pubblici costituivano il 20 per cento circa dell'attivo della BCE, mentre le operazioni di rifinanziamento delle istituzioni finanziarie pesavano per circa un terzo dell'attivo.

La BoJ ha avviato nell'ottobre 2010 l'*Asset Purchase Program*, finalizzato all'acquisto di titoli di Stato, titoli cartolarizzati e obbligazioni emesse da società di investimento immobiliare, e ne ha ampliato le dimensioni a più riprese fino a dicembre 2012, quando i fondi disponibili nell'ambito del programma erano pari a 101.000 miliardi di yen (circa il 20 per cento del Pil). La Banca del Giappone ha significativamente innovato la politica monetaria nei primi mesi del 2013. In particolare ha ufficializzato la cooperazione con il Governo, ha definito per la prima

volta un obiettivo di inflazione pari al 2 per cento, da raggiungere entro 2 anni, e ha annunciato una nuova fase di 'stimolo monetario quantitativo e qualitativo'.

La BCE, al fine di ripristinare i normali canali di trasmissione della politica monetaria interrotti dalla frammentazione dei mercati monetari e finanziari dell'Area, ha annunciato, ad agosto 2012, e poi definito, nel successivo settembre, un programma di acquisto sul mercato secondario di titoli pubblici aventi scadenza residua massima pari a 3 anni.

Il programma OMT, attivato su richiesta del paese in difficoltà, ha come obiettivo la normalizzazione delle condizioni del mercato dei titoli di Stato attraverso acquisti di obbligazioni pubbliche che non avrebbero limiti in termini di dimensione e durata. Sono previste, tuttavia, alcune restrizioni: gli acquisti saranno soggetti a forte condizionalità per i paesi richiedenti; la BCE potrà ritirare il suo sostegno qualora i governi nazionali non fossero in grado di adempiere agli impegni presi; infine non verranno annunciati obiettivi numerici in termini di rendimenti o *spread*. Come per il *Securities Markets Programme* (SMP) gli acquisti verranno sterilizzati.

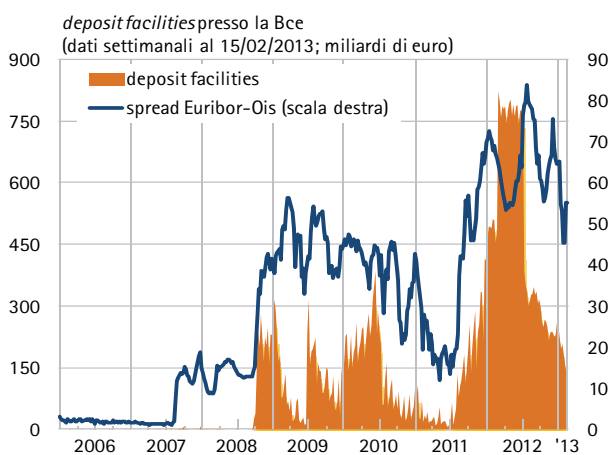
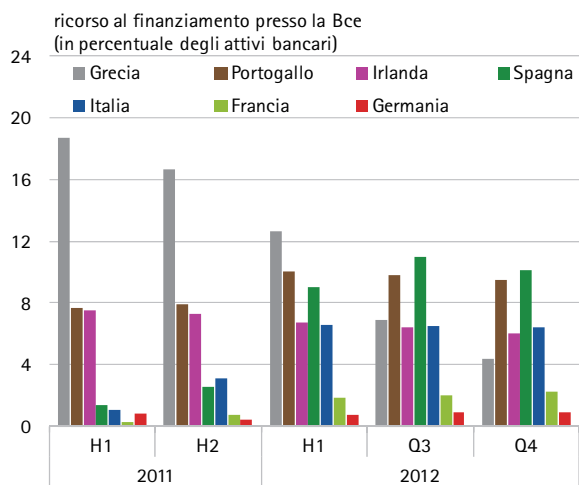
Contestualmente la BCE ha concluso il SMP, per mezzo del quale essa ha acquistato titoli di Stato italiani con una maturità residua media di 4 anni e mezzo, per un valore pari a 102,8 miliardi di euro (47 per cento del totale dei titoli acquistati), titoli spagnoli con maturità residua pari a 4 anni circa, per un valore pari a 44,3 miliardi di euro (20 per cento del totale) e titoli greci con una maturità residua pari a 3 anni e mezzo per un valore pari a 34 miliardi di euro (16 per cento del totale). Di minore entità sono stati gli acquisti delle obbligazioni pubbliche portoghesi e irlandesi pari, rispettivamente a 22,8 miliardi di euro, con maturità residua di quasi 4 anni (10 per cento del totale), e 14,2 miliardi di euro, con maturità residua pari a 4 anni e mezzo (7 per cento del totale).

Nel 2012 il ricorso al finanziamento dell'Eurosistema da parte delle banche è aumentato, rispetto all'anno precedente, per tutti i paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano.

Fanno eccezione la Grecia, per la quale a fine 2012 il dato si attestava al 4 per cento circa dell'attivo bancario (6 per cento nel terzo trimestre), e l'Irlanda, per la quale il dato è rimasto sostanzialmente stabile attorno al 6 per cento. Nel quarto trimestre le banche spagnole risultavano le prime prenditrici di fondi dalla BCE con finanziamenti pari a poco più del 10 per cento del totale dei loro attivi; un dato analogo è stato registrato per gli istituti di credito portoghesi. Alla fine del quarto trimestre le banche italiane risultavano aver avuto accesso a finanziamenti dell'Eurosistema per importi pari al 6 per cento circa degli attivi (sostanzialmente in linea con la media dell'anno). Nella seconda metà del 2012 si è ridotta la propensione delle banche a depositare la liquidità in eccesso presso la BCE, segnalando un allentamento delle tensioni sul mercato interbancario (Fig. 20).

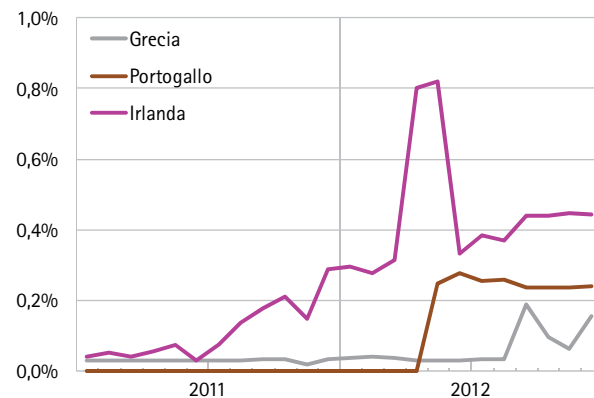
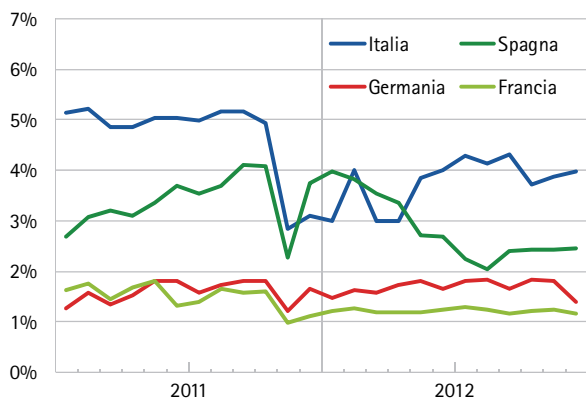
La raccolta bancaria tramite operazioni collateralizzate ha mostrato nel 2012 una dinamica eterogenea, mantenendosi stabile per gli istituti di credito dei paesi *core*, registrando una contrazione (sia pur discontinua) per la Spagna e, viceversa, un aumento per Italia e Grecia (Fig. 21).

**Fig. 20 Ricorso al finanziamento dell'Eurosistema da parte delle banche di alcuni paesi europei e *deposit facility* presso la BCE**



Lo *spread* Euribor-Ois è calcolato rispetto al livello dell'Euribor. I dati utilizzati sono di fonte BCE e banche centrali nazionali.

**Fig. 21 Raccolta bancaria tramite operazioni collateralizzate (in percentuale della raccolta bancaria)**



Fonte: elaborazioni su dati Bce.

## 5 Il mercato dei cambi e la bilancia dei pagamenti

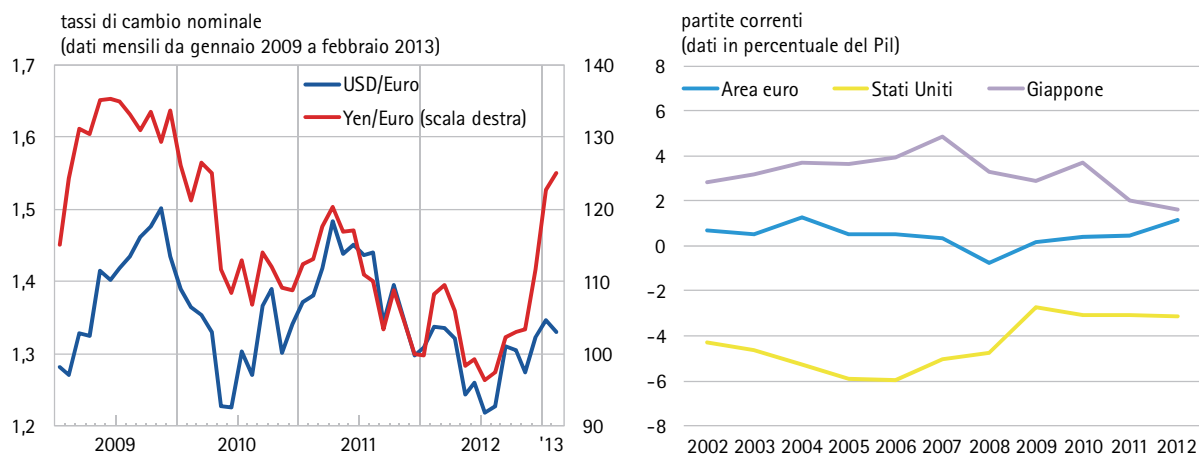
Nel 2012 l'euro ha registrato un andamento discontinuo nei confronti del dollaro Usa e dello yen, mentre nei primi mesi del 2013 si è deprezzato nei confronti del dollaro e si è rafforzato nei confronti dello yen (Fig. 22).

In particolare, nel corso del 2012, l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro Usa a partire dal mese di luglio e fino alla fine dell'anno, registrando una sostanziale stabilità complessiva. Nello stesso periodo la moneta unica si è apprezzata nei confronti dello yen del 13 per cento. Tali andamenti si riflettono sulla competitività percepita dagli operatori del settore manifatturiero sui mercati extraeuropei (Riquadro 5).

È, inoltre, proseguita la riduzione degli squilibri delle partite correnti di Stati Uniti e Giappone, mentre la posizione commerciale dell'Area euro rimane in sostanziale pareggio.

Il disavanzo degli Stati Uniti è diminuito a partire dal 2008 per poi attestarsi intorno al 3 per cento del Pil, circa la metà rispetto al dato registrato nei primi anni 2000; contemporaneamente, si è ridotto in modo significativo anche l'avanzo corrente del Giappone portatosi attorno al 2 per cento del Pil.

**Fig. 22 Tasso di cambio dell'euro e partite correnti**

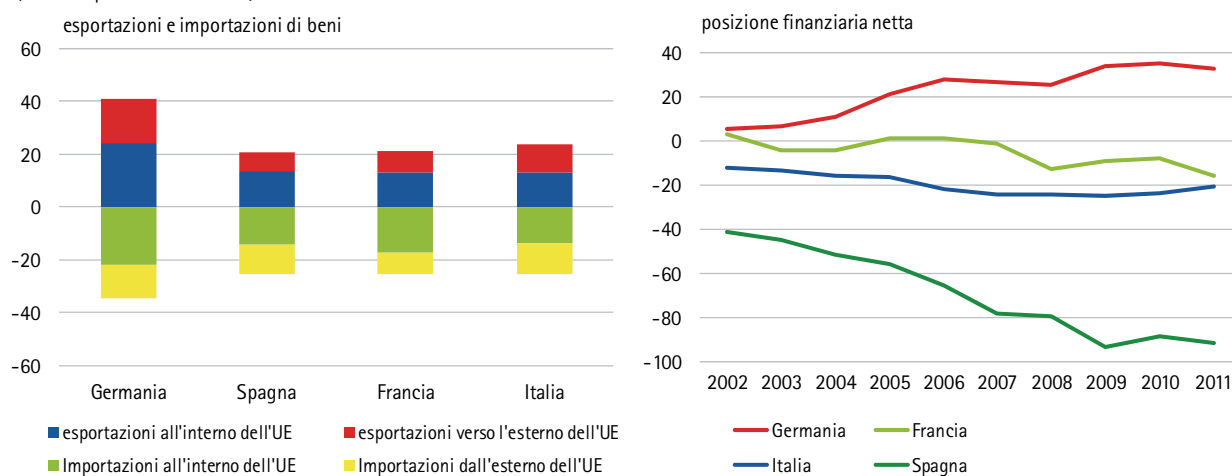


Fonte: Thomson Reuters; Fondo Monetario Internazionale.

Il dato relativo all'Area euro è il risultato di dinamiche molto differenti tra i diversi paesi membri.

In particolare, a fine 2011, la Germania continuava a registrare un significativo surplus di bilancia commerciale, mentre Francia, Spagna e, in misura minore, Italia registravano saldi negativi. Parallelamente la posizione finanziaria netta della Germania evidenziava un miglioramento dell'avanzo (pari al 33 per cento del Pil), mentre il dato era nettamente peggiorato per la Spagna (90 per cento del Pil); per Francia e Italia il deficit si attestava, rispettivamente, al 16 e al 21 per cento del Pil (Fig. 23).

**Fig. 23 Ripartizione geografica degli scambi commerciali e posizione finanziaria netta**  
(valori in percentuale del Pil)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat; i dati di importazioni e esportazioni si riferiscono al 2011.

## Riquadro 5

### La competitività percepita e il tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro e allo yen

La recente revisione della politica monetaria giapponese, tesa a rilanciare l'economia domestica e ad arrestare la deflazione in corso, ha alimentato il timore che i paesi in difficoltà possano ricorrere a svalutazioni competitive per superare fasi negative del ciclo. In questo contesto può essere utile individuare i valori del tasso di cambio dell'euro nei confronti di altre valute in corrispondenza dei quali gli operatori percepiscono una perdita di competitività.

La Commissione europea rileva periodicamente un indicatore di competitività percepita dagli operatori del settore manifatturiero sui mercati extraeuropei, basato sul giudizio dei soggetti intervistati circa il livello di capacità produttiva rispetto agli ordini e alla produzione (*European Commission «Business and consumer survey results»*).

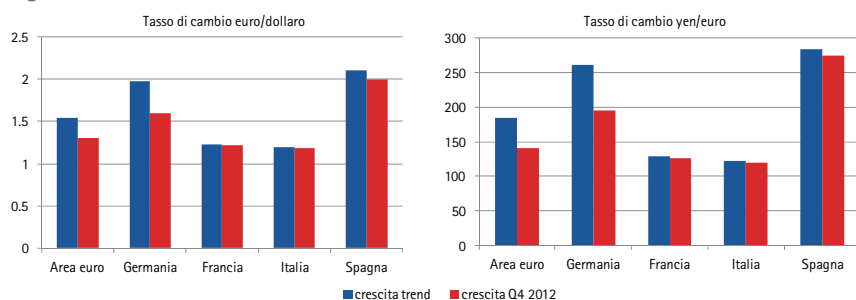
Nel presente riquadro sono riportati i risultati della stima della relazione tra competitività percepita e tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti del dollaro Usa e dello yen, al fine di individuare la soglia (cosiddetta *pain threshold* o soglia di allarme) oltre la quale gli operatori ritengono venga penalizzata la competitività dell'Area euro; tale soglia è stata stimata anche per alcuni paesi membri, ossia Francia, Germania, Italia e Spagna. In particolare la competitività percepita è stata posta in relazione con il livello del tasso di cambio nominale effettivo, la variazione annuale del tasso di cambio nominale effettivo, la variazione annuale della domanda mondiale; quest'ultima è stata definita considerando, alternativamente, il tasso di crescita medio degli ultimi 20 anni (tra il 5 e il 6 per cento) e il valore dell'ultimo trimestre del 2012 (2 per cento circa).

Per quanto riguarda il tasso di cambio euro/dollaro, la soglia di allarme stimata per l'Area euro è pari a 1,3 in caso di congiuntura sfavorevole e a 1,5 in caso di crescita sostenuta della domanda mondiale. Pertanto un tasso di cambio euro/dollaro pari al valore medio registrato nel primo trimestre 2013 (1,32) è superiore alla soglia di allarme per la competitività percepita dell'Area euro se la domanda mondiale continua a essere poco dinamica.



Con riguardo ai singoli paesi considerati, invece, la soglia di allarme oscilla in modo significativo. L'euro forte rappresenta un problema per la competitività di Francia e Italia, mentre le economie di Germania e Spagna non sembrano essere influenzate significativamente dalle oscillazioni del tasso di cambio nei confronti del dollaro e dello yen. Infatti, quando la domanda mondiale cresce secondo il proprio trend di lungo periodo, un tasso di cambio nei confronti del dollaro pari rispettivamente a 1,23 e 1,19 rappresenta un ostacolo per la competitività del settore manifatturiero sui mercati extraeuropei per Francia e Italia (i risultati non sono significativamente diversi quando la crescita della domanda mondiale è bassa). Per Germania e Spagna le soglie di allarme del tasso di cambio sono molto alte e non significative. In altre parole, il livello del tasso di cambio, per questi paesi, non sembra avere alcun ruolo nella percezione della competitività sui mercati extraeuropei. Le stesse dinamiche emergono quando si esamina il tasso di cambio dell'euro nei confronti dello yen. La soglia di allarme del tasso di cambio stimata per l'Area euro è pari a 141, in caso di congiuntura sfavorevole, e a 184, in caso di crescita sostenuta della domanda mondiale. Per Francia e Italia un tasso di cambio dell'euro nei confronti dello yen pari rispettivamente a 129,3 e 121,9 è già fonte di preoccupazione per gli operatori attivi sui mercati extraeuropei. Nessun effetto sulla competitività percepita indotta dalla dinamica del tasso di cambio yen/euro sembra emergere, invece, per Germania e Spagna.

#### Soglia di allarme del tasso di cambio dell'Euro

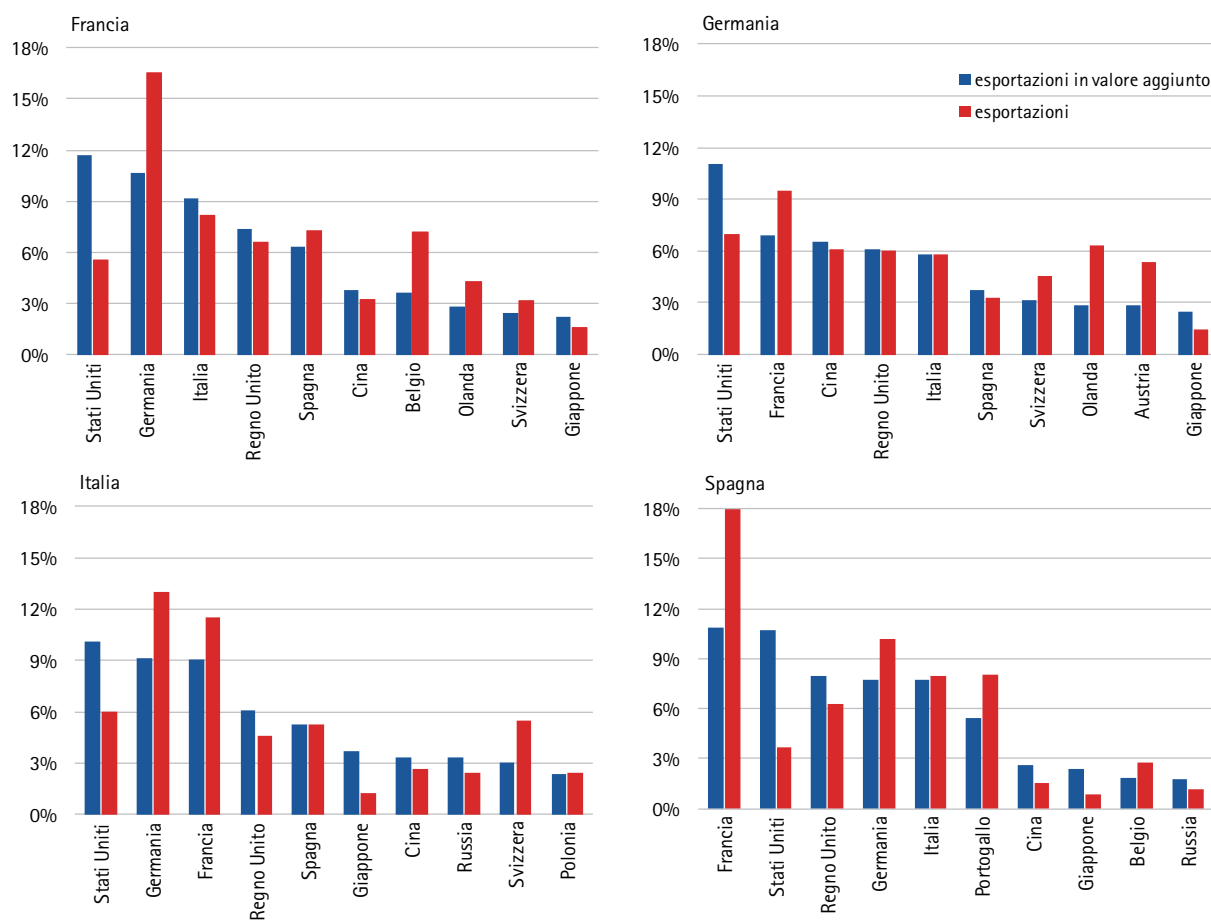


La metodologia utilizzata per l'analisi segue l'approccio di un recente studio pubblicato da Deutsche Bank (Deutsche Bank, Focus Europe, 25 Gennaio 2013, Gilles Moec «Where is the FX 'pain threshold'?»), basato su un indicatore di competitività percepita, rilevato nelle indagini trimestrali della Commissione europea (European Commission «Business and consumer survey results»).

Il commercio con i paesi interni all'Unione Europea rappresenta una quota importante delle importazioni e delle esportazioni di Francia, Germania, Italia e Spagna.

Il confronto fra i principali mercati di destinazione delle esportazioni mostra che, per tutti e quattro i paesi considerati, il primo partner commerciale è un'altra economia dell'Area euro, con valori più significativi per Spagna e Francia (rispettivamente oltre il 18 per cento e più del 16 per cento del totale) e più ridotti per Germania e Italia (rispettivamente poco oltre il 9 e il 13 per cento; Fig. 24).

**Fig. 24 Principali mercati di destinazione delle esportazioni**  
(percentuale del totale)



Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

Gli Stati Uniti rappresentano la seconda destinazione delle esportazioni della Germania (7 per cento del totale), la terza destinazione per l'Italia (6 per cento) e la sesta per Francia (quasi il 6 per cento del totale) e Spagna (poco meno del 4 per cento del totale). La Cina assorbe il 6 per cento delle esportazioni tedesche, meno del 4 per cento di quelle francesi e attorno al 2 per cento di quelle italiane e spagnole. Il Giappone, infine, riveste un ruolo marginale.

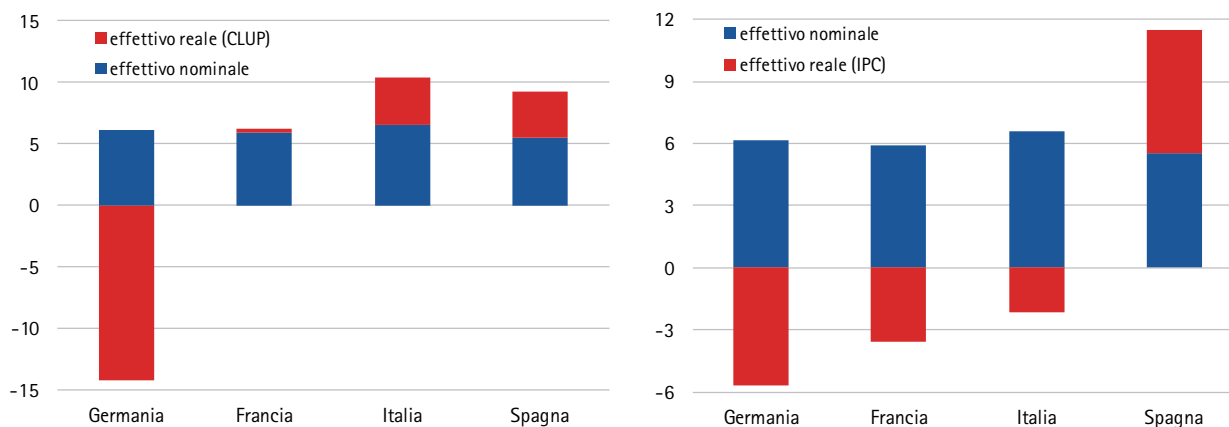
Tuttavia la composizione dell'interscambio commerciale per paese di destinazione cambia se si fa riferimento al valore aggiunto delle esportazioni. In partico-

lare, con un peso superiore al 10 per cento, gli Stati Uniti risultano essere il primo mercato di destinazione per Germania, Francia e Italia e il secondo per la Spagna; l'incidenza della Cina resta sostanzialmente stabile per la Germania, mentre cresce per Francia, Italia e Spagna; infine il Giappone risulta la sesta destinazione delle esportazioni italiane (quasi il 4 per cento del totale), l'ottava per la Spagna (poco sopra il 2 per cento del totale) e la decima per Germania e Francia (intorno al 2 per cento del totale).

Tra il 2002 e il 2011 il tasso di cambio nominale effettivo si è apprezzato nei paesi dell'Area euro, determinando una generale perdita di competitività. Tuttavia il dato relativo al tasso di cambio effettivo reale basato sul costo del lavoro per unità di prodotto evidenzia che, nello stesso periodo, la Germania ha sperimentato un aumento significativo della competitività a differenza di Italia, Spagna e, in misura minore, Francia che hanno registrato, invece, un incremento del costo del lavoro per unità di prodotto superiore a quello rilevato nei principali partner commerciali.

Se si considera il tasso di cambio effettivo reale basato sul tasso di inflazione, infine, Germania, Francia e Italia hanno migliorato la propria competitività, mentre la Spagna è stata penalizzata dalla dinamica dei prezzi domestici (Fig. 25).

**Fig. 25 Variazione dei tassi di cambio effettivi dal 2002 al 2011**  
(valori percentuali)

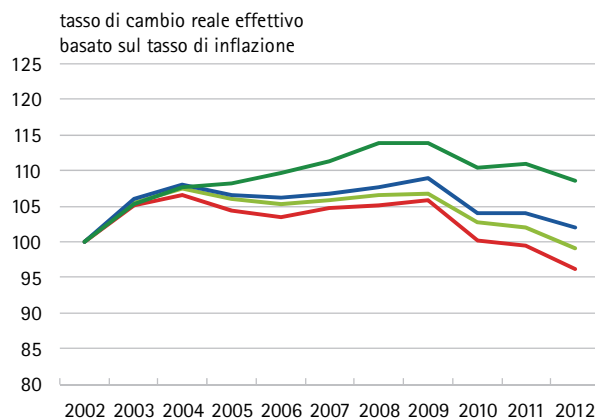
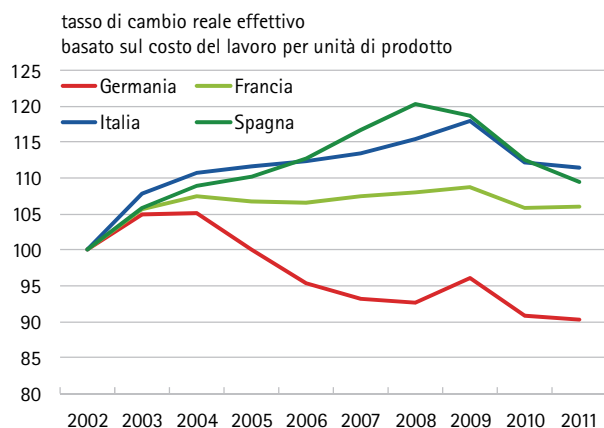


Fonte: elaborazioni su dati OCSE

Come emerge dalla dinamica del tasso di cambio effettivo reale basato sul costo del lavoro per unità di prodotto, nel corso del 2012 sia i paesi core sia quelli periferici hanno registrato un aumento della competitività; per la Germania si tratta di un fenomeno che perdura dal 2005 mentre per gli altri paesi prosegue un'inversione di tendenza rispetto alla perdita di competitività che avevano registrato fino al 2009 (Fig. 26).

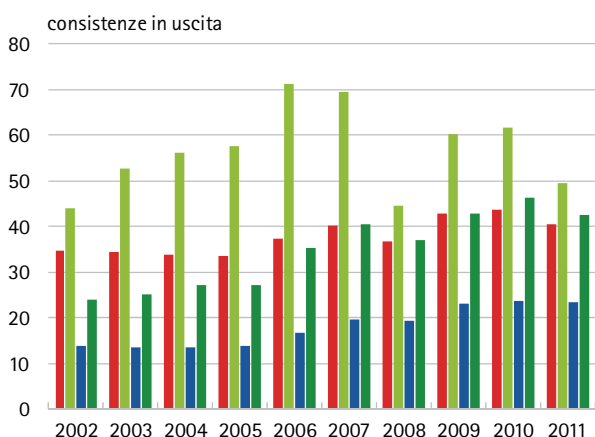
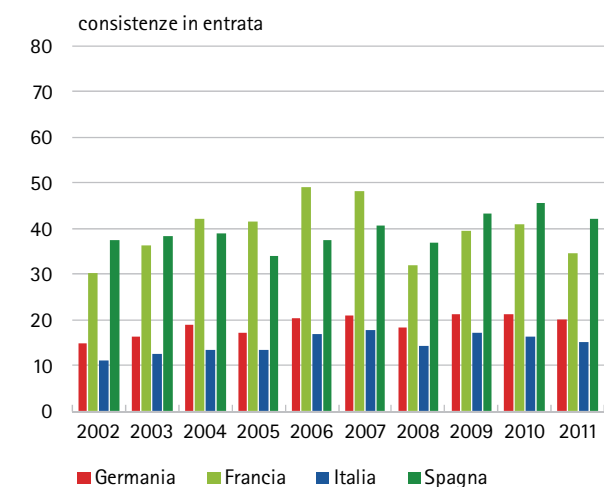
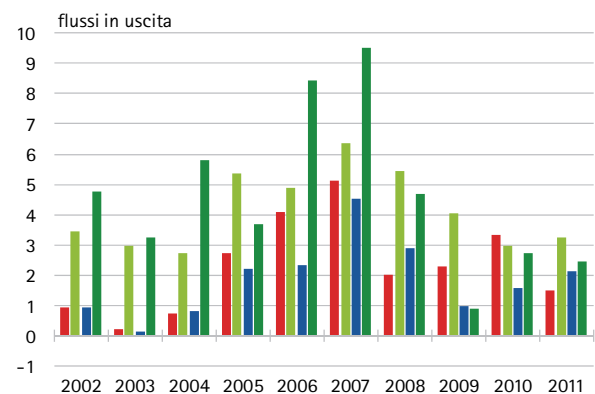
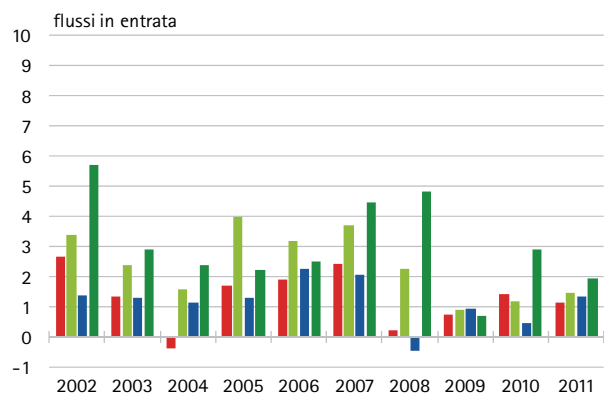
A partire dal 2009 per le principali economie dell'Area euro si osserva una minore incidenza dei flussi di investimenti diretti esteri (Ide) sia in entrata sia in uscita.

**Fig. 26 Tassi di cambio reali effettivi**



Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

**Fig. 27 Investimenti diretti esteri**  
(valori in percentuale del Pil)

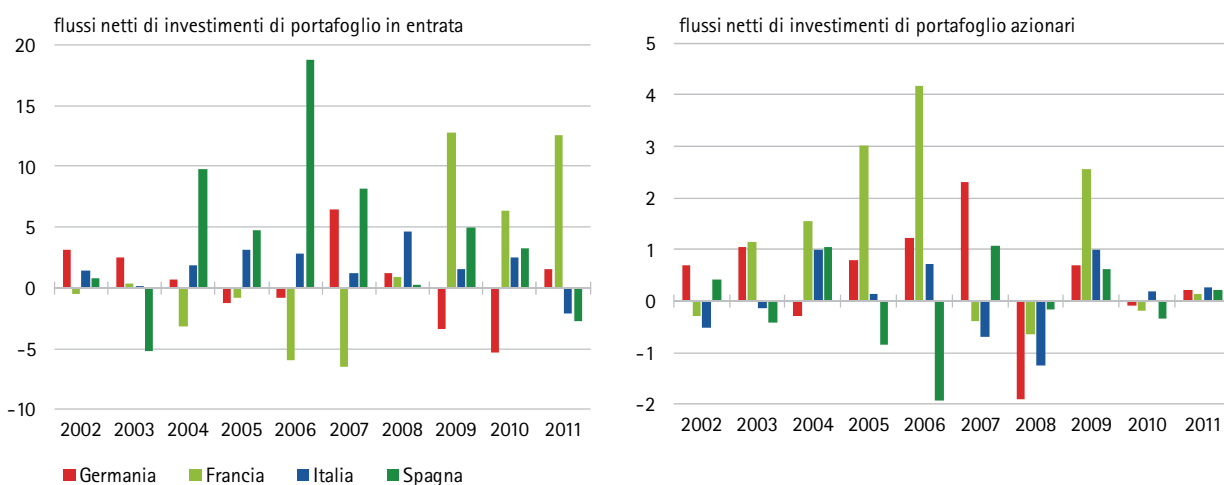


Fonte: elaborazioni su dati Unctad; secondo la definizione dell'Unctad, l'Ide è un investimento in un'impresa estera nella quale l'investitore estero possiede almeno il 10 per cento delle azioni ordinarie, effettuato con l'obiettivo di stabilire un interesse duraturo nel paese, una relazione a lungo termine e una significativa influenza nella gestione dell'impresa. Più in generale, l'Ide si ha quando un'impresa investe in attività produttive fuori dal suo paese di origine.

Con riferimento ai flussi in entrata Francia e Spagna si confermano, anche nell'attuale contesto di volumi ridotti, i paesi in grado di attrarre maggiori quantitativi di Ide. Tali economie sono anche le più attive nella delocalizzazione della propria produzione all'estero, come risulta dai flussi di Ide in uscita. Per quanto riguarda le consistenze in entrata l'Italia ha registrato un'incidenza degli Ide sul Pil pari al 15 per cento circa nel 2011, inferiore a quella di Francia e Spagna, pari rispettivamente al 35 e al 42 per cento; per la Germania il dato si è attestato al 20 per cento circa. Gli investimenti in uscita hanno raggiunto quasi il 50 per cento del Pil in Francia, il 43 per cento in Spagna e il 40 per cento in Germania, mentre in Italia tale quota è risultata nettamente più bassa, essendosi attestata al 23 per cento (Fig. 27).

Nel 2011 gli investimenti di portafoglio, caratterizzati da maggiore volatilità rispetto agli Ide, hanno registrato flussi netti positivi verso la Francia (13 per cento circa del Pil) e negativi per Italia e Spagna (circa il 2 per cento del Pil pari per entrambi i paesi). I flussi di investimenti netti di portafoglio azionari, in calo dal 2010, nel 2011 sono risultati inferiori all'uno per cento del Pil in tutti e quattro i paesi considerati (Fig. 28).

**Fig. 28 Investimenti di portafoglio**  
(valori in percentuale del Pil)



Fonte: elaborazioni su dati Worldbank. Gli investimenti di portafoglio, che seguono una logica finanziaria (a differenza degli Ide), sono transazioni con l'estero relative a strumenti finanziari negoziabili (acquisto di obbligazioni o azioni in quote tali da non assicurare il controllo), che conferiscono all'investitore la possibilità di disinvestire rapidamente il capitale investito. L'investimento è motivato dal rendimento di tali attività finanziarie rispetto al rendimento di attività interne con rischio equivalente.

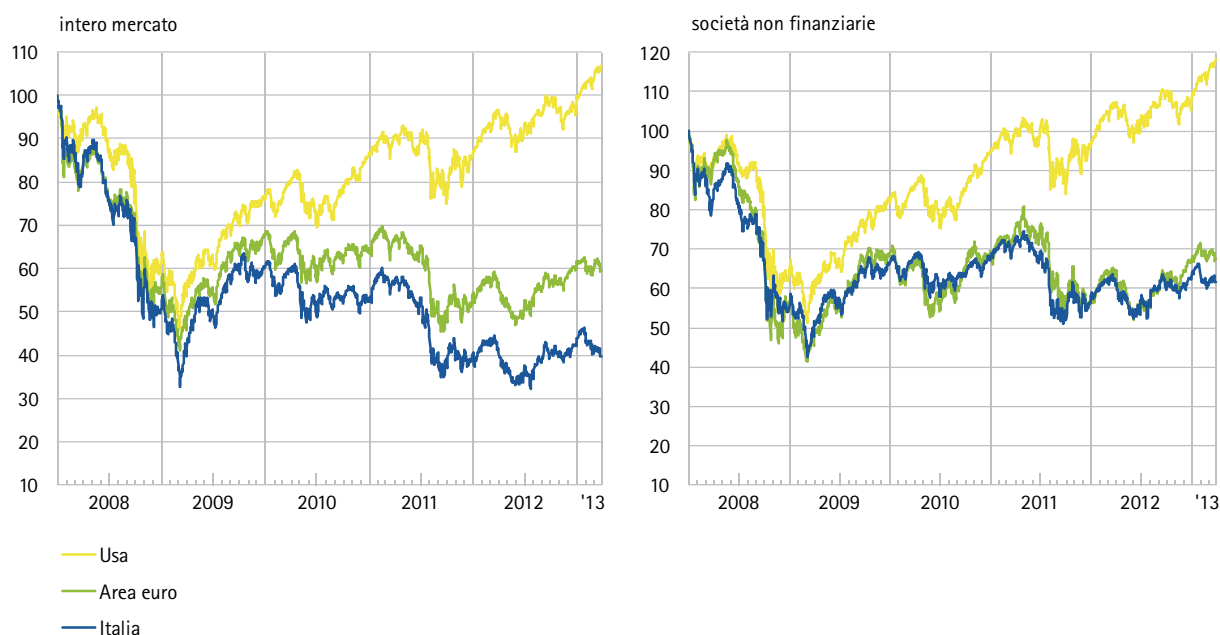
## II I mercati

### 1 Il mercato azionario

Nel corso del 2012 i corsi azionari delle principali economie avanzate sono cresciuti, sia pure a fronte di un andamento discontinuo legato alle incertezze che hanno caratterizzato l'evoluzione della crisi nell'Area euro e della congiuntura globale (si veda il capitolo I *'Il quadro macroeconomico'*). In particolare gli indici DJ Euro Stoxx 50 e lo S&P500 hanno entrambi registrato un incremento di circa 13 punti percentuali, mentre il valore del Ftse Mib ha visto un incremento prossimo all'8 per cento (Fig. 29).

Nel primo semestre 2012 gli indici DJ Euro Stoxx 50 e Ftse Mib hanno subito una flessione pari, rispettivamente, a circa 2 e 5 punti percentuali; l'indice azionario Usa, invece, è aumentato dell'8 per cento circa. Da luglio a dicembre il DJ Euro Stoxx 50 è cresciuto del 16 per cento, mentre il Ftse Mib è aumentato del 14 per cento; lo S&P500 ha registrato una crescita più modesta di circa 5 punti percentuali.

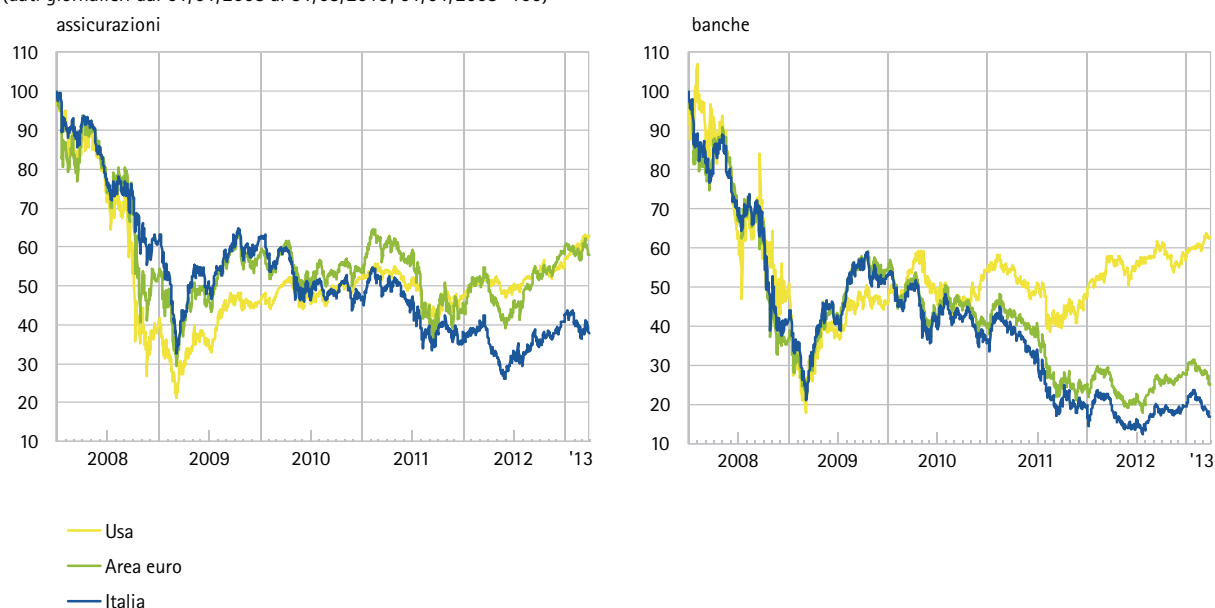
**Fig. 29 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi avanzati**  
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 31/03/2013; 01/01/2008=100)



Gli indici considerati sono lo S&P500 per gli Usa, l' Euro Stoxx 50 per l'Area euro e il Ftse Mib per l'Italia. In relazione al settore non finanziario sono stati presi in considerazione indici azionari Datastream relativi al settore *corporate*. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nel 2012 l'incremento dei corsi azionari nell'Area euro è stato guidato soprattutto dalla ripresa degli indici del settore finanziario: nel secondo semestre, infatti, gli indici azionari delle banche e delle società di assicurazione sono aumentati rispettivamente del 25 e del 28 per cento circa (Fig. 30). Anche in Italia la ripresa dei corsi azionari riferiti al comparto delle assicurazioni (+23 per cento) è stata lievemente più accentuata di quella rilevata nel settore delle banche (+21,6 per cento).

**Fig. 30 Andamento dei corsi azionari riferiti al settore finanziario nei principali paesi avanzati**  
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 31/03/2013; 01/01/2008=100)



Gli indici considerati sono con riferimento al settore assicurativo lo S&P500 *insurance* per gli Usa, l'EuroStoxx *insurance* per l'Area euro e il Ftse *all share insurance* per l'Italia, con riferimento alle banche lo S&P500 *banks*, l'Euro Stoxx *banks* e il Ftse Italia *banks*. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

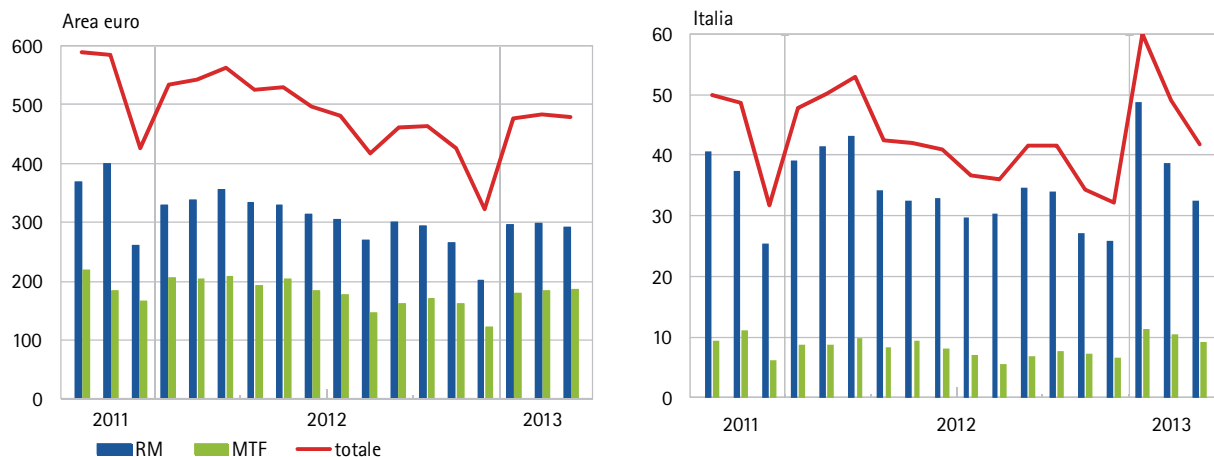
Nei primi tre mesi del 2013 lo S&P500 ha evidenziato performance positive (+10 per cento circa), a fronte dei sempre più decisi segnali di ripresa economica e nonostante le perduranti incertezze circa gli effetti dei tagli di spesa e degli aumenti di imposte entrati in vigore il 1° marzo scorso (cosiddetto *fiscal cliff*).

Nell'Area euro, invece, i corsi azionari continuano a esibire un andamento molto volatile, che riflette le fragilità delle prospettive di ripresa e della sostenibilità dei conti pubblici dei paesi più esposti alla crisi, nonché le criticità relative al salvataggio di Cipro. Dall'inizio dell'anno il DJ Euro Stoxx 50 ha segnato una lieve flessione dello 0,5 per cento, mentre il Ftse Mib registra un calo più accentuato (-5,7 per cento).

Nel corso del 2012 la crisi del debito sovrano e le incertezze sulle prospettive macroeconomiche hanno comportato una riduzione del volume delle negoziazioni nell'Area euro. Il controvalore degli scambi azionari riferito alle società incluse nell'Euro Stoxx 600 è diminuito passando da 427 miliardi di euro circa a dicembre 2011 a 322 miliardi di euro circa a dicembre 2012 (-24 per cento). In particolare, il volume delle negoziazioni si è ridotto del 23 per cento circa sui mercati regolamen-

tati e del 26 per cento sui sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* - Mtf; Fig. 31).

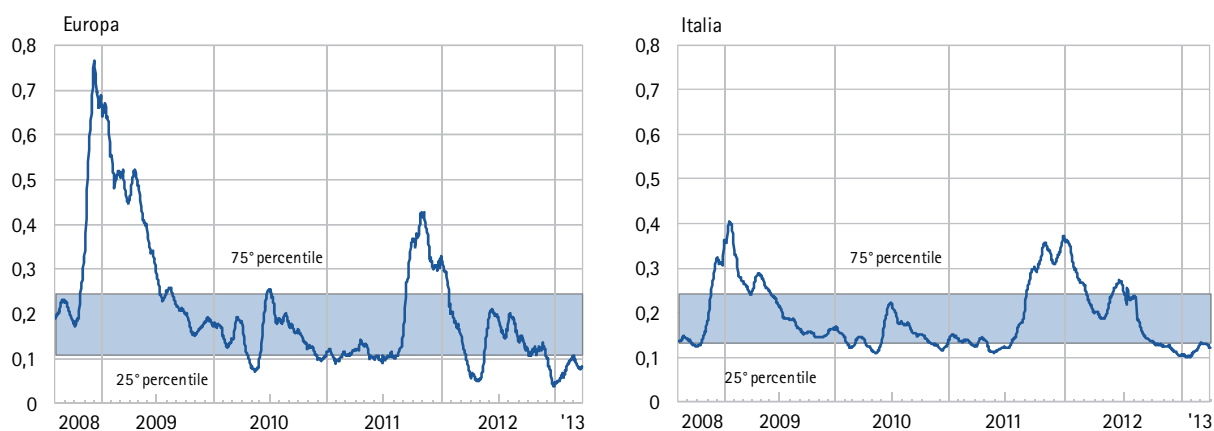
**Fig. 31 Controvalore degli scambi azionari nell'Area euro**  
(valori in miliardi di euro; dati mensili da ottobre 2011 a marzo 2013)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. MR Indica i mercati regolamentati, MTF le *multilateral trading facilities*. Nel grafico di sinistra si riporta il controvalore degli scambi azionari per le società incluse nell'indice azionario Euro Stoxx 600. Nel grafico di destra si riporta il controvalore degli scambi azionari per le società incluse nel Ftse Mib.

Nel 2012 la liquidità delle principali *blue chips* europee, sia pure a fronte di un andamento discontinuo che ha riflesso le performance degli indici azionari, è complessivamente cresciuta portandosi su livelli superiori a quelli registrati nel giugno 2011, ossia prima dell'acuirsi della crisi del debito sovrano. All'inizio del 2013, tuttavia, e in particolare nel mese di febbraio, si è osservata una nuova contrazione del livello di liquidità sui mercati azionari (Fig. 32).

**Fig. 32 Indicatore di illiquidità del mercato azionario**  
(dati giornalieri dal 01/08/2008 al 31/03/2013)



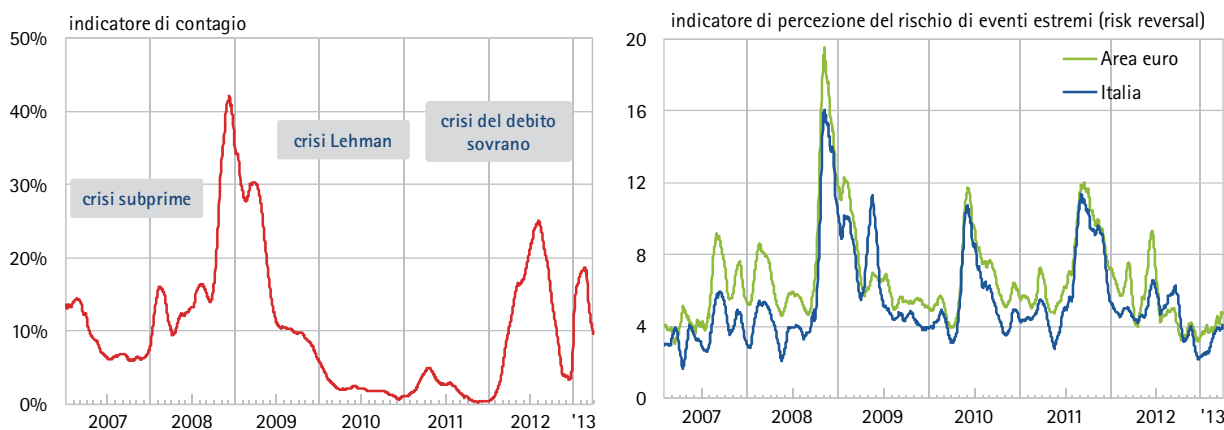
L'indicatore di illiquidità adottato è una misura sintetica di 4 sotto-indicatori (*price impact*, *implied volatility*, *bid-ask spread* e *range indicator*) ottenuta applicando l'analisi delle componenti principali (primo fattore comune). L'indicatore è compreso tra 0 (= alta liquidità) e 1 (= bassa liquidità). Si riporta la media mobile su 20 giorni. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.



L'andamento dei mercati azionari ha riflesso anche fenomeni di contagio, che si sono acuiti nella prima parte del 2012 per poi ridimensionarsi a seguito delle già ricordate iniziative delle istituzioni europee tese a scongiurare il rischio di disintegrazione dell'Area euro. L'attenuazione del contagio è stata accompagnata da una diminuzione della percezione da parte degli investitori del rischio di eventi estremi, come emerge dalla stima di un indicatore di cosiddetto *risk reversal* (Fig. 33).

Nei primi mesi del 2013, tuttavia, l'indicatore di contagio e quello di *risk reversal* sono tornati a salire segnalando un rinnovato aumento del grado di interdipendenza fra i mercati azionari, a fronte di un andamento dei corsi azionari altalenante.

**Fig. 33** Indicatori di contagio e di percezione del rischio di eventi estremi (*risk reversal*) nei mercati azionari europei (valori percentuali; dati giornalieri dal 01/01/2007 al 31/03/2013)

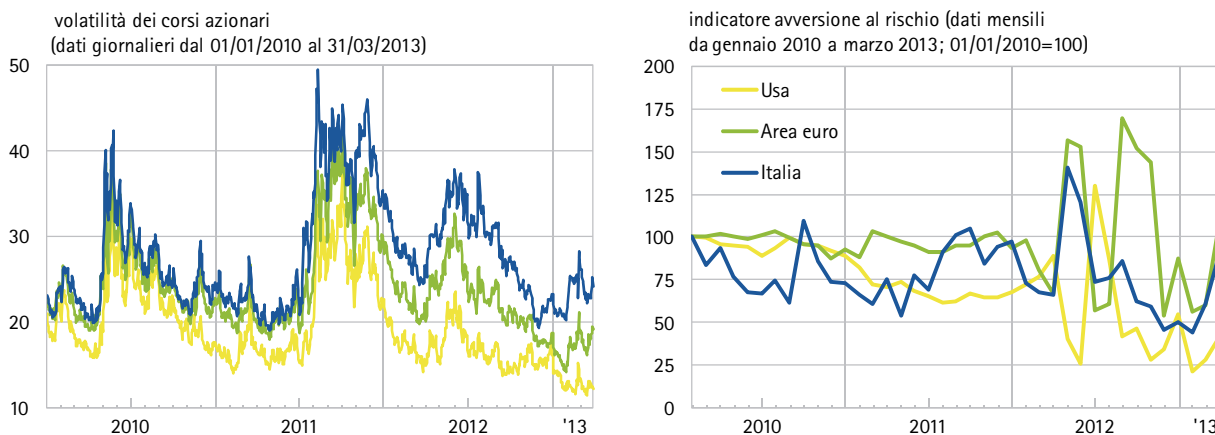


Per la metodologia di costruzione dell'indicatore di contagio si veda Gentile M. e L. Giordano, 'Financial contagion during Lehman default and sovereign debt crisis: an empirical analysis on Euro area bond and equity markets', Quaderni di finanza Consob, n. 72. La figura di sinistra riporta la percentuale delle relazioni di lungo periodo fra i mercati azionari di UK, Germania, Francia, Austria, Olanda, Finlandia, Italia, Spagna, Grecia, Portogallo e Irlanda, che risultano statisticamente significative, sul totale di tutte le possibili connessioni; le connessioni di lungo periodo sono state individuate applicando il test di co-integrazione bi-variata di Johansen (1988) con una finestra *rolling* di 1.000 giorni alle serie storiche giornaliere dei rendimenti azionari. La figura di destra riporta l'indicatore di *risk reversal*, che si costruisce come differenza fra la volatilità implicita di opzioni *put* e la volatilità implicita di opzioni *call out of the money* con la stessa scadenza e caratterizzate da un medesimo grado di sensibilità del premio rispetto alle variazioni di prezzo dell'*asset* sottostante (delta). Un incremento di tale indicatore segnala che la probabilità di un rialzo del prezzo dell'*asset* sottostante è molto meno elevata rispetto alla probabilità di un ribasso e, quindi, che è maggiore la percezione del rischio di eventi estremi da parte degli investitori. Per l'Area euro opzioni sull'Euro Stoxx 50; per l'Italia opzioni sul Ftse Mib. È stato fissato un delta pari a 25 e una scadenza pari a 2 mesi. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Coerentemente con l'evoluzione del fenomeno del contagio la volatilità implicita e l'avversione al rischio hanno segnato dapprima un incremento nell'Area euro e in Italia, più significativo rispetto a quanto osservato negli Usa, seguito, nella seconda metà del 2012, da una netta diminuzione, che comunque ha confermato per entrambi gli indicatori livelli più elevati rispetto a quelli registrati negli Usa (Fig. 34).

All'inizio del 2013, coerentemente con la crescita del livello di fiducia degli investitori, si osserva una flessione del grado di avversione al rischio. A febbraio e marzo, tuttavia, il rinnovato clima di incertezza, segnalato dall'aumento della volatilità implicita nei corsi azionari, ha condotto a una riduzione della propensione al rischio soprattutto nell'Area euro e in Italia.

**Fig. 34 Volatilità implicita e indicatore di avversione al rischio sul mercato azionario**



L'indicatore di avversione al rischio è stimato confrontando la distribuzione storica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari (per la metodologia si veda Shimko, 1993); viene riportata la media mobile su 3 mesi. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nel secondo semestre 2012 la riduzione del grado di incertezza degli operatori sulle prospettive dei mercati è stato accompagnato anche da una diminuzione della propensione ad adottare strategie di investimento simili o imitative (cosiddetto *herding behaviour*; Fig. 35).

**Fig. 35 Indicatore di *herding behaviours* sui mercati azionari (dati giornalieri dal 01/01/2011 al 31/03/2013)**

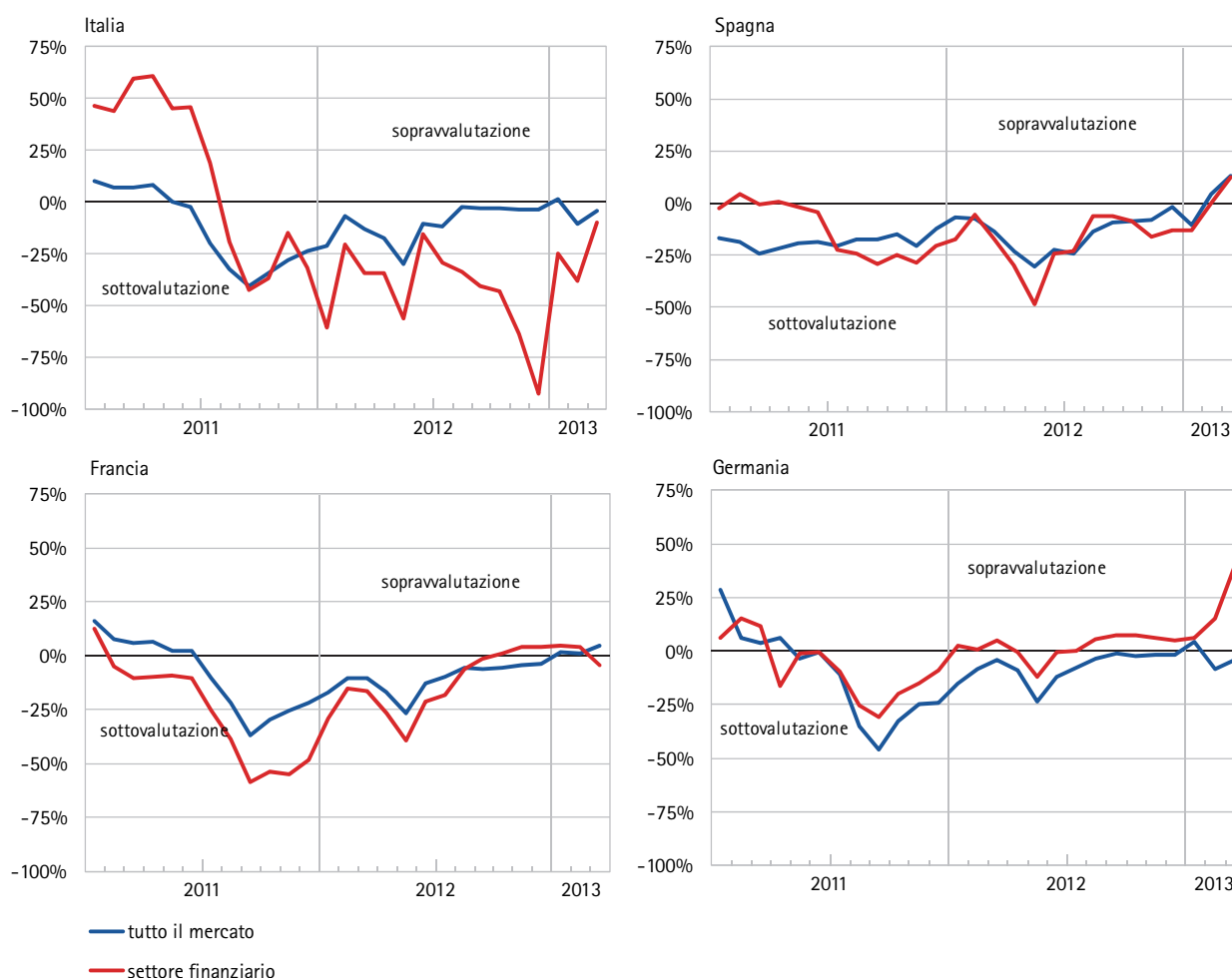


L'indicatore di *herding behaviour* è calcolato come inverso della deviazione *standard cross-section* dei prezzi azionari delle principali *blue-chips* seguendo l'approccio di Chang, E., Cheng, J. e Khorana, A. (2000). Una minore dispersione (e quindi un maggiore valore dell'indicatore) indica che gli investitori adottano più frequentemente strategie di investimento simili o imitative e, quindi, che il fenomeno di *herding behaviour* è più intenso. La dispersione dei prezzi azionari è stata calcolata per l'Area euro sui titoli inclusi nel DJ Euro Stoxx 50 e per l'Italia sui titoli inclusi nel Ftse Mib. L'indicatore è stato normalizzato tra zero e uno. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Per alcuni tra i principali mercati azionari dell'Area euro tale fenomeno ha raggiunto l'intensità massima in corrispondenza della crisi finanziaria del 2008, per poi decrescere in maniera significativa, sia pure con qualche discontinuità. L'unica eccezione è rappresentata dalla Spagna, per la quale l'*herding behaviour* sembra essersi mantenuto su livelli significativi fino a giugno 2012, quando ha cominciato a ridursi.

Nel 2012, a fronte della riduzione dei fenomeni di contagio, i corsi azionari dei principali paesi avanzati hanno ridotto il divario rispetto ai valori stimati sulla base dei fondamentali, che aveva assunto proporzioni significative durante le fasi più intense della crisi (Fig. 36).

**Fig. 36** Differenza fra i valori effettivi degli indici azionari e i valori teorici stimati sulla base del *dividend discount model* (valori percentuali; dati mensili da gennaio 2011 a marzo 2013)



Il grafico rappresenta la differenza percentuale fra il valore effettivo dei corsi azionari e quello stimato sulla base del *dividend discount model* (Shiller, 2002; Campbell e Shiller, 1988; De Bondt, 2008). La relazione fondamentale di lungo periodo del modello è stimata applicando un modello di co-integrazione VECM sulle serie storiche dei prezzi azionari, degli utili per azione, del tasso di interesse *risk free* e dell'*equity risk premium*. Gli utili per azione sono ripresi dai bilanci; l'*equity risk premium* è approssimato con la media mobile su 36 mesi dell'*earnings yield premium*, definito come la differenza tra l'*earnings yield* (calcolato come inverso del rapporto P/E) e il tasso di interesse *risk free* che è stato approssimato con l'*interest rate swap* a 5 anni. Il modello è stato stimato sugli indici azionari generali MSCI e sugli indici Datastream (riferiti al settore finanziario) Italia, Francia, Germania e Spagna di fonte Thomson Reuters.

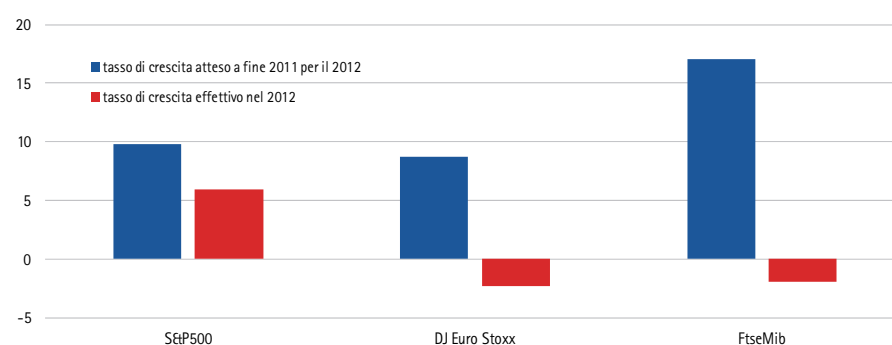
Tale circostanza è particolarmente evidente per Italia, Francia e Germania dove, a fine 2012 e per la prima volta dopo maggio 2011, gli indici azionari generali hanno registrato una convergenza verso i fondamentali stimati sulla base del valore attuale degli utili attesi scontati al tasso di interesse *risk free* più il premio al rischio.

Nei primi mesi del 2013 in Italia si è nuovamente registrato un ampliamento della differenza tra i valori effettivi degli indici azionari e i valori teorici. Il fenomeno della sottovalutazione ha interessato in modo significativo le banche quotate italiane per le quali, a partire dalla fine del 2011, la divergenza del valore di mercato da quello fondamentale è stata quasi sempre superiore a quella stimata per l'intero mercato, raggiungendo un punto di massimo all'inizio dell'anno.

Nel 2012 l'andamento degli utili delle società incluse negli indici azionari ha complessivamente disatteso le aspettative degli investitori nell'Area euro (Fig. 37).

In particolare il tasso di crescita degli utili delle società incluse nel DJ Euro Stoxx ha subito una flessione del 2 per cento circa a fronte di un dato atteso dell'8,7 per cento; è ancora più marcata la divergenza tra crescita effettiva e crescita attesa degli utili delle società incluse nel Ftse Mib (rispettivamente -2 e +17 per cento).

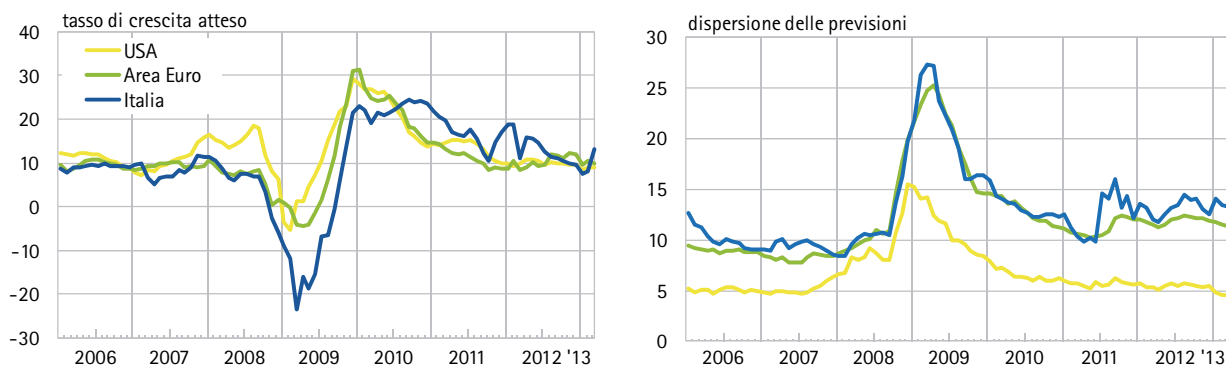
**Fig. 37 Crescita attesa ed effettiva degli utili societari delle imprese incluse nei principali indici azionari nel 2012**



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 2012 e sull'utile effettivo 2012 (stima a febbraio 2013).

Le previsioni degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di un anno rimangono piuttosto stabili sia nell'Area euro sia negli Usa, mentre il livello di dispersione delle previsioni rimane più elevato nell'Area euro. Si registra, invece, una correzione significativa delle aspettative relative al tasso di crescita degli utili delle società incluse nel Ftse Mib, dal 17 per cento a dicembre 2011 al 9,6 per cento alla fine del 2012. Tale ridimensionamento è proseguito nei primi mesi del 2013, sebbene nel mese di marzo sia emerso un miglioramento del tasso di crescita atteso (Fig. 38).

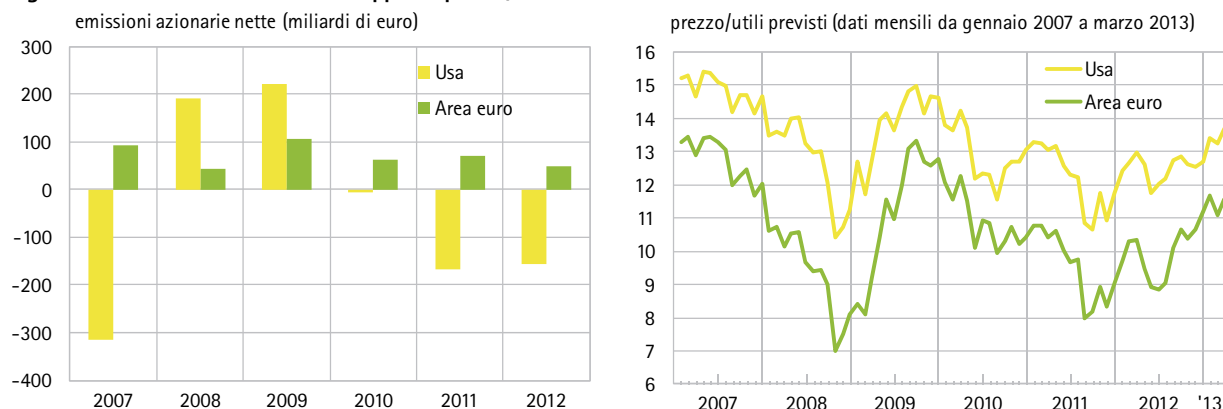
**Fig. 38 Previsioni degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di 12 mesi**  
(valori percentuali; dati mensili da gennaio 2006 a marzo 2013)



Medie ponderate dei tassi di crescita degli utili delle società incluse nello S&P500 (Usa), nel DJ Euro Stoxx (Area euro) e nel Ftse Mib (Italia). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters e Ibes.

Nel corso del 2012 la flessione dei corsi azionari ha determinato un significativo calo del rapporto prezzo/utigli previsti sia per l'Area euro sia per gli Usa a partire dal mese di marzo e fino al mese di giugno. Nel secondo semestre 2012 l'aumento di tale indicatore ha confermato, invece, il rinnovato clima di fiducia sui mercati, anche se l'ammontare della raccolta sul primario è rimasto modesto e si è attestato su livelli più bassi rispetto a quanto registrato nel 2011 (Fig. 39).

**Fig. 39 Emissioni nette di azioni e rapporto prezzo/utigli**

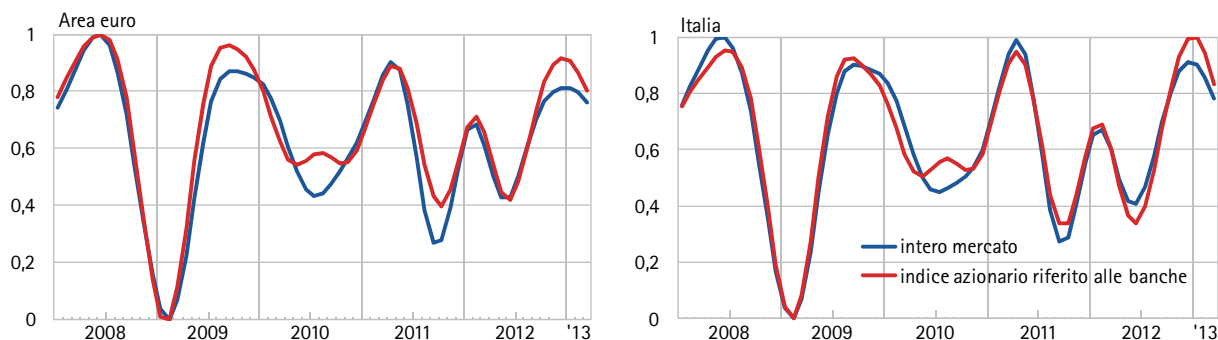


Fonte: Fed, BCE e Thomson Reuters ed elaborazioni su dati Ibes per le società incluse nello S&P500 (Usa), nel DJ Euro Stoxx (Area euro) e nel Ftse Mib (Italia).

Nell'Area euro il *sentiment* degli investitori, implicito nella dinamica della componente ciclica dei rendimenti azionari, ha segnalato nella seconda metà del 2012 e fino a gennaio 2013 la percezione di un miglioramento delle attese sulle prospettive di crescita economica, coerentemente con la tendenziale riduzione dell'indicatore di avversione al rischio rilevato nello stesso periodo (Fig. 40).

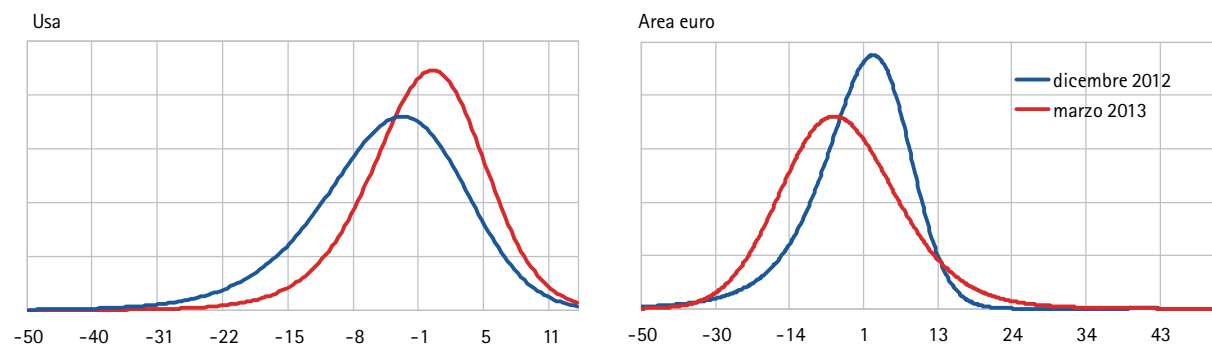
Le aspettative sui rendimenti azionari su un orizzonte temporale di tre mesi, estrapolate dai prezzi degli strumenti derivati rilevati a marzo 2013, risultano peggiori rispetto a quelle stimate a fine 2012 per l'Area euro, mentre segnalano un miglioramento per gli Stati Uniti (Fig. 41).

**Fig. 40 Market sentiment degli investitori sull'andamento del ciclo economico implicito nella dinamica dei corsi azionari** (dati mensili da gennaio 2008 a marzo 2013)



Il *market sentiment* è stimato separando la componente di lungo periodo dei rendimenti da quella di breve periodo (maggiormente erratica e volatile). La componente ciclica di ogni serie storica è stata normalizzata tra zero e uno. L'indicatore è stato calcolato applicando alla serie storica degli indici azionari il filtro Christiano-Fitzgerald. Gli indici considerati sono il Ftse Mib e il Ftse Mib Banks per l'Italia e il DJ Euro Stoxx 50 e il DJ Euro Stoxx 50 Banks per l'Europa. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

**Fig. 41 Aspettative sui rendimenti azionari su un orizzonte temporale di tre mesi**



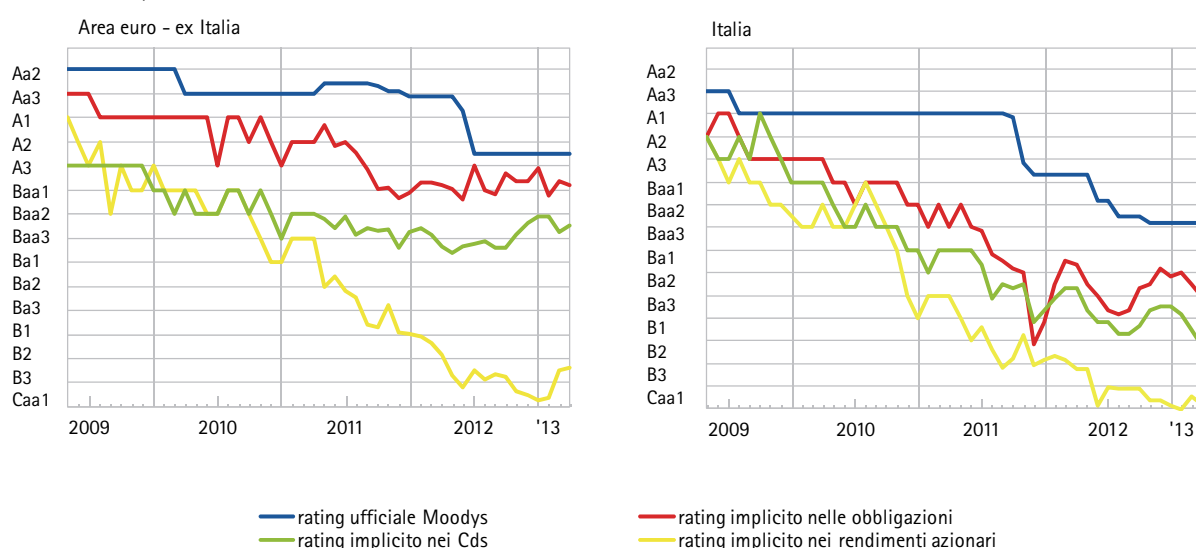
Le figure riportano la distribuzione di probabilità dei rendimenti azionari a tre mesi implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari stimata seguendo l'approccio di Shimko (1993). Sono rappresentate le distribuzioni di probabilità *risk-neutral*, che non riflettono l'avversione al rischio degli investitori. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Il *rating* ufficiale rilasciato dall'agenzia Moody's per le principali banche quotate europee continua a risultare disallineato rispetto al *rating* implicito nei prezzi degli strumenti finanziari, che esprime la qualità del credito percepito dagli operatori.

A partire dal 2010 tale divergenza è risultata più ampia per gli istituti di credito italiani, penalizzati dalla percezione di un maggiore rischio sovrano (Fig. 42). Il *rating* implicito nei corsi azionari risulta significativamente più basso di quello basato sull'andamento dei Cds e dei rendimenti obbligazionari, soprattutto per le banche europee, segnalando una maggiore reattività del mercato azionario ai segnali di peggioramento della qualità del credito nel settore bancario.

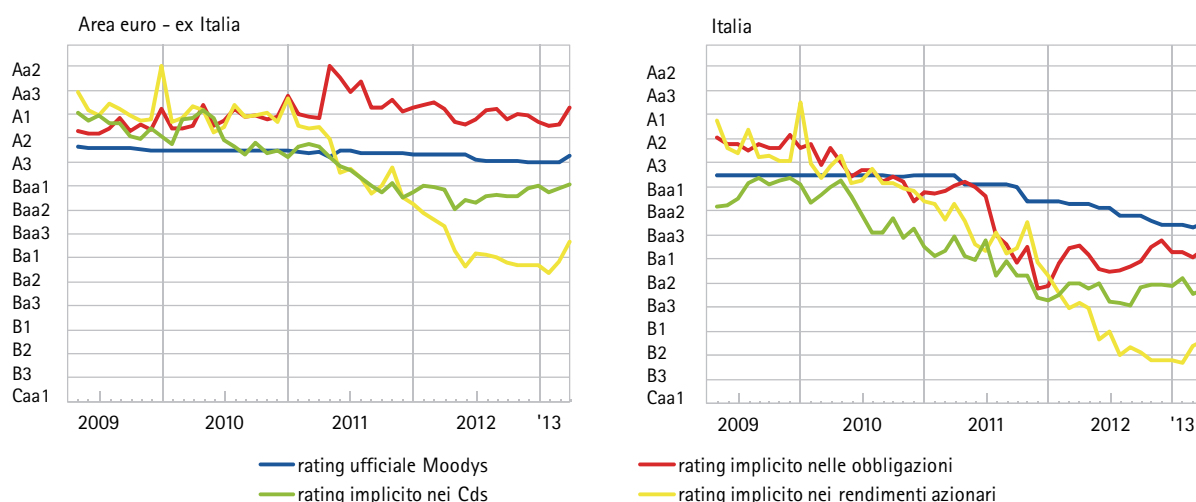
Per le principali società non finanziarie europee il disallineamento tra *rating* ufficiale e giudizio implicito nei corsi azionari è meno accentuato rispetto a quanto rilevato per le banche. Il giudizio implicito negli *spread* obbligazionari evidenzia, inoltre, una percezione del rischio di credito da parte del mercato meno severa di quella dell'agenzia Moody's. Per le principali società quotate italiane, invece, il rischio di credito implicito negli *spread* obbligazionari è superiore rispetto al *rating* ufficiale, anche se rimane inferiore rispetto al rischio implicito nelle quotazioni dei Cds e nei rendimenti azionari (Fig. 43).

**Fig. 42 Rating impliciti nei prezzi degli strumenti finanziari delle principali banche quotate europee**  
(dati mensili da aprile 2009 a marzo 2013)



Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Date medi relativi alle banche incluse nell'indice DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluso le banche italiane) e alle principali banche italiane con rating di Moody's (Banca Popolare di Milano, Intesa, Mps, Unicredit, Ubi, Banco Popolare).

**Fig. 43 Rating impliciti nei prezzi degli strumenti finanziari delle principali imprese quotate non finanziarie europee**  
(dati mensili da aprile 2009 a marzo 2013)

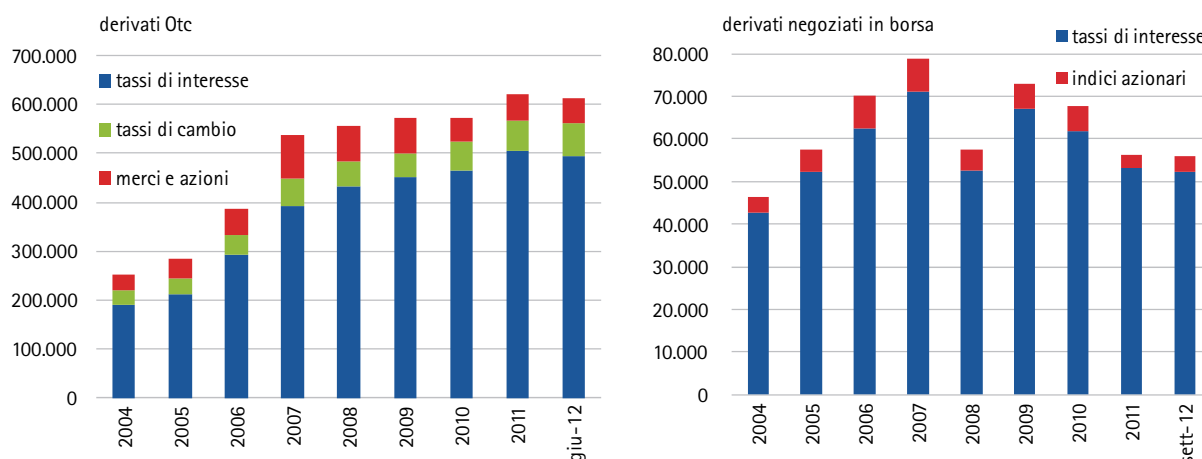


Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Dati medi relativi alle imprese *corporate* appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società non finanziarie italiane) e le società non finanziarie italiane incluse nel Ftse Mib.

## 2 Il mercato degli strumenti finanziari derivati

Nel primo semestre 2012, secondo le rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali (Bri) relative alle maggiori economie avanzate, la dimensione del mercato dei derivati *over the counter* (Otc) ha subito una lieve flessione. Il valore nozionale dei derivati Otc su strumenti finanziari (tassi di interesse, tassi di cambio, azioni e merci) è diminuito, infatti, dell'uno per cento circa (da 619.149 a 611.997 miliardi di dollari Usa tra dicembre 2011 e giugno 2012; Fig. 44). Nel primo semestre 2011, invece, l'ammontare del nozionale complessivo dei derivati Otc aveva subito un incremento del 18 per cento circa (da circa 571.000 a 675.000 miliardi di dollari Usa).

**Fig. 44 Valore nozionale lordo degli strumenti finanziari derivati nelle principali economie avanzate**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

La riduzione è riferibile soprattutto alla dinamica dei derivati su tassi di interesse (pari all'81 per cento dei derivati Otc su strumenti finanziari) con un valore nozionale che ha subito una flessione del 2 per cento circa (da 504.117 a 494.018 miliardi di dollari Usa tra dicembre 2011 e giugno 2012). L'ammontare dei derivati su cambi e su altri sottostanti è cresciuto, invece, del 3 per cento circa.

Da dicembre 2011 a settembre 2012 è rimasto stabile il valore nozionale dei contratti derivati scambiati in borsa (*exchange traded*) attestandosi su quota 56.448 miliardi di dollari Usa circa.

In particolare il valore nozionale dei derivati su tassi di interesse (pari al 93 per cento dei derivati scambiati in borsa) ha subito una lieve riduzione (2 per cento circa), mentre l'ammontare dei derivati su cambi e su altri sottostanti è cresciuto del 26 per cento circa (da 3.265 a 4.104 miliardi di dollari Usa).

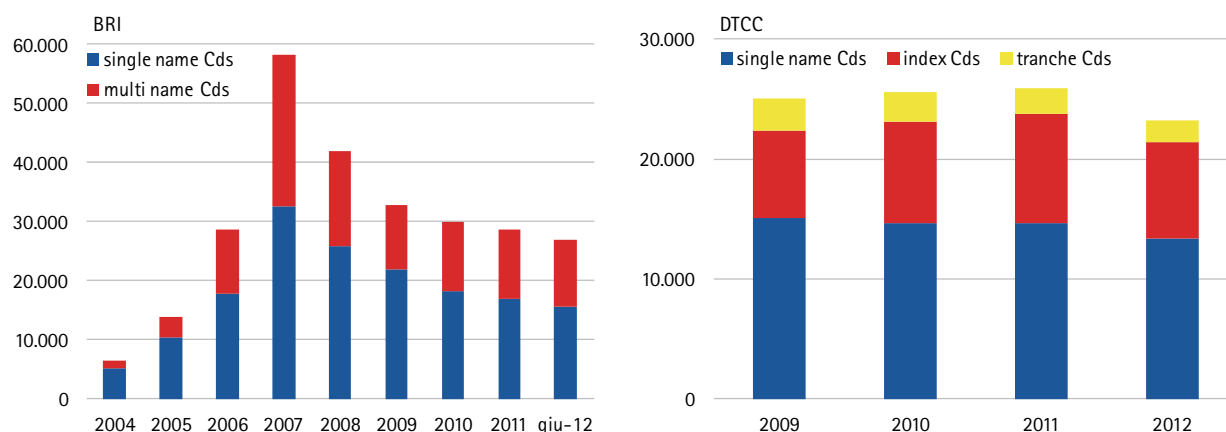
Secondo le statistiche della Bri nel primo semestre 2012 è lievemente diminuita la dimensione del mercato dei *credit default swap* (Cds). Il valore nozionale lordo dei Cds, infatti, è sceso da 29.000 a 27.000 miliardi di dollari Usa circa tra dicembre 2011 e giugno 2012 (-5,9 per cento; Fig. 45). A giugno 2012 il peso dei *Cds single name* (ossia riferiti a un unico debitore) era



pari al 58 per cento, in lieve calo rispetto a quanto rilevato a dicembre 2011 (59 per cento).

Sulla base dei dati della *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC), che riporta informazioni in parte differenti da quelle della Bri, l'82 per cento dei *multiname* Cds (riferiti a più debitori) è rappresentato da *index Cds* (ossia Cds su un paniere di *reference entities*), mentre la quota rimanente è costituita da *tranche* standardizzate di *index Cds*.

**Fig. 45 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.

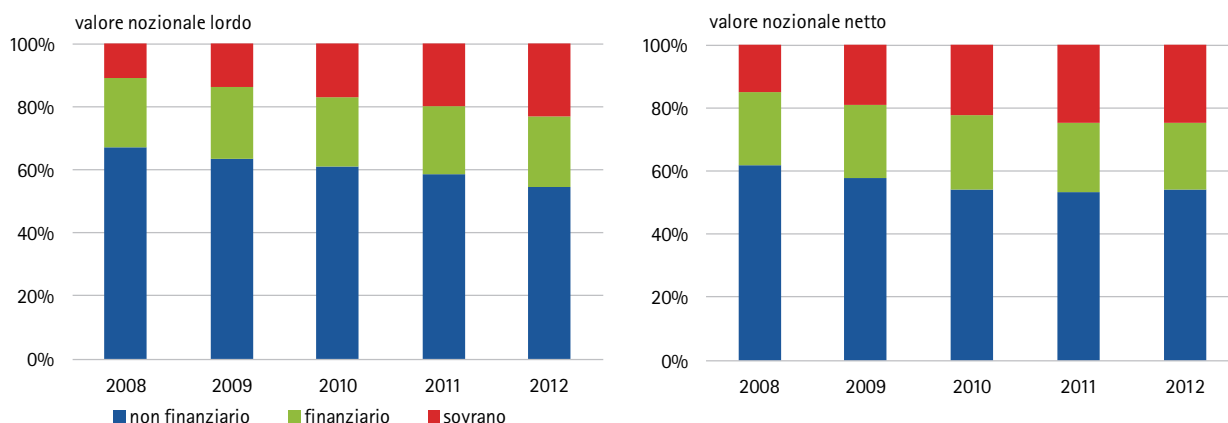
Nel corso del 2012 il peso dei Cds su emittenti sovrani sul mercato complessivo dei Cds è lievemente cresciuto in termini di valore nozionale lordo, mentre è rimasto sostanzialmente stabile in termini di valore nozionale netto.

In particolare la quota del valore nozionale lordo riferito ai Cds sovrani è passata dal 20 per cento nel dicembre 2011 al 23 per cento circa nel dicembre 2012, mentre quella riferita al valore nozionale netto è rimasta invariata al 25 per cento (Fig. 46). Nello stesso periodo è diminuita, invece, la quota percentuale dei Cds *corporate* dal 58 al 54 per cento circa in termini di valore nozionale lordo, mentre si è mantenuta intorno al 54 per cento in relazione al valore nozionale netto. La quota riferita al settore finanziario, infine, non ha subito variazioni di rilievo, attestandosi al 22 per cento circa con riferimento sia al valore nozionale lordo sia al valore nozionale netto.

Nel 2012 è proseguita la diminuzione del valore nozionale netto dei Cds in rapporto al debito sottostante soprattutto per i paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano (Fig. 47).

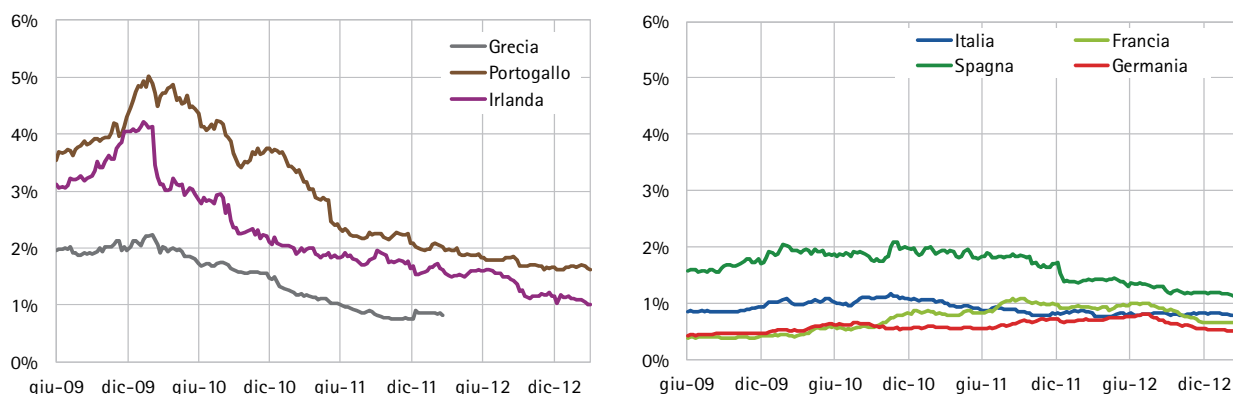
In particolare tale rapporto ha subito una flessione, da dicembre 2011 a dicembre 2012, dall'1,7 all'1,2 per cento circa per l'Irlanda, dal 2,1 all'1,7 per cento circa per il Portogallo e dall'1,7 all'1,2 per cento per la Spagna. Nel medesimo arco temporale tale rapporto è rimasto stabile per l'Italia (0,8 per cento).

**Fig. 46** Composizione percentuale del valore nozionale dei *credit default swap* per settore di appartenenza della *reference entity*



Fonte: elaborazioni su dati DTCC. Si fa riferimento ai Cds *single name* (prime 1.000 *reference entities* per valore nozionale). La composizione percentuale è stata calcolata sulle consistenze di fine periodo.

**Fig. 47** Rapporto fra valore nozionale netto dei *credit default swap* e debito pubblico per alcuni paesi dell'Area euro (dati settimanali da giugno 2009 a marzo 2013)

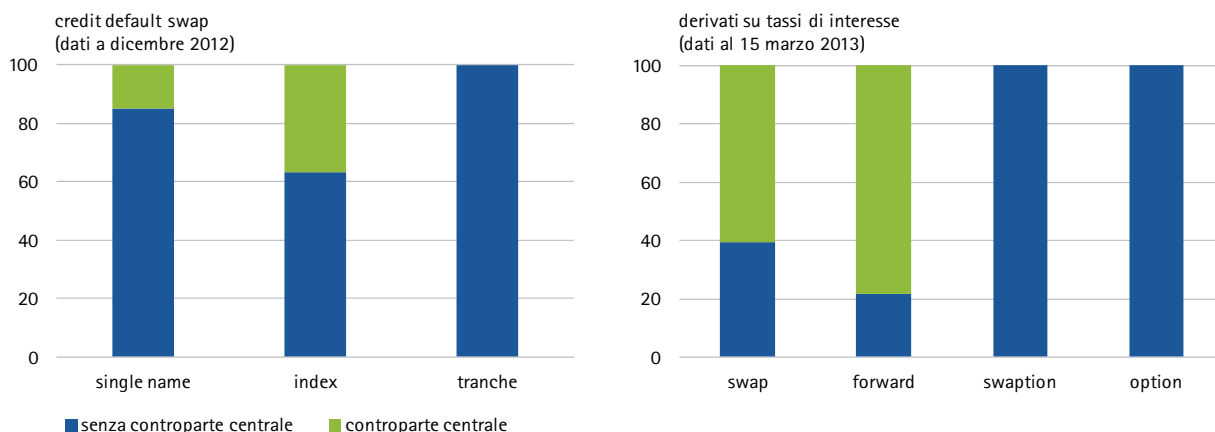


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, DTCC ed Eurostat.

Dati di fonte DTCC consentono di stimare la quota di derivati *over the counter* sottoposti a processo di *clearing* presso controparti centrali (CCP). Nell'ambito dei derivati di credito sono sottoposti a *clearing* presso CCP il 37 per cento del valore nozionale lordo degli *index Cds* e il 15 per cento del valore nozionale lordo dei *Cds single name*. Con riferimento ai derivati *Otc* su tassi di interesse circa il 60 per cento del valore nozionale lordo dei derivati *interest swap* viene sottoposto a *clearing* presso CCP (Fig. 48).

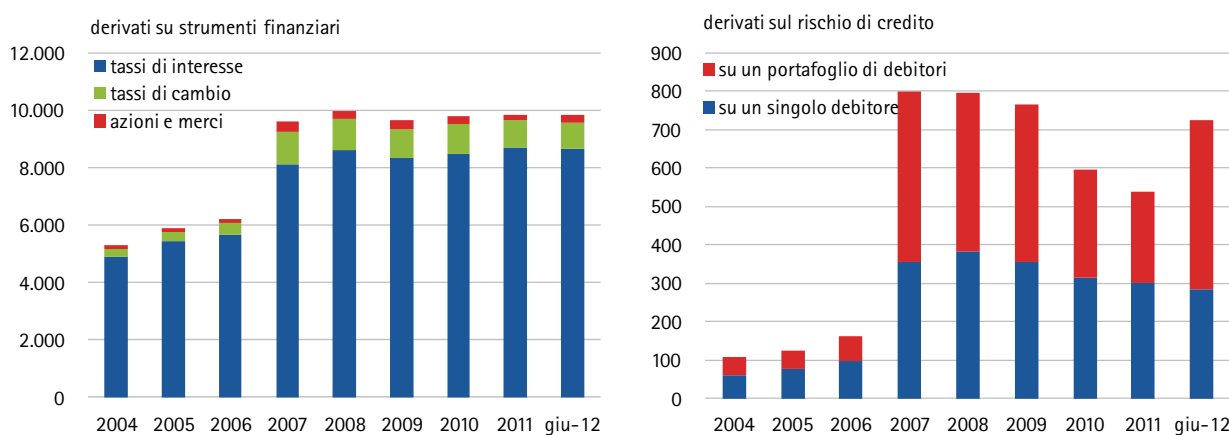
A giugno 2012 in Italia il valore nozionale dei contratti derivati finanziari negoziati *over the counter* ammontava a 9.830 miliardi di dollari Usa, senza aver subito variazioni di rilievo rispetto a dicembre 2011. È aumentato notevolmente, invece, il valore nozionale dei derivati sul rischio di credito (da 538 a 724 miliardi di dollari, +35 per cento; Fig. 49).

**Fig. 48** Composizione del valore nozionale lordo dei derivati *over the counter* sulla base della tipologia del processo di *clearing* (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati DTCC.

**Fig. 49** Valore nozionale lordo degli strumenti finanziari derivati Otc in Italia (consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)



Fonte: Banca d'Italia.

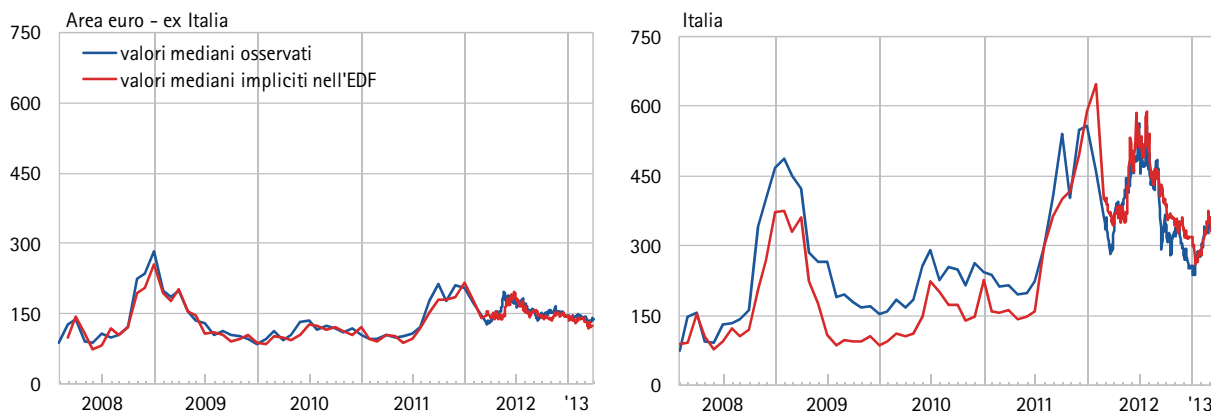
A giugno 2012 in Italia la maggiore parte dei contratti derivati su strumenti finanziari negoziati Otc continua ad avere come sottostante tassi d'interesse (88 per cento del controvalore nozionale complessivo). I derivati sul rischio di credito hanno prevalentemente come sottostante un portafoglio di debitori (61 per cento circa).

Nel corso del 2012 l'andamento delle quotazioni dei Cds sul debito delle principali società non finanziarie dell'Area euro ha riflesso l'andamento dei mercati azionari, segnalando nel primo semestre un aumento del rischio di credito percepito dagli investitori seguito poi da una diminuzione.

In particolare le quotazioni osservate dei Cds continuano a rimanere in linea con quelle implicite calcolate sulla base di modelli teorici. Per le società italiane tali valori si sono attestati su livelli costantemente superiori a quelli registrati per gli emittenti europei (Fig. 50).

**Fig. 50 Quotazioni dei Cds a 5 anni effettive e implicite nella frequenza attesa di *default* (Edf) per le principali società quotate non finanziarie**

(punti base; dati giornalieri dal 01/01/2008 al 31/03/2013)

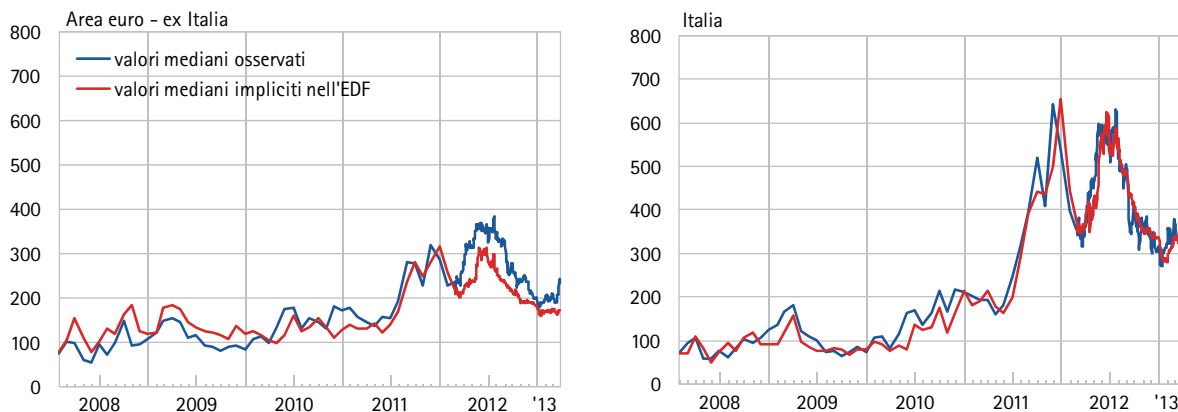


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Credit Edge. I dati si riferiscono a un campione di società quotate dell'Area euro incluse negli indici dei Cds *corporate* Thomson Reuters dei quali si dispongono dati sulla frequenza attesa di *default* (68) e alle seguenti società quotate italiane: Cir, Fiat, Edison, Enel, Eni, Finmeccanica, Telecom Italia.

Le quotazioni dei Cds delle principali banche europee sono più elevate rispetto a quelle misurate sulla base di modelli teorici, mentre per gli istituti di credito italiani si registra un sostanziale allineamento su livelli costantemente superiori a quelli europei, per effetto della maggiore esposizione al rischio sovrano domestico (Fig. 51).

**Fig. 51 Quotazioni mediane dei Cds a 5 anni effettive e implicite nella frequenza attesa di *default* (Edf) per le principali banche quotate**

(punti base; dati giornalieri dal 01/01/2008 al 31/03/2013)

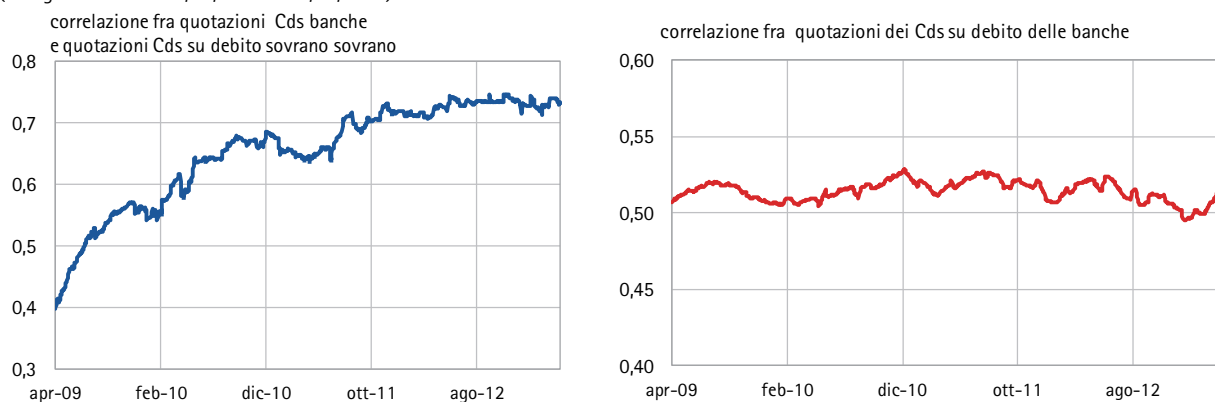


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Credit. Per l'Italia le banche considerate sono Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, mentre per l'Area euro le banche considerate sono Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis, BBVA, Santander, Caixa Bank, Banco Espanol de Credito, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland.

Nel 2012, infatti, il livello di correlazione fra le quotazioni dei Cds sul debito sovrano italiano e le quotazioni dei Cds riferiti alle banche si è mantenuto su valori elevati e superiori a quelli riferibili alla connessione tra banche, stimata attraverso la correlazione tra le quotazioni dei relativi Cds (Fig. 52).

**Fig. 52 Contagio delle banche italiane tramite l'analisi delle quotazioni dei Cds**

(dati giornalieri dal 01/04/2009 al 31/03/2013)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. In figura si rappresenta la correlazione dinamica stimata applicando il modello di Engle (2002). Sono state prese in considerazione le quotazioni dei Cds su debito senior delle seguenti banche: Intesa, Unicredit, Mps, Ubi, Banca Popolare di Milano, Mediobanca.

### 3 Il mercato obbligazionario e delle cartolarizzazioni

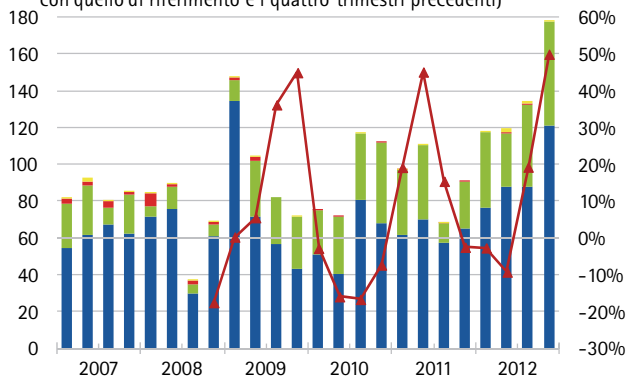
Nel 2012 il mercato obbligazionario delle società non finanziarie ha fatto registrare una significativa ripresa negli Stati Uniti, dove l'ammontare delle emissioni lorde di obbligazioni è cresciuto di circa il 50 per cento (-3 per cento nel 2011), passando da 367 miliardi nel 2011 a 550 miliardi, soprattutto grazie al contributo del quarto trimestre. Il volume delle emissioni di obbligazioni *corporate* ha evidenziato un aumento più contenuto in Europa (da 291 a 323 miliardi di euro, +11 per cento), a fronte della diminuzione da 54 a 44 miliardi di euro (-44 per cento circa) delle emissioni di titoli con rating speculativo (inferiore a BBB). Nel corso del 2012 i rendimenti sul mercato secondario sono diminuiti per tutte le classi di rating da AAA a BBB sia in Europa sia negli Usa; nei primi mesi del 2013 essi hanno mostrato un andamento altalenante che ha segnato scostamenti significativi rispetto ai livelli di fine 2012 (Fig. 53).

In Italia il mercato obbligazionario delle società non finanziarie ha fatto registrare importanti segnali di ripresa, nonostante nel secondo trimestre dell'anno le emissioni siano state piuttosto limitate rispetto allo stesso periodo del 2011. Il volume delle obbligazioni *corporate*, infatti, è cresciuto da 19 a 30 miliardi di euro (+61 per cento), grazie soprattutto alla crescita delle emissioni di titoli con *rating* non speculativo (superiore a BBB) il cui volume è aumentato da 11 a 26 miliardi di euro. Nel breve termine il rischio di rifinanziamento della raccolta obbligazionaria potrebbe essere moderato, poiché la quota dell'ammontare dei titoli emessi a partire dal 2007 e in scadenza nel 2013 risulta contenuta (circa 8 per cento del totale; Fig. 54).

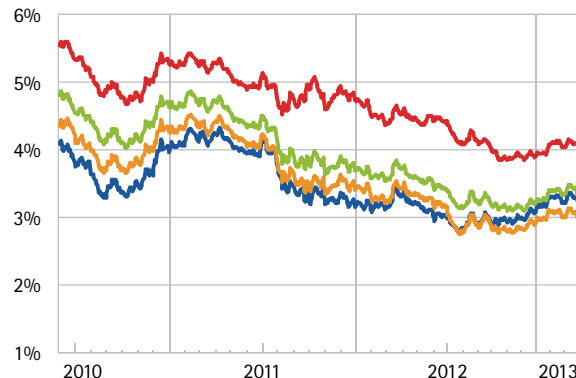
**Fig. 53 Emissioni e rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie**

USA

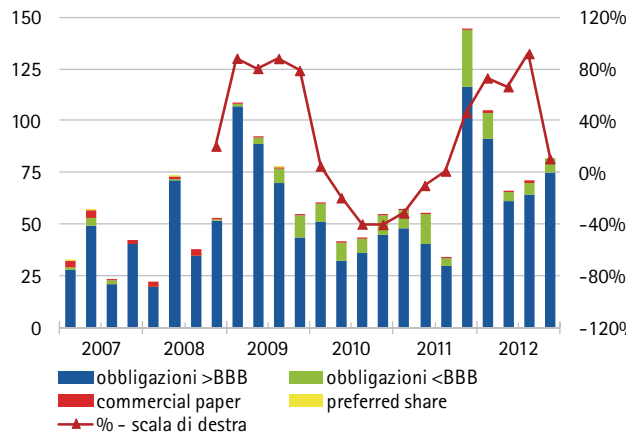
emissioni lorde presso investitori istituzionali (dati trimestrali in miliardi di euro; variazione % tra la somma dei quattro trimestri che terminano con quello di riferimento e i quattro trimestri precedenti)



rendimenti (valori percentuali; dati giornalieri dal 01/06/2010 al 31/03/2013)



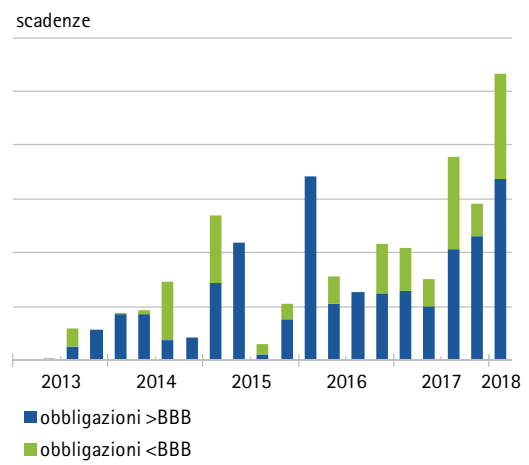
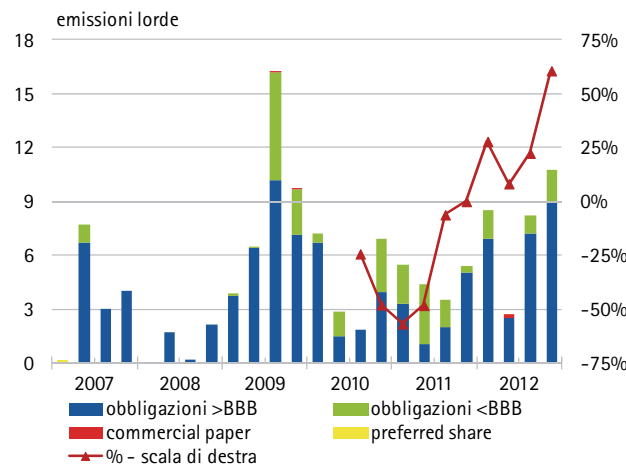
EUROPA



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob, Kler's e Markit. I dati delle emissioni 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 in altri paesi).

**Fig. 54 Emissioni obbligazionarie di emittenti corporate italiani**

(dati trimestrali in miliardi di euro; variazione % tra la somma dei quattro trimestri che terminano con quello di riferimento e i quattro trimestri precedenti)

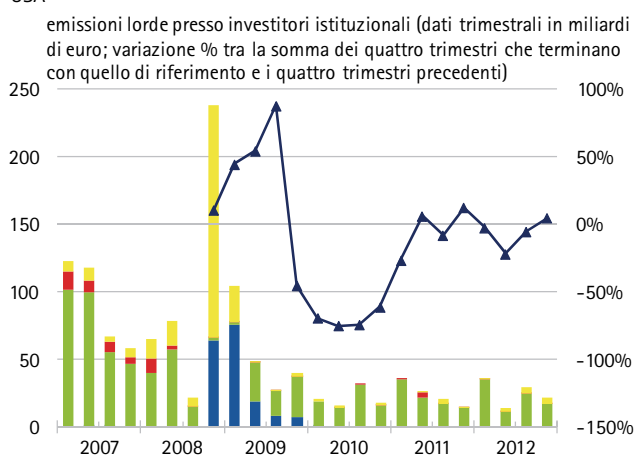


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse a partire dal 2007.

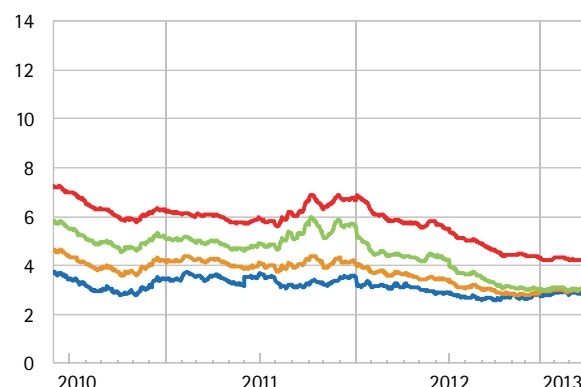
Nel corso del 2012 la raccolta obbligazionaria delle banche continua a manifestare segnali di ripresa negli Stati Uniti, anche se il tasso di crescita delle emissioni (passate da 95 a 100 miliardi di euro; +5 per cento) è più basso rispetto a quanto rilevato nel 2011 (+12 per cento circa). In Europa, invece, nel 2012 è stato registrato un calo della raccolta obbligazionaria passata da 563 a 418 miliardi di euro (-26 per cento circa), a causa, soprattutto, del calo delle emissioni nel secondo trimestre del 2012. Sul mercato secondario i rendimenti delle obbligazioni bancarie hanno mostrato una sostanziale stabilità negli Stati Uniti, mentre in Europa si è notevolmente ampliato il differenziale nei rendimenti tra titoli con rating elevato (da AAA ad A) e quelli con rating prossimo al livello speculativo (BBB).

**Fig. 55 Emissioni e rendimenti delle obbligazioni bancarie**

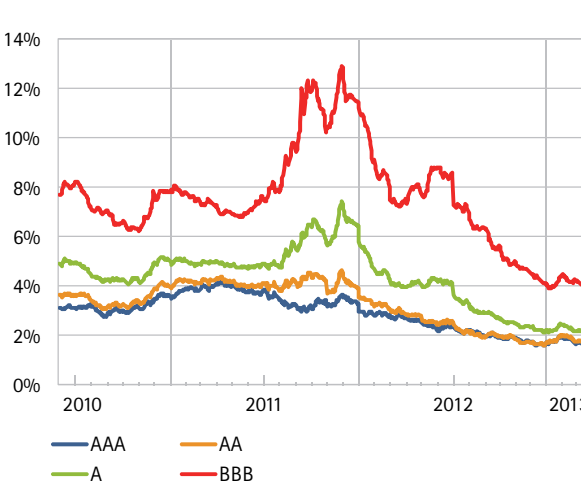
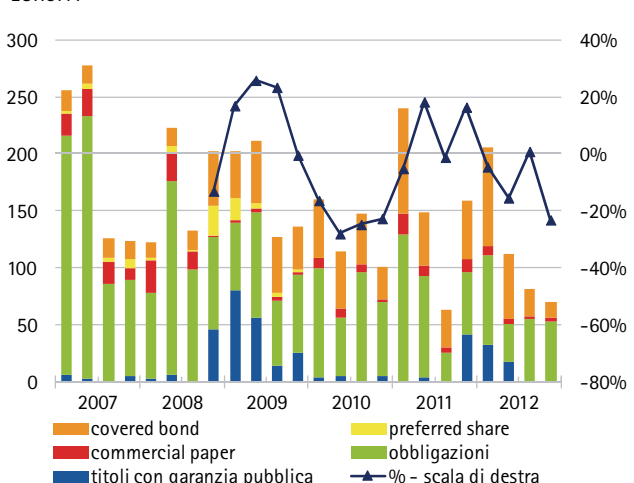
USA



rendimenti (valori percentuali; dati giornalieri dal 01/06/2010 al 31/03/2013)



EUROPA



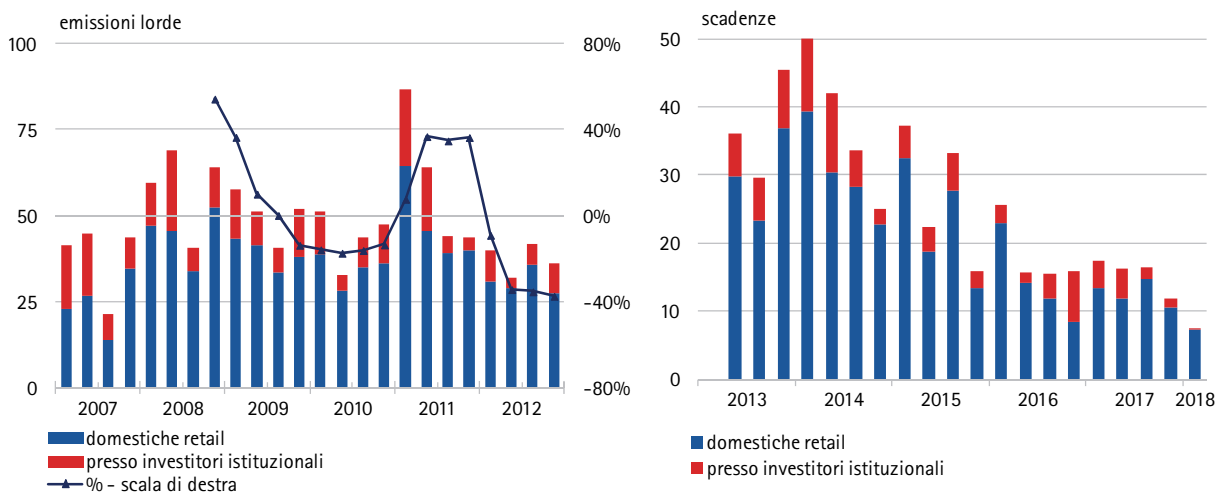
Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's (per le emissioni obbligazionarie) Markit (per i rendimenti). I dati delle emissioni per l'Europa si riferiscono ai collocamenti di società con sede legale in Italia, Francia, Germania, Spagna, Olanda e UK e alle loro controllate (anche se con sede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

In particolare i rendimenti delle obbligazioni con rating BBB hanno raggiunto, negli ultimi mesi del 2011, livelli prossimi al 13 per cento per poi ridursi, nel corso del 2012 fino a poco più del 4 per cento. Nei primi mesi del 2013 si è osservata una lieve tendenza al rialzo in Europa, mentre negli Usa i rendimenti delle obbligazioni bancarie sul mercato secondario sono rimasti pressoché stabili (Fig. 55).

In Italia la raccolta obbligazionaria bancaria ha registrato un forte calo nel corso del 2012, passando da 238 a 149 miliardi di euro (-37 per cento circa). Tale andamento negativo è stato rilevato sia sull'euromercato (da 49 a 26 miliardi di euro, -46 per cento circa) sia per le emissioni destinate agli investitori *retail* (da 189 a 122 miliardi di euro, -35 per cento circa). A fine 2012 l'ammontare di obbligazioni in scadenza nei dodici mesi successivi risultava pari a 111 miliardi di euro (il 74 per cento circa dello *stock* delle obbligazioni in essere); il 19 per cento circa di titoli in scadenza nel 2013 è stato collocato presso investitori istituzionali (Fig. 56).

**Fig. 56 Emissioni obbligazionarie di banche italiane**

(emissioni e scadenze trimestrali in miliardi di euro; variazione % tra la somma dei quattro trimestri che terminano con quello di riferimento e i quattro trimestri precedenti)



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse dal 2007.

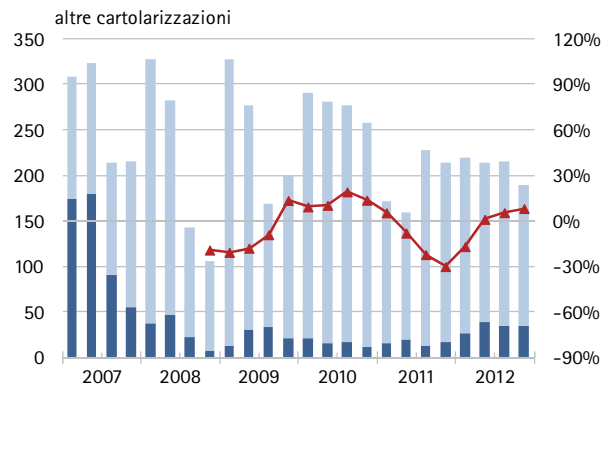
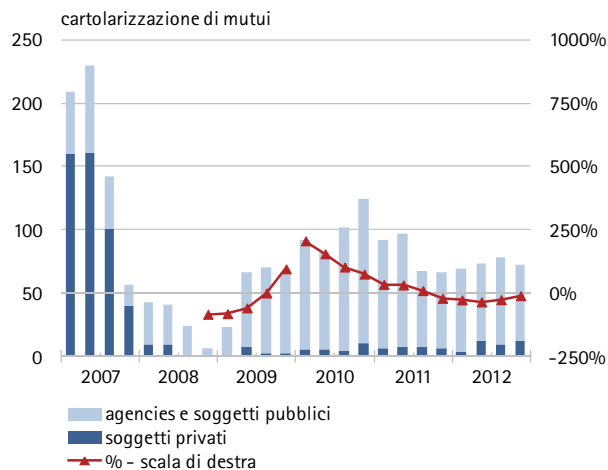
Il volume delle emissioni di cartolarizzazioni negli Usa è lievemente cresciuto da 1.094 a 1.128 miliardi di euro (+3 per cento circa), nonostante il calo delle emissioni su mutui (da 323 a 294 miliardi di euro, -9 per cento circa; Fig. 57). In Europa, invece, si è registrata una significativa contrazione del volume delle emissioni, passate da 246 a 131 miliardi di euro (-46 per cento circa). In Italia continua a rimanere scarso l'interesse per tale tipologia di operazioni, come attesta il calo del volume complessivo delle emissioni da 11,7 a 5,7 miliardi di euro (-50 per cento circa).



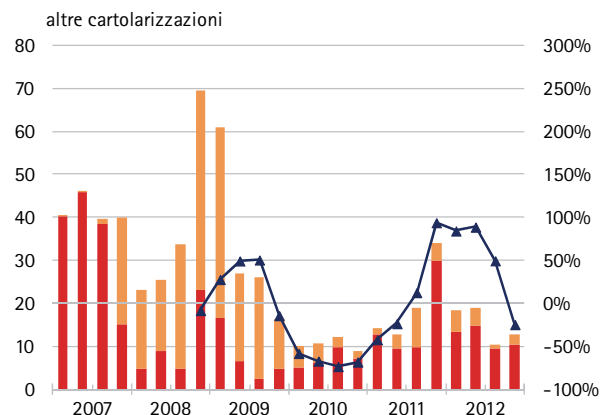
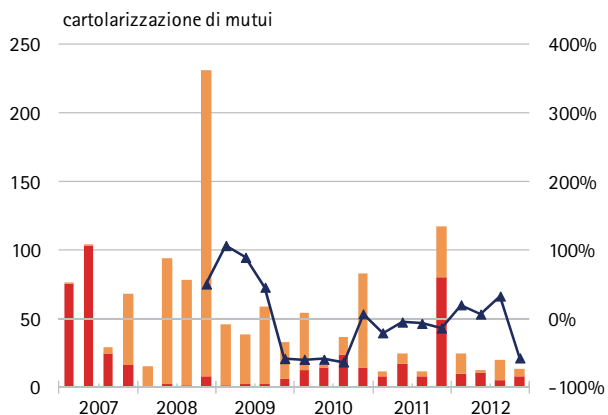
**Fig. 57 Emissioni di cartolarizzazioni**

(dati trimestrali in miliardi di euro; variazione percentuale tra la somma dei quattro trimestri che terminano con quello di riferimento e i quattro trimestri precedenti)

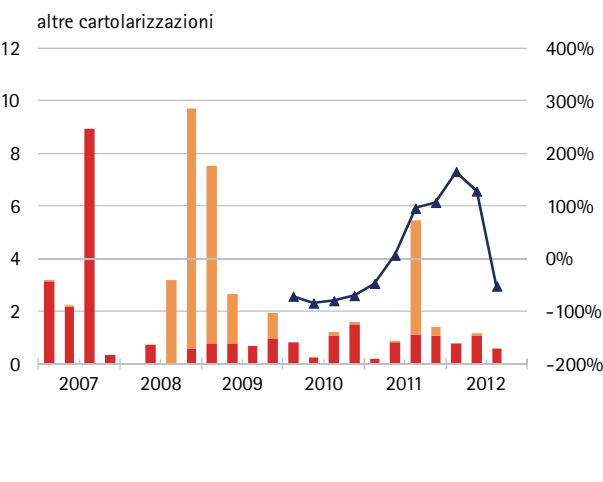
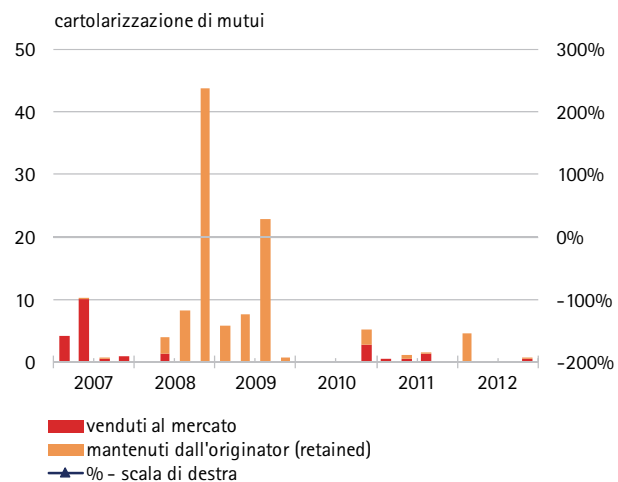
**USA**



**EUROPA**



**ITALIA**



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic. I dati per l'Europa si riferiscono a titoli garantiti da asset di società con sede legale in Italia, Francia, Germania, Spagna, Olanda e UK o di loro controllate.

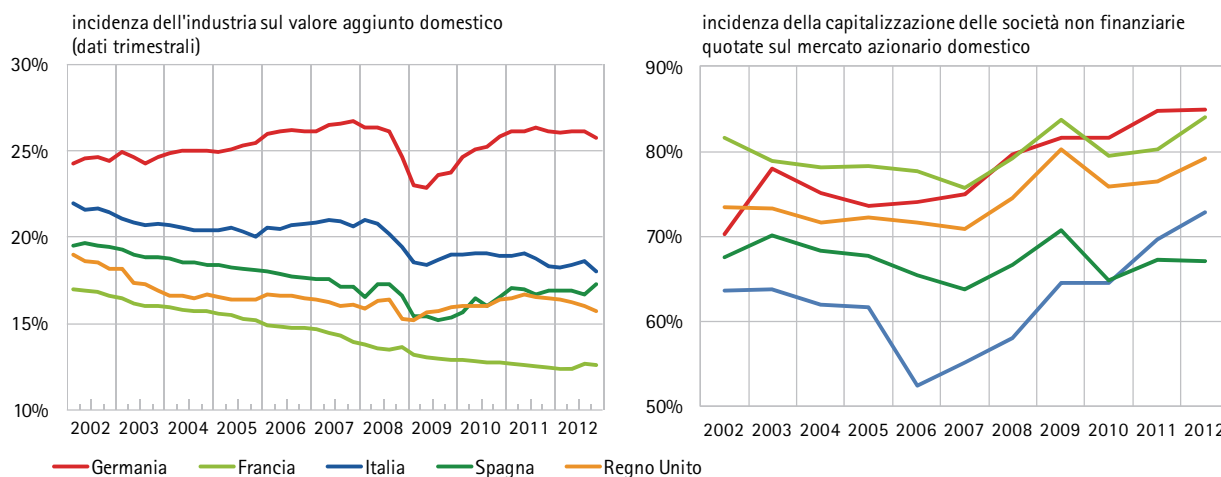
### III Le società non finanziarie

#### 1 La rilevanza del settore industriale nell'economia

Il peso del settore industriale nell'economia risulta eterogeneo nei principali paesi europei. In particolare, nell'ultimo decennio la Germania si è rivelata la maggiore economia industriale dell'Unione Europea, seguita dall'Italia, sebbene con un divario significativo.

A partire dal 2002 l'incidenza del valore aggiunto riferibile al settore industriale (ad esclusione delle costruzioni) sul valore aggiunto domestico ha oscillato attorno al 25 per cento in Germania, mentre è progressivamente diminuito in Italia e in Francia portandosi, rispettivamente, al 18 e al 13 per cento circa a fine 2012 (Fig. 58). La medesima dinamica è emersa anche con riferimento a Spagna e Regno Unito, per i quali a fine 2012 il rapporto tra valore aggiunto industriale e valore aggiunto totale si attestava, rispettivamente, al 17 e al 16 per cento.

Fig. 58 Peso dell'industria nei principali paesi europei



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Datastream.

Un quadro differente emerge se si considera il peso del comparto non finanziario sulla capitalizzazione complessiva delle società quotate nei principali mercati regolamentati europei.

Nonostante il rilevante peso dell'industria sull'economia reale, l'Italia registra l'incidenza più bassa in Europa della capitalizzazione delle società non finanzia-

rie quotate. Il peso del relativo comparto sul mercato azionario a partire dal 2011 è aumentato (passando dal 65 per cento a fine 2010 al 73 per cento a fine 2012); tale incremento, tuttavia, è imputabile principalmente alla riduzione del peso relativo del settore finanziario interessato dai più consistenti ribassi dei corsi azionari sperimentati dalle banche per effetto della crisi del debito sovrano.

Al contrario dell'Italia, in Francia il peso della capitalizzazione delle società non finanziarie quotate risulta elevato (pari all'84 per cento a fine 2012), nonostante il minor peso del settore industriale nell'economia reale.

## 2 I ricavi e la redditività delle imprese quotate

Nel corso del 2012 si è ulteriormente ampliato il divario tra la redditività delle principali società quotate italiane e quella dei *competitors* dell'Area euro (Fig. 59).

Fig. 59 Ricavi e redditività delle principali imprese quotate non finanziarie



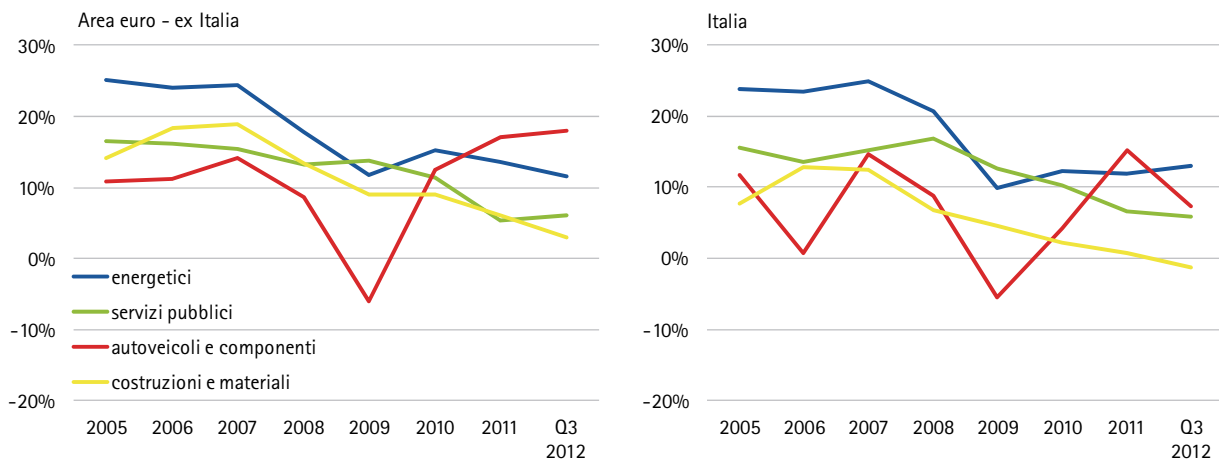
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. La variazione annuale del fatturato è calcolata rispetto al dato restated dell'anno precedente. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

In particolare, nei primi nove mesi del 2012, il tasso di crescita del fatturato delle società italiane ha mostrato un brusco calo passando dal 7,4 al 3,4 per cento, mentre per quelle europee è rimasto stabile a livelli di poco superiori al 7 per cento. Anche il valore mediano del Roe ha mostrato un andamento divergente tra imprese italiane ed europee, registrando una diminuzione per le prime (dall'8,4 al 5,3 per cento) e permanendo su un livello superiore al 14 per cento per le seconde.

Le imprese operanti nel settore delle costruzioni, particolarmente esposto alla congiuntura, mostrano la maggiore debolezza sia nell'Area euro sia in Italia.

La redditività del settore delle costruzioni ha registrato una progressiva contrazione a partire dal 2007; tale tendenza ha trovato conferma anche nei primi nove mesi del 2012 e ha penalizzato in misura maggiore le imprese quotate italiane portando il Roe su livelli negativi. Sia nell'Area euro sia in Italia le società quotate operanti nel settore delle *utilities*, dopo il calo registrato nel 2011, mantengono un Roe prossimo al 6 per cento. La redditività è invece più stabile per il settore dell'energia e costantemente superiore al 10 per cento. Il settore auto, infine, mostra segnali di ripresa in Europa, mentre in Italia esibisce un deciso calo del Roe che, a livello aggregato, ha perso quasi 8 punti percentuali nei primi nove mesi del 2012 (dal 15,2 al 7,4 per cento; Fig. 60).

Fig. 60 Roe delle imprese quotate non finanziarie per settore industriale

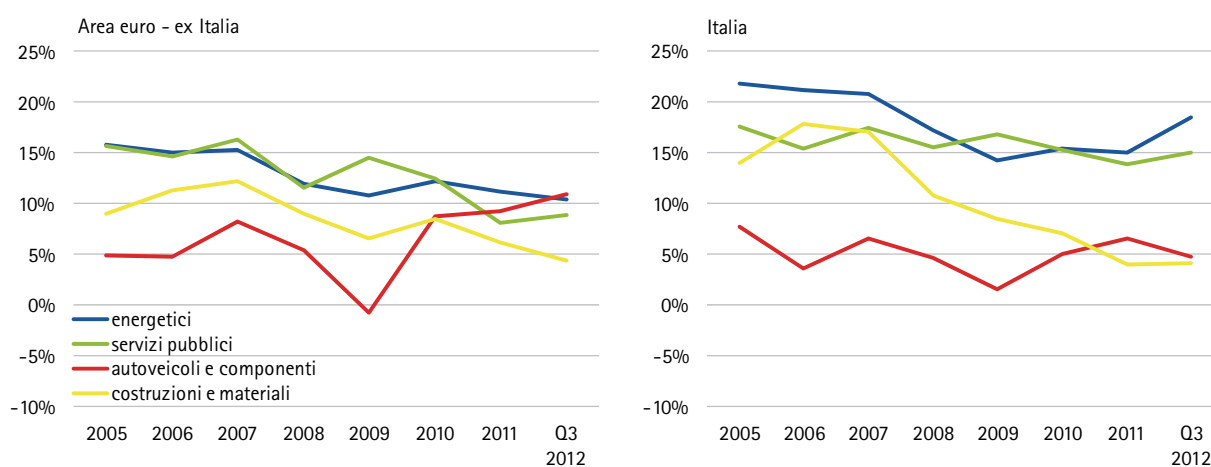


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

Il divario nell'andamento della redditività delle imprese italiane rispetto a quelle europee si manifesta anche in termini di *Ebit margin* (rapporto tra Ebit e ricavi), misura che non è influenzata dal diverso regime di tassazione degli utili.

Nei primi nove mesi del 2012 le società energetiche e le *utilities* mostrano segnali di crescita più evidenti in Italia, mentre si conferma il sensibile calo dei margini reddituali nel settore delle costruzioni, passati in Italia dal 17 per cento circa nel 2007 al 4 per cento circa nel 2012. Coerentemente con la dinamica relativa al Roe, nel comparto auto l'andamento dell'*Ebit margin* è positivo per le imprese europee e negativo per quelle italiane, con una differenza di oltre 6 punti percentuali; tale evidenza segnala il progressivo deterioramento della capacità delle imprese italiane di generare reddito a fronte di un dato volume di ricavi e un'incidenza crescente dei costi sull'attività operativa (Fig. 61).

**Fig. 61 Ebit in rapporto al fatturato (*Ebit margin*) delle imprese quotate non finanziarie per settore industriale**

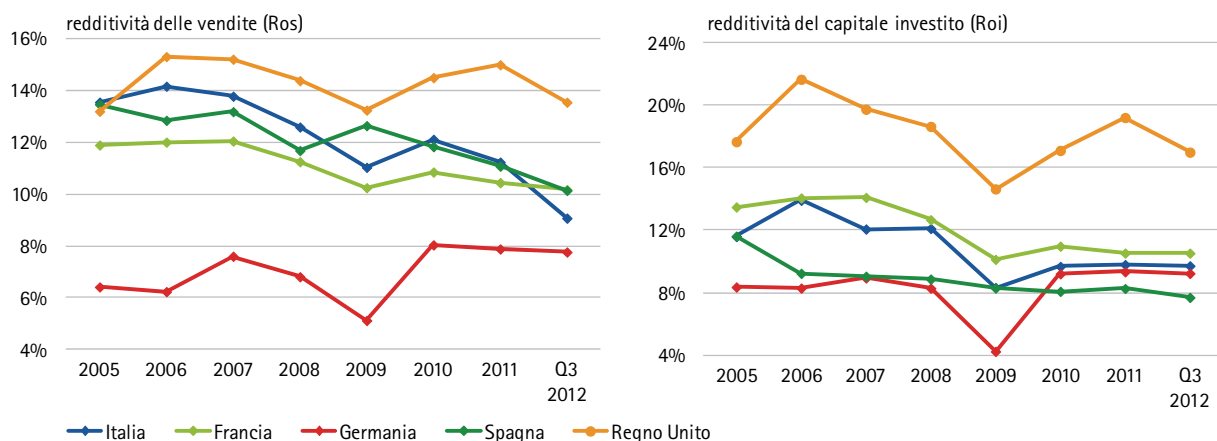


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

L'analisi delle performance reddituali delle società industriali quotate disaggregata per paese evidenzia che nei primi nove mesi del 2012 il rapporto tra risultato operativo e fatturato (Ros) è apparso in calo in tutti i principali paesi europei ad eccezione della Germania. Tale dinamica risulta particolarmente accentuata per le società non finanziarie italiane e inglesi, per le quali la riduzione del Ros (rispettivamente dall'11,2 al 9 per cento e dal 15 al 13,5 per cento) è derivata principalmente dal calo del risultato della gestione corrente. La redditività del capitale investito (Roi, dato dal rapporto tra risultato operativo e capitale investito) appare, invece, più stabile per le società non finanziarie quotate dei principali paesi europei; fanno eccezione quelle inglesi per le quali il Roi si è ridotto (passando dal 19 al 16 per cento circa), continuando ad attestarsi su livelli superiori a quelli registrati dalle società degli altri principali paesi europei (per le quali il Roi è pari o inferiore al 10 per cento; Fig. 62).

Il calo della redditività, in relazione sia al fatturato sia al capitale investito, è un fenomeno che interessa Italia, Francia e Spagna già dal 2005. Per le società non finanziarie quotate italiane, infatti, il Ros è passato dal 13,5 nel 2005 al 9 per cento a settembre 2012, mentre il Roi ha visto un calo dall'11,6 al 9,7 per cento nel medesimo periodo. Anche le imprese spagnole e francesi hanno sperimentato un calo sia del Ros (rispettivamente dal 13,5 al 10 per cento e dal 12 al 10 per cento) sia del Roi (rispettivamente dall'11,6 al 7,7 per cento e dal 13,5 al 10,5 per cento).

**Fig. 62 Indicatori di redditività delle principali imprese non finanziarie quotate nei principali paesi europei**



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2013 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. I dati 2012 sono preliminari. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

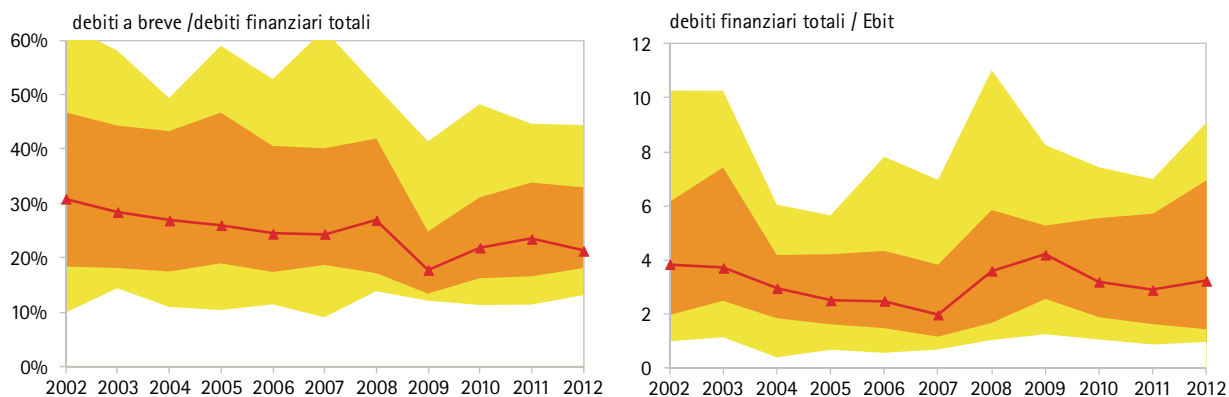
### 3 La struttura e la sostenibilità del debito delle imprese quotate

Le imprese italiane si caratterizzano per una maggiore fragilità finanziaria rispetto alle principali imprese quotate degli altri paesi dell'Area euro, in ragione sia delle deboli performance reddituali sia della struttura finanziaria, più sbilanciata verso forme di indebitamento a breve termine.

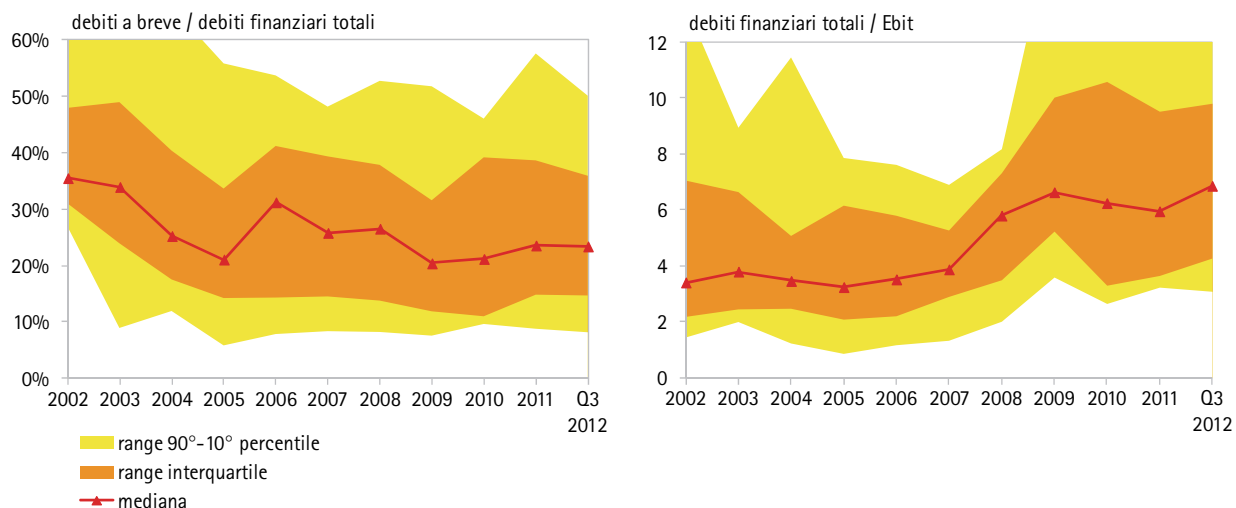
In dettaglio al 30 settembre 2012 i debiti finanziari a breve rappresentavano il 21,3 per cento dei debiti totali per le imprese dell'Area euro e il 23,4 per cento per quelle italiane. Inoltre, rispetto alle imprese italiane, le società europee esibivano una minore incidenza dei debiti finanziari sull'Ebit, evidenziando una migliore capacità di far fronte ai debiti con il risultato operativo ottenuto. Peraltro il valore mediano dell'incidenza dei debiti finanziari sull'Ebit per le società industriali quotate italiane risulta in significativo aumento nel 2012 rispetto al 2011 (Fig. 63).

Fig. 63 Struttura e sostenibilità del debito delle principali imprese quotate non finanziarie

AREA EURO EX ITALIA



ITALIA



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti all'indice S&P 100 per gli Usa, al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. Il rapporto debiti finanziari/Ebit è calcolato solo per le imprese con Ebit positivo. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

L'analisi dei flussi di cassa mostra un peggioramento della sostenibilità del debito sia per le società non finanziarie quotate dell'Area euro sia per quelle italiane.

La fragilità finanziaria delle imprese italiane risulta, tuttavia, mitigata dal significativo ricorso all'autofinanziamento a copertura dei flussi di cassa in uscita necessari a far fronte agli impegni assunti (Riquadro 6).

## Riquadro 6

### I flussi finanziari delle imprese quotate italiane

L'analisi dei flussi di cassa delle società non finanziarie italiane nel periodo 2002-2011 indica come le risorse generate dalla gestione reddituale (cosiddetto autofinanziamento) riescano a coprire quasi interamente il fabbisogno finanziario delle aziende. Tale dato risulta confermato per il campione di grandi società selezionate da Mediobanca sia sulla base di requisiti dimensionali (quali un numero di dipendenti superiore a 500) sia per i principali gruppi quotati italiani (che rappresentano un sottogruppo del campione Mediobanca).

L'indebitamento, che nel 2007 era diventato una considerevole fonte di finanziamento per le imprese, raggiungendo una quota superiore al 40 per cento del totale, si è successivamente ridotto fino al 2010, anno in cui i rimborsi hanno superato i nuovi finanziamenti per oltre 5 miliardi di euro; nel 2011 si osserva, tuttavia, una ripresa dell'attività di finanziamento, sebbene essa risulti più contenuta per i grandi gruppi quotati che hanno registrato un aumento dei debiti finanziari pari a 3,9 miliardi di euro (5,8 per le grandi imprese).

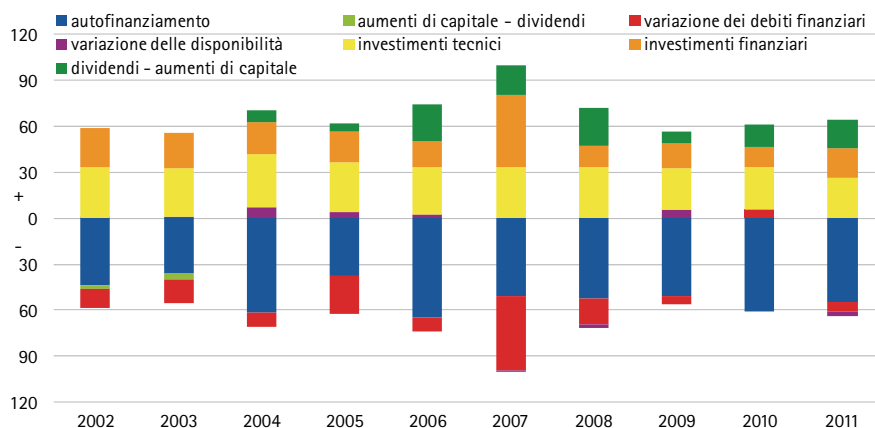
Le risorse generate vengono assorbite principalmente dagli investimenti tecnici, che hanno costituito nel periodo considerato una parte degli impieghi sostanzialmente stabile per le grandi imprese italiane (circa 31 miliardi di euro in media) e in crescita costante per il sottogruppo delle società quotate, con un valore che si è portato a circa il 56 per cento delle risorse assorbite nel 2011 (45 per cento nel 2002).

La dinamica degli investimenti finanziari, che risente delle incertezze legate alla crisi economica, evidenzia nel 2011 segnali di ripresa da parte delle grandi società italiane, registrando una crescita, rispetto al 2010, pari al 41 per cento per il totale del campione e all'85 per cento per il sottoinsieme costituito dalle società quotate.

L'ammontare dei dividendi erogati agli azionisti, al netto degli aumenti di capitale, costituisce una quota particolarmente rilevante degli impieghi delle grandi imprese (29 per cento circa) e, in misura minore, dei grandi gruppi quotati (19 per cento circa).

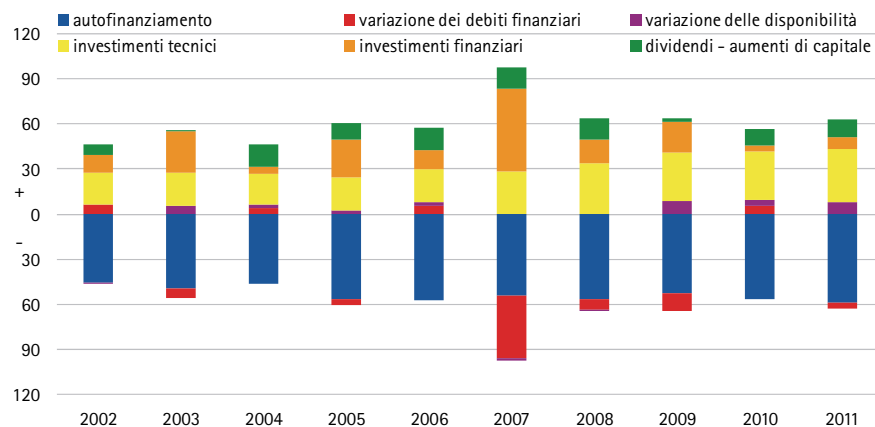


### Impieghi (+) e fonti (-) di risorse finanziarie per le grandi imprese non finanziarie italiane (miliardi di euro)



Fonte: Mediobanca, 'Dati cumulativi di 2.032 società italiane', edizione 2012. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

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

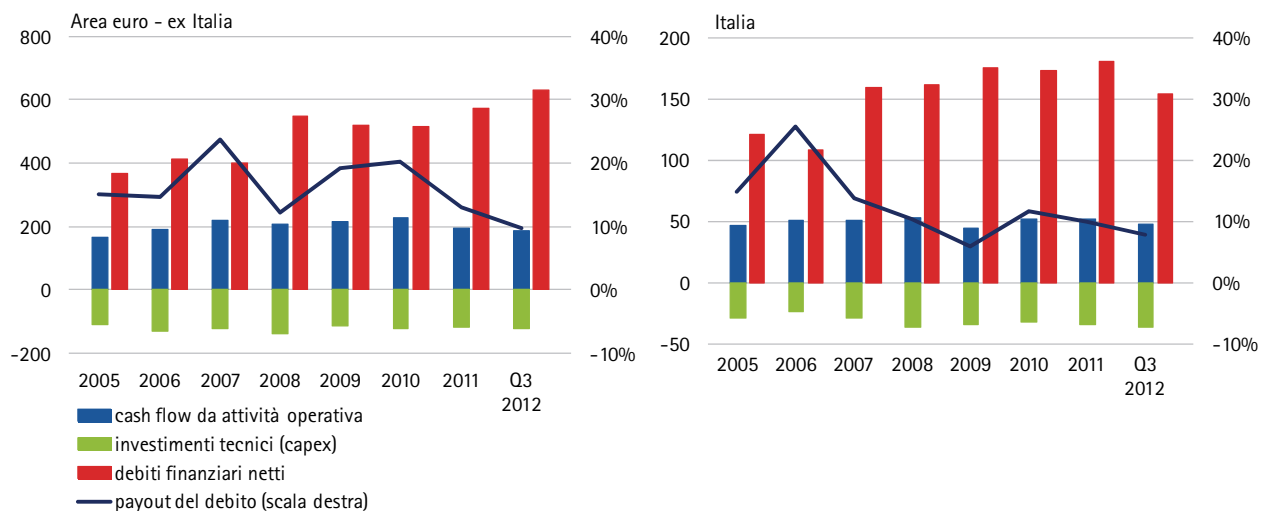


Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S relativi ai principali gruppi quotati italiani. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. Confronta Note metodologiche.

Al 30 settembre 2012 il *payout ratio* del debito (dato dal rapporto tra flusso di cassa disponibile per il rimborso del debito e ammontare di debiti finanziari netti) ha registrato un calo in Europa, principalmente per effetto del significativo incremento dei debiti finanziari netti, attestandosi al 9,8 per cento (a fronte di un valore del 13,1 per cento nel 2011). In Italia, invece, il moderato calo dell'indicatore (passato dal 9,9 per cento nel 2011 al 7,9 per cento nel 2012) è dipeso dalla riduzione dei flussi di cassa dell'attività operativa che ha più che compensato il calo dei debiti finanziari netti (Fig. 64). Si è in tal modo quasi annullato il divario esistente tra imprese europee e italiane in termini di *payout* del debito.

Quanto alla dinamica delle singole componenti dell'indicatore, i debiti finanziari netti sono cresciuti significativamente per le imprese europee arrivando a circa 629 miliardi di euro (573 circa nel 2011; +9,8 per cento circa) a fronte di un calo registrato dalle imprese italiane (da 181,6 miliardi di euro nel 2011 a 154,3 miliardi nel 2012; -15 per cento circa). La riduzione del *cash flow* operativo è stata, invece, del 5 per cento per le imprese dell'Area euro e dell'8 per cento per quelle italiane. Infine gli investimenti tecnici sono cresciuti del 5 per cento sia per l'Area euro sia per l'Italia.

**Fig. 64 Debiti finanziari netti e flussi di cassa dell'attività operativa per le principali imprese quotate non finanziarie**  
(valori monetari in miliardi di euro)



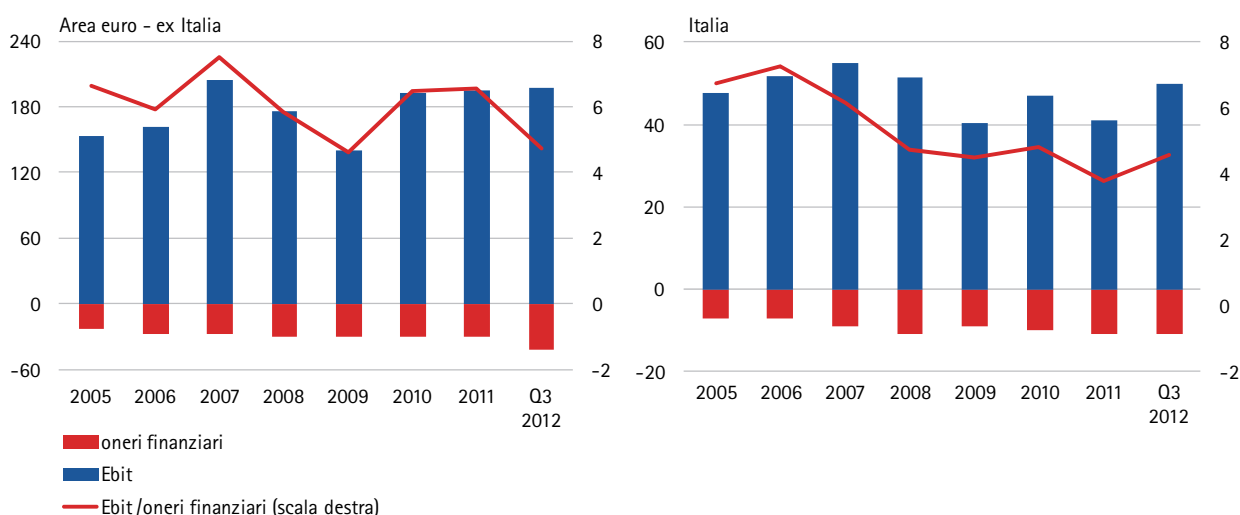
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle imprese appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. Il *payout* del debito è calcolato come rapporto tra il *cash flow* da attività operativa al netto degli investimenti tecnici e l'ammontare dei debiti finanziari netti. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

Rispetto al grado di copertura degli oneri finanziari con il reddito generato dalla gestione corrente (rapporto tra Ebit e oneri finanziari) si assiste a una riduzione del divario tra società quotate italiane ed europee.

Tale rapporto risulta in deciso calo per le società dell'Area euro, essenzialmente per effetto dell'incremento degli oneri finanziari, passati da 30 miliardi di euro a fine 2011 a oltre 41 miliardi al 30 settembre 2012 (+40 per cento circa). In Italia, invece, dopo la riduzione registrata negli ultimi anni, nei primi nove mesi del 2012 il rapporto tra Ebit e oneri finanziari è cresciuto portandosi su un livello prossimo a quello delle imprese dell'Area euro; tale dinamica è dipesa principalmente dall'aumento dell'Ebit, passato da 41 miliardi di euro nel 2011 a quasi 50 miliardi (+21,6 per cento; Fig. 65).

L'evoluzione dell'incidenza delle disponibilità liquide sul totale dei debiti finanziari negli ultimi anni conferma un restringimento del divario tra l'Italia e il resto dell'Area euro, principalmente per l'andamento dei debiti finanziari totali, risultati in crescita per le imprese quotate europee e in diminuzione per quelle italiane (Fig. 66).

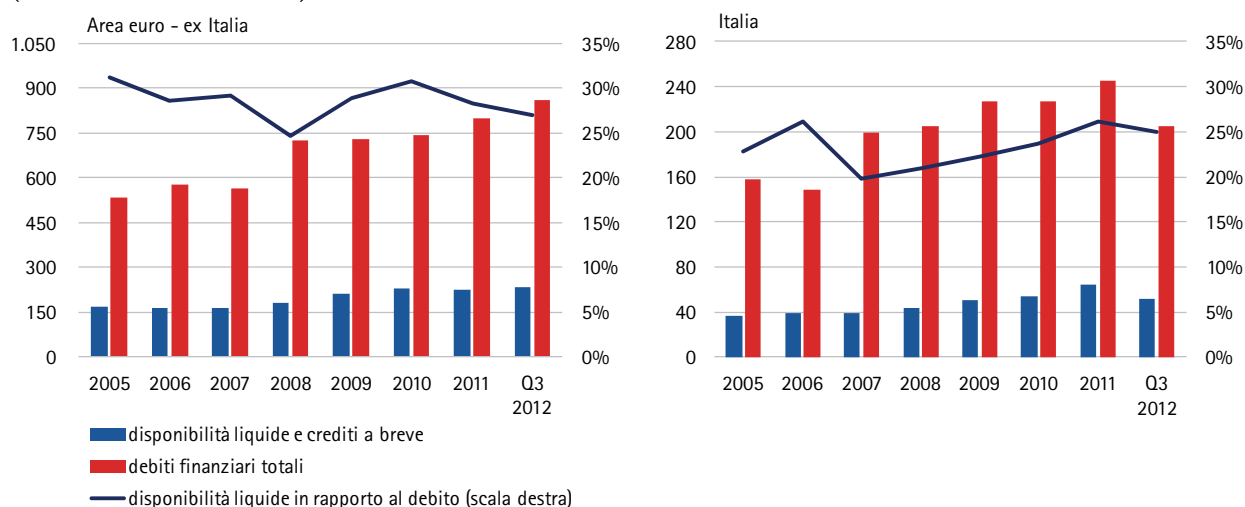
**Fig. 65 Copertura degli oneri finanziari delle principali imprese quotate non finanziarie**  
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle imprese appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

In particolare i debiti finanziari lordi delle società europee sono cresciuti da 799 a 862 miliardi di euro circa (+7,8 per cento circa), mentre quelli delle imprese italiane sono scesi da 245,7 a 205,5 miliardi di euro circa (-16,3 per cento). La dinamica delle disponibilità liquide mostra, invece, un calo del 20 per cento per le società italiane (da 64 miliardi di euro nel 2011 a circa 51 miliardi nel 2012) e un incremento del 3 per cento per le società europee (da 226 a 233 miliardi di euro). Pertanto, al 30 settembre 2012, le principali società quotate italiane mostrano un rapporto tra disponibilità liquide e debiti finanziari pari al 25 per cento, solo lievemente inferiore a quello delle società europee.

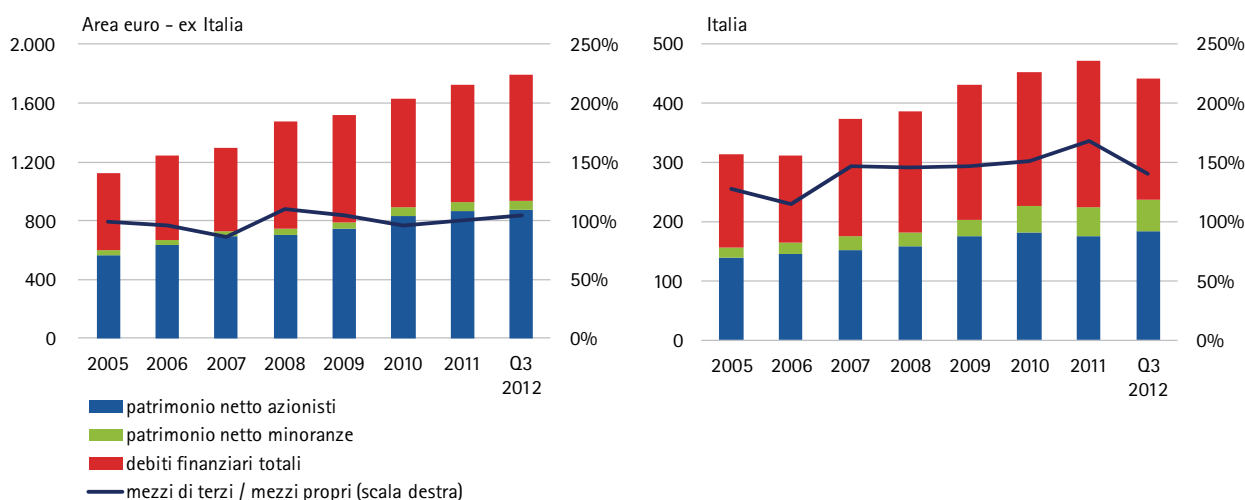
**Fig. 66 Disponibilità liquide delle principali imprese quotate non finanziarie**  
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. I dati del terzo trimestre 2012 sono parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

Quanto all'evoluzione della leva finanziaria (data dal rapporto tra capitale di debito e mezzi propri), le imprese quotate italiane esibiscono un maggiore squilibrio nelle fonti di finanziamento rispetto a quelle europee, con una leva finanziaria che si mantiene a livelli significativamente superiori al 100 per cento da diversi anni. Al 30 settembre 2012, tuttavia, la leva finanziaria delle società quotate industriali italiane, si è ridotta del 30 per cento rispetto al valore registrato a fine 2011 (come conseguenza soprattutto del calo dell'indebitamento), mentre per le società quotate europee il dato rimane su livelli sostanzialmente stabili e prossimi al 100 per cento (Fig. 67).

**Fig. 67 Leva finanziaria delle imprese quotate non finanziarie**  
(valori monetari in miliardi di euro)

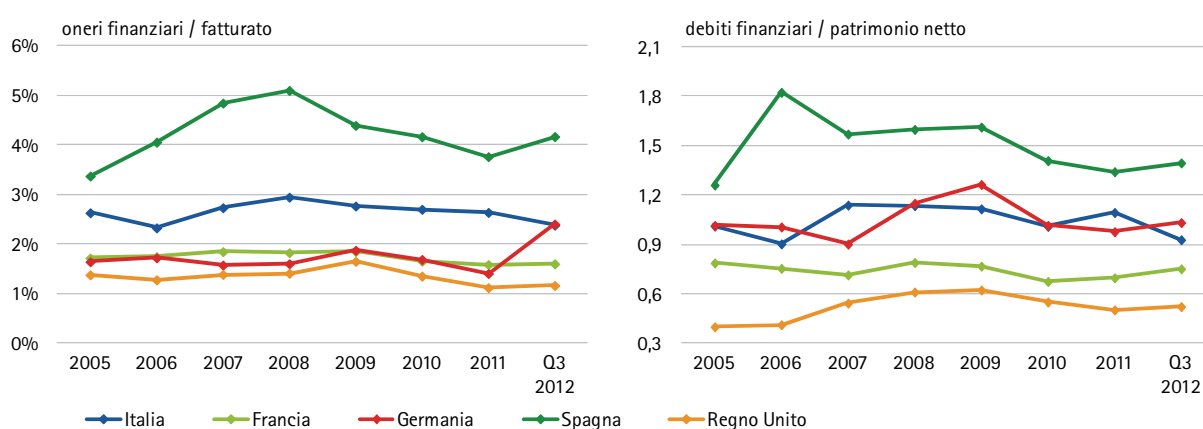


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. I dati del terzo trimestre 2012 sono parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

Un'analisi della struttura finanziaria delle società quotate disaggregata per i principali paesi europei mostra come la vulnerabilità finanziaria risulti maggiore per le imprese delle economie che stanno sperimentando una recessione più profonda, quali Spagna e Italia, rispetto ai paesi core dell'Area euro (Germania e Francia) e a quelli esterni all'Area (Regno Unito).

Nel periodo considerato, infatti, la Spagna, presenta la più alta incidenza degli oneri finanziari sul fatturato, seguita dall'Italia. Solo le società tedesche, al 30 settembre 2012, hanno registrato un'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato prossima a quello delle società quotate italiane (Fig. 68).

**Fig. 68 Struttura finanziaria delle principali imprese non finanziarie quotate nei principali paesi europei**

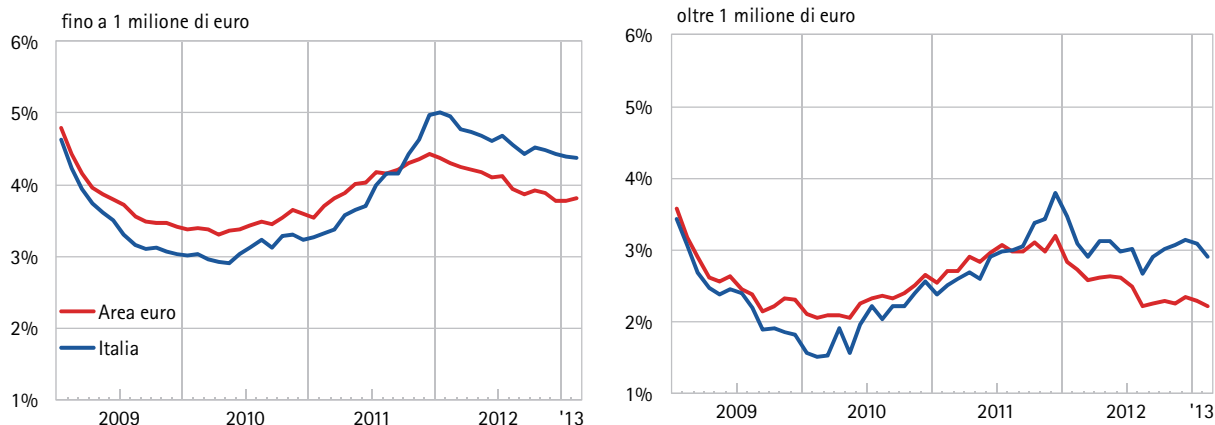


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2013 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. I dati 2012 sono preliminari. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

In particolare, al 30 settembre 2012, la quota di fatturato destinata a coprire gli oneri finanziari era pari al 4,2 per le imprese quotate spagnole, al 2,4 per quelle tedesche e italiane, 1,6 per le francesi e 1,2 per le inglesi. Le società spagnole presentano anche la leva finanziaria più alta con i debiti finanziari totali pari a circa 1,4 volte il patrimonio netto al 30 settembre 2012. Con riferimento agli altri paesi europei, invece, il valore medio della leva si è mantenuto intorno all'unità per le società italiane e tedesche, mentre è risultato inferiore all'unità per le società francesi e inglesi.

La fragilità finanziaria delle imprese italiane nel confronto europeo emerge anche dall'analisi delle dinamiche del costo di accesso al credito bancario. A partire dalla seconda metà del 2011, infatti, si è osservato un notevole incremento dei tassi applicati dalle banche sui nuovi finanziamenti in euro erogati alle imprese non finanziarie. Tale incremento è risultato più elevato per le società italiane rispetto a quelle europee e ha riguardato sia le imprese grandi sia quelle di dimensioni medie e piccole. Per le società di grandi dimensioni il divario nei tassi di interesse bancari rispetto alla media dell'Area euro si è ampliato nel corso del 2012 (Fig. 69).

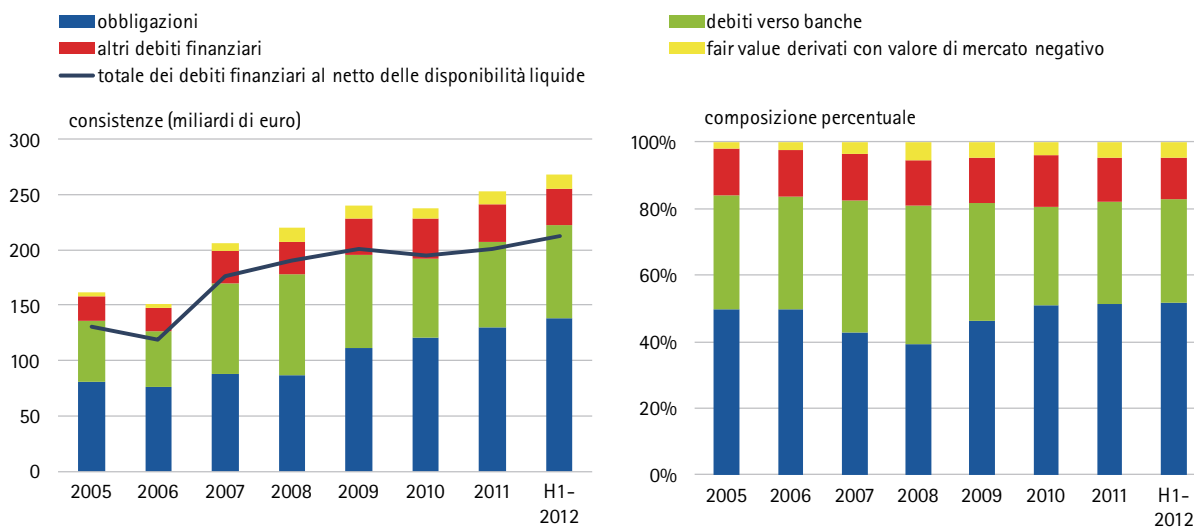
**Fig. 69 Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro alle società non finanziarie**  
(dati mensili da gennaio 2009 a febbraio 2013)



Fonte: BCE; tasso (in ragione d'anno) applicato ai nuovi finanziamenti.

La composizione dei debiti finanziari delle principali società quotate non finanziarie italiane mostra nei primi sei mesi del 2012 un incremento del ricorso sia alla raccolta obbligazionaria, passata da 129 miliardi di euro a fine 2011 a 138 miliardi circa al 30 giugno 2012 (+7 per cento), sia al credito bancario, passato da 78 a 84 miliardi di euro (+8 per cento), mentre le altre passività finanziarie sono rimaste stabili (Fig. 70).

**Fig. 70 Composizione delle passività finanziarie dei principali gruppi quotati non finanziari italiani**



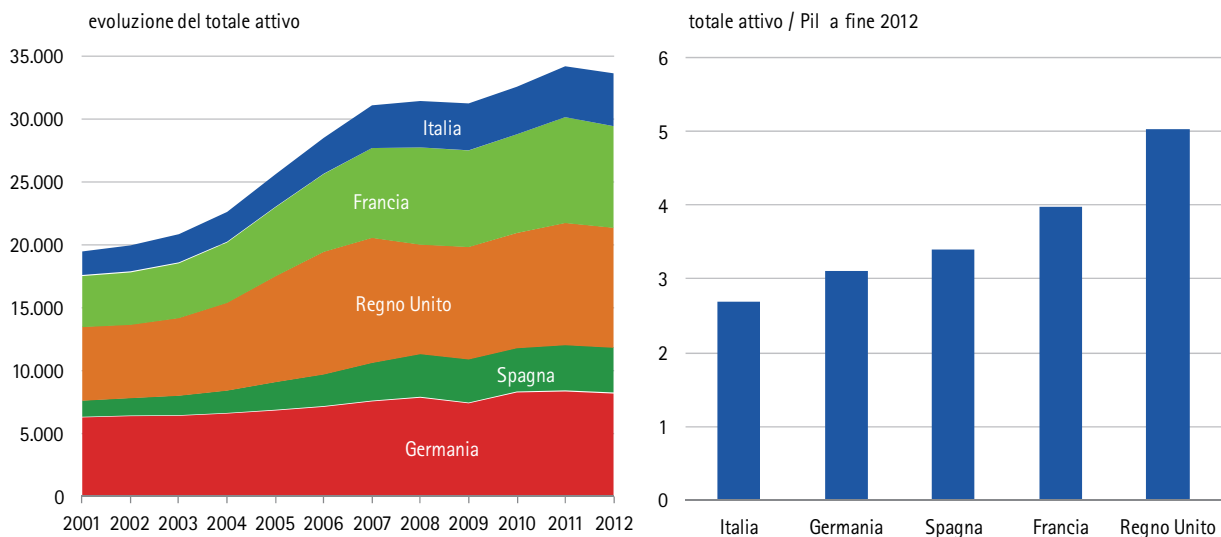
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche.

## 1 La rilevanza del settore bancario nell'economia

La stretta interconnessione tra banche ed emittenti sovrani ha continuato a condizionare, anche nel corso del 2012, l'evoluzione della congiuntura nei paesi europei e il dibattito sulle misure di *policy* idonee ad attenuare il legame tra rischio sovrano e rischio bancario.

Tale interconnessione è stata alimentata dalla significativa crescita delle dimensioni del sistema bancario registrata, a partire dai primi anni 2000, nei principali paesi europei (Francia, Regno Unito e, in misura meno marcata, Germania, Spagna e Italia; Fig. 71).

**Fig. 71 Evoluzione del totale attivo bancario e incidenza sul Pil a fine 2012 nei principali paesi europei**  
(dati di fine periodo; consistenze in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat.

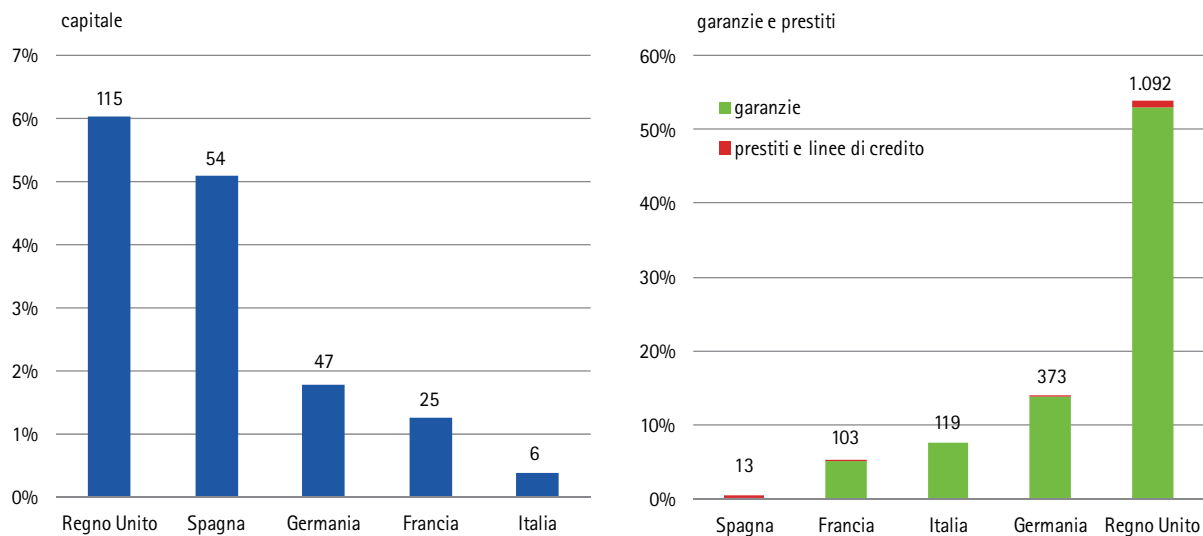
In termini assoluti il Regno Unito presenta il più grande sistema bancario per totale attivo (9.552 miliardi di euro a fine dicembre 2012), seguito da Francia e Germania (più di 8.000 miliardi); Italia e Spagna si caratterizzano, invece, per un sistema bancario dalle dimensioni più contenute (rispettivamente 4.220 e 3.582 miliardi a dicembre 2012). Nel periodo 2001-2012 le dimensioni del sistema bancario, in termini di totale attivo, sono più che raddoppiate in Spagna e Italia (rispetti-

vamente, +177 e +125 per cento); seguono Francia (+99 per cento), Regno Unito (+62 per cento) e Germania (+31 per cento).

Il Regno Unito e la Francia si connotano anche per il maggior peso del settore bancario sull'economia, con attivi bancari che a fine 2012 equivalgono, rispettivamente, a 5 e a 4 volte il Pil domestico; per l'Italia il dato rappresenta il valore più basso tra i paesi considerati attestandosi a 2,7 volte il Pil.

All'aumentare del peso del sistema bancario nell'economia cresce di pari passo l'incentivo dello Stato a sostenere gli istituti creditizi in difficoltà. In ambito europeo, in particolare, a partire dal 2007 sono stati realizzati numerosi interventi a favore del settore bancario, talvolta sotto forma di ricapitalizzazioni (poi sfociate in nazionalizzazioni) degli istituti di credito coinvolti, più spesso sotto forma di garanzie statali sulle passività bancarie; queste ultime, pur non comportando un reale esborso di denaro, hanno fatto sorgere consistenti passività potenziali a carico dei bilanci pubblici. Gli interventi di salvataggio delle banche attuati nei principali paesi europei si sono connotati per dimensioni e forme tecniche differenti (Fig. 72).

**Fig. 72 Interventi pubblici a favore delle banche nei principali paesi europei in percentuale del Pil 2012**  
(settembre 2007 - luglio 2012; consistenze in miliardi di euro; valori percentuali rispetto al Pil 2012)



Fonte: elaborazioni su dati MBRES. I dati sono al lordo di eventuali rimborsi o cessazioni delle garanzie. Il dato per l'Italia include 3,9 miliardi di strumenti finanziari governativi di cui al decreto legge 6 luglio 2012, n. 95, convertito, con modificazioni, dalla legge del 7 agosto 2012, n.135. Il dato per la Spagna include i 30 miliardi di euro già erogati dallo EFSF.

In particolare il Regno Unito è intervenuto nel salvataggio di numerose banche e, in due casi, ha nazionalizzato l'istituto coinvolto; gli interventi di ricapitalizzazione hanno superato i 100 miliardi di euro, mentre le garanzie sulle passività



sono state superiori a 1.000 miliardi. Anche in Germania gli aiuti pubblici alle banche sono stati di ammontare considerevole, sia sotto forma di garanzie sulle passività bancarie sia sotto forma di sottoscrizione di azioni o titoli subordinati (oltre 370 miliardi di euro di garanzie e circa 47 di capitale). In Spagna il più consistente intervento di ricapitalizzazione ha coinvolto il fondo europeo di salvataggio (EFSF), che nel 2012 ha erogato un prestito allo Stato di oltre 30 miliardi di euro; tale somma costituisce la prima tranche dei 100 miliardi di aiuti concessi dall'Unione Europea al Paese per la ricapitalizzazione e la ristrutturazione del sistema bancario domestico.

In Italia, invece, il sistema bancario non è stato assistito da significativi interventi di sostegno pubblico sino alla fine del 2011. Lo Stato si è limitato, infatti, a sottoscrivere obbligazioni subordinate, per un ammontare complessivo di poco più di 4 miliardi di euro, emesse da quattro banche, a fronte dell'impegno degli istituti emittenti a non ridurre il credito erogato all'economia reale. Le maggiori difficoltà per le banche italiane sono state determinate, invece, dalla crisi del debito sovrano che, acuitasi dalla metà del 2011, ha provocato un deterioramento degli attivi bancari a causa dei consistenti investimenti diretti degli istituti di credito in titoli pubblici domestici. L'intervento dello Stato, in tal caso, ha preso la forma di garanzia pubblica sulle obbligazioni emesse dalle banche (per un ammontare di circa 120 miliardi) con l'obiettivo di alleviarne le difficoltà di provvista attraverso la riduzione del costo della raccolta obbligazionaria e l'accesso alle operazioni di rifinanziamento presso la BCE garantite dagli stessi titoli obbligazionari.

I numerosi interventi pubblici di salvataggio degli istituti di credito hanno inoltre sollecitato il dibattito circa le misure di *policy* più adeguate al fine di prevenire crisi bancarie di portata sistemica e ridurre la necessità di salvataggi pubblici (Riquadro 7).

## 2 La redditività e la patrimonializzazione delle banche quotate

Nel 2012 le principali banche quotate europee, ad eccezione di quelle spagnole e inglesi, hanno registrato una ripresa della redditività rispetto al 2011. L'utile ante imposte (al lordo delle rettifiche sull'avviamento) rispetto al totale dell'attivo, sia ponderato per il rischio sia non ponderato, è aumentato per le principali banche italiane, francesi e tedesche (mentre si è contratto in Spagna e Regno Unito). Tale risultato deriva principalmente da una ripresa dei ricavi dell'attività di negoziazione e dall'allentamento delle tensioni sul fronte del debito sovrano nella seconda metà del 2012 che ha beneficiato le banche in virtù delle elevate consistenze di titoli pubblici domestici detenuti in portafoglio.

## Riquadro 7

### La separazione delle attività delle banche

Negli ultimi anni, sia negli Usa sia in Europa, sono state avanzate proposte di modifica strutturale dell'attività bancaria che prevedono, pur con modalità differenti, una separazione dell'attività di intermediazione creditizia tradizionale da quella di *trading* proprietario, attualmente svolte all'interno di molti istituti di credito secondo il modello di banca universale. Tali misure hanno l'obiettivo di impedire o contenere le ripercussioni che le perdite derivanti dall'attività di *trading* possono avere sull'attività di banca commerciale, compromettendone la solidità e mettendo a rischio i depositi della clientela. Una separazione tra le attività di banca commerciale e quelle di *trading* mitigherebbe, inoltre, il reciproco contagio tra mercato dei capitali e sistema bancario e indebolirebbe il legame tra rischio bancario e rischio sovrano, riducendo l'incentivo al salvataggio pubblico degli istituti in crisi.

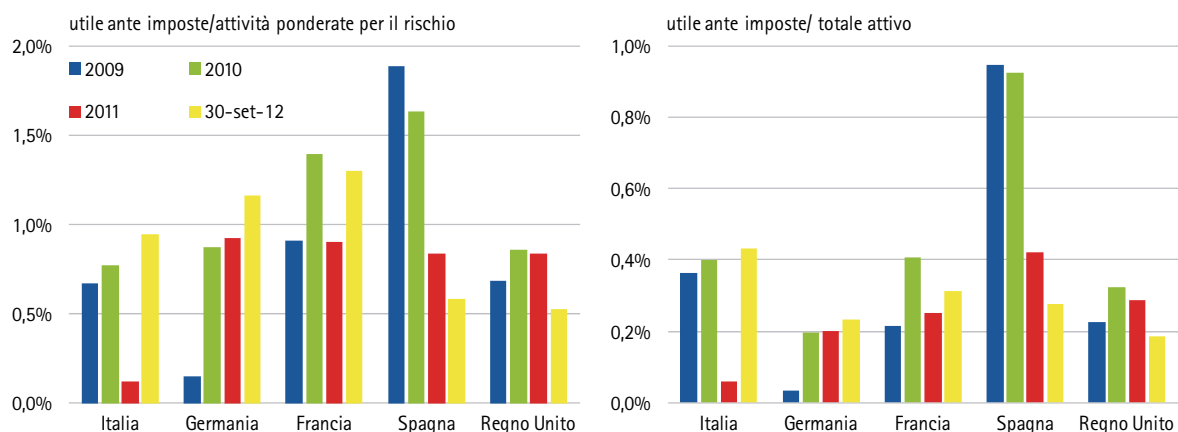
Negli Stati Uniti la legge di riforma del sistema finanziario (cosiddetto Dodd-Frank Act), approvata nel 2010, ha introdotto, tra le altre misure, il divieto per le banche statunitensi che svolgono attività di intermediazione creditizia tradizionale di effettuare anche attività di *trading* proprietario, sia direttamente sia indirettamente attraverso investimenti in *hedge funds* e fondi di *private equity*. Tuttavia tale norma, nota come '*Volcker rule*', non è direttamente applicabile nella legislazione statunitense poiché richiede l'emanazione di regolamenti attuativi che definiscano in modo preciso le attività soggette al divieto. La formulazione di tali norme di dettaglio, che sta coinvolgendo tutte le autorità competenti per la vigilanza sui mercati finanziari e sul sistema bancario, risulta tuttavia particolarmente complessa, principalmente a causa della difficoltà di distinguere le attività di *trading* proprietario da altre attività che tipicamente le banche commerciali svolgono sul mercato dei capitali, quali ad esempio quelle con finalità di copertura. La piena implementazione della *Volcker rule* è prevista per la metà del 2014.

Nel Regno Unito l'*Independent Commission on Banking*, istituita dal governo inglese, ha presentato nel 2011 il Vickers Report proponendo il cosiddetto *ring-fencing*, ossia l'isolamento, all'interno del medesimo gruppo bancario, dell'attività di banca commerciale dalle altre attività (*trading* e investimento). A differenza della *Volcker rule* tale proposta consentirebbe di svolgere le attività all'interno dello stesso gruppo bancario, con l'applicazione di requisiti prudenziali più stringenti per le entità che esercitano attività di banca commerciale. La tempistica per l'entrata in vigore della cosiddetta *Vickers rule* prevede la conclusione dell'iter legislativo entro il 2015 e la piena implementazione delle relative norme entro il 2019.

Nell'ottobre 2012, su mandato della Commissione europea, il gruppo di esperti incaricati di elaborare un rapporto sui possibili interventi di riforma del settore bancario europeo ha presentato un documento (cosiddetto Liikanen Report) contenente una serie di proposte di modifica strutturale del sistema bancario europeo. Tra le varie proposte il Rapporto individua anche la necessità di procedere alla segregazione delle attività di *trading* dalle altre attività bancarie. Tali attività, secondo la proposta Liikanen, dovrebbero essere svolte da entità legalmente e finanziariamente indipendenti, all'interno del medesimo gruppo bancario. La proposta individua, inoltre, limiti quantitativi per l'applicazione dell'obbligo di segregazione. L'obiettivo principale di tale misura sarebbe pertanto di impedire che le garanzie di cui beneficiano i depositi bancari possano estendersi alle attività più rischiose quali quelle di *trading*, riducendo pertanto il rischio di azzardo morale da parte delle banche europee.

La redditività delle banche italiane è mediamente inferiore a quella delle principali banche quotate tedesche e francesi se calcolata con riferimento alle attività ponderate per il rischio; viceversa, essa risulta più elevata se riferita alle attività non ponderate per il rischio (Fig. 73). Tale evidenza riflette le differenze nei modelli di *business* delle banche italiane e dei principali *competitors* europei, essendo le prime connotate da impieghi sottoposti a una maggiore ponderazione secondo la disciplina prudenziale di Basilea.

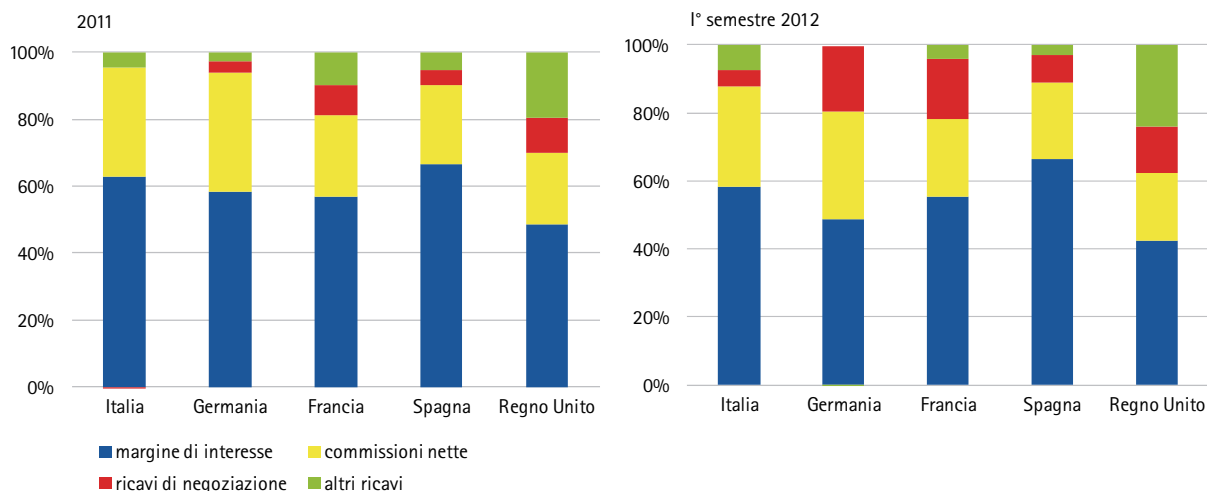
**Fig. 73 Evoluzione della redditività delle principali banche quotate europee**



Fonte: elaborazioni sui bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee. Confronta Note metodologiche. L'utile ante imposte è al lordo delle rettifiche sull'avviamento. I dati al 30 settembre sono annualizzati e parzialmente stimati.

Quanto alla composizione dei ricavi, nel corso del primo semestre dell'anno è aumentato il peso dei ricavi di negoziazione sul totale dei ricavi per tutte le principali banche europee, sebbene quelle italiane e spagnole continuano a caratterizzarsi per una maggiore incidenza del margine di interesse e delle commissioni (Fig. 74).

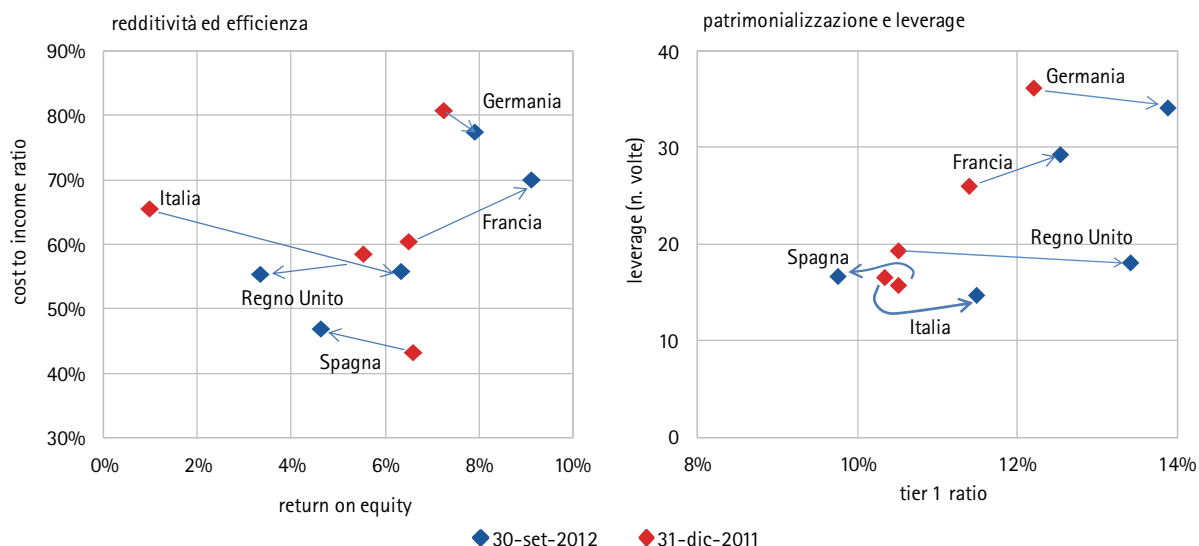
**Fig. 74 Evoluzione della composizione dei ricavi delle principali banche quotate europee**



Fonte: elaborazioni sui bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee. Confronta Note metodologiche.

Le principali banche italiane e tedesche mostrano un miglioramento sia della redditività in rapporto al patrimonio netto sia dell'efficienza operativa; in particolare, l'incidenza dei costi operativi sul margine di intermediazione (*cost-to-income ratio*) risulta in deciso calo per le banche italiane. Nonostante il significativo incremento dei costi operativi, la redditività è in aumento anche per le banche francesi, mentre in Spagna e Regno Unito le principali banche evidenziano un calo dei livelli reddituali (Fig. 75).

**Fig. 75 Variazione della redditività e della patrimonializzazione per le principali banche quotate europee nei primi nove mesi del 2012**



Fonte: elaborazioni su bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee. Confronta Note metodologiche. ROE ante imposte annualizzato al lordo delle rettifiche sull'avviamento e calcolato su patrimonio netto di fine periodo.

I coefficienti di adeguatezza patrimoniale risultano in aumento nei primi nove mesi del 2012 per tutte le principali banche europee, principalmente per effetto del decremento delle attività ponderate per il rischio e, in alcuni casi, dell'incremento dei mezzi propri. Fanno eccezione le banche spagnole per le quali il patrimonio di base rispetto al totale attivo ponderato per il rischio (*tier 1 ratio*) si è portato su valori inferiori al 10 per cento al 30 settembre 2012.

Le banche italiane continuano a mostrare un *tier 1 ratio* più contenuto rispetto a quello dei principali istituti francesi, tedeschi e inglesi ma, al contempo, evidenziano una leva finanziaria significativamente più bassa, in particolare rispetto alle principali banche di Francia e Germania.

### 3 La qualità del credito

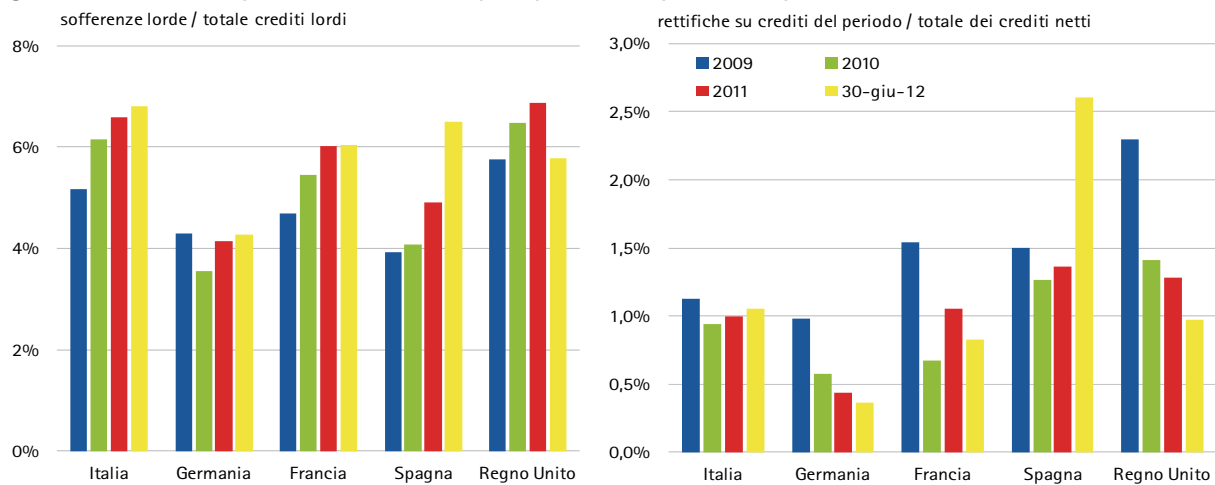
Nel primo semestre del 2012 le banche spagnole e italiane hanno sperimentato un marcato peggioramento della qualità del credito, per effetto del più severo rallentamento del ciclo economico registrato dalle rispettive economie.

Con riferimento ai principali istituti spagnoli e italiani, l'incidenza delle sofferenze lorde sul totale dei crediti è cresciuta significativamente nel primo semestre del 2012 portandosi su livelli, rispettivamente, superiori al 6 e prossimi al 7 per cento. Il dato relativo alle banche spagnole riflette, tuttavia, il contributo delle due maggiori banche del Paese, caratterizzate da significative attività in paesi non appartenenti all'Area euro e dunque meno esposte all'andamento dell'attività economica domestica. Gli istituti di credito spagnoli, inoltre, registrano un costo del credito (ossia le rettifiche su crediti effettuate nel periodo rispetto al totale dei crediti netti) più elevato rispetto a quello dei principali *competitors* degli altri paesi europei, superiore al 2,5 per cento a fronte di valori prossimi o inferiori all'uno per cento (Fig. 76).

La mancanza di omogeneità sia nelle prassi che regolano l'iscrizione a sofferenza di un determinato credito sia nella rappresentazione in bilancio delle informazioni relative ai crediti dubbi rende, tuttavia, estremamente difficile confrontare l'andamento della qualità del credito tra banche appartenenti a diversi paesi europei.

Gli ultimi dati del *Bank Lending Survey* della BCE evidenziano che nel corso dell'anno gli istituti di credito hanno inasprito gli standard di concessione dei prestiti sia alle imprese di piccole e medie dimensioni sia alle famiglie; sono, invece, rimaste stabili le condizioni di accesso al credito bancario per le imprese di grandi dimensioni.

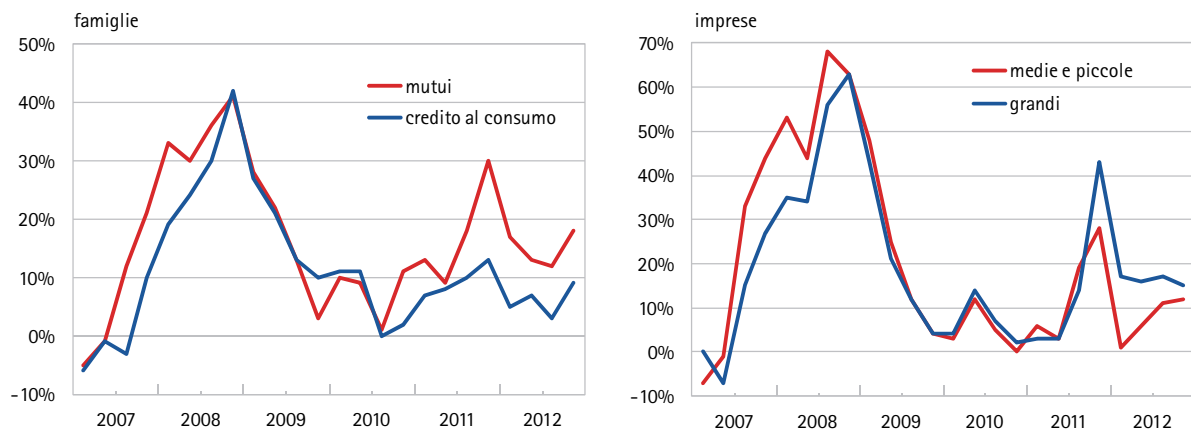
**Fig. 76 Evoluzione della qualità del credito delle principali banche quotate europee**



Fonte: elaborazioni sui bilanci e relazioni semestrali consolidate delle principali banche europee. Dati annualizzati e parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

In particolare per le imprese di piccole dimensioni l'indicatore di restrizione del credito (dato dalla quota di banche che segnalano di aver reso più severi i criteri di concessione di prestiti al netto di quelle che dichiarano un allentamento) è passato dall'uno per cento nel primo trimestre al 12 per cento nel quarto, mentre per le famiglie l'inasprimento delle condizioni di accesso al credito si è registrato nell'ultimo trimestre dell'anno con l'indicatore passato, per i mutui, dal 12 per cento nel terzo trimestre al 18 per cento nel quarto e, per il credito al consumo, dal 3 al 9 per cento nello stesso periodo. Al contrario, per le grandi imprese l'indicatore di restrizione del credito è lievemente migliorato passando dal 17 per cento del primo trimestre al 15 per cento registrato a dicembre (Fig. 77).

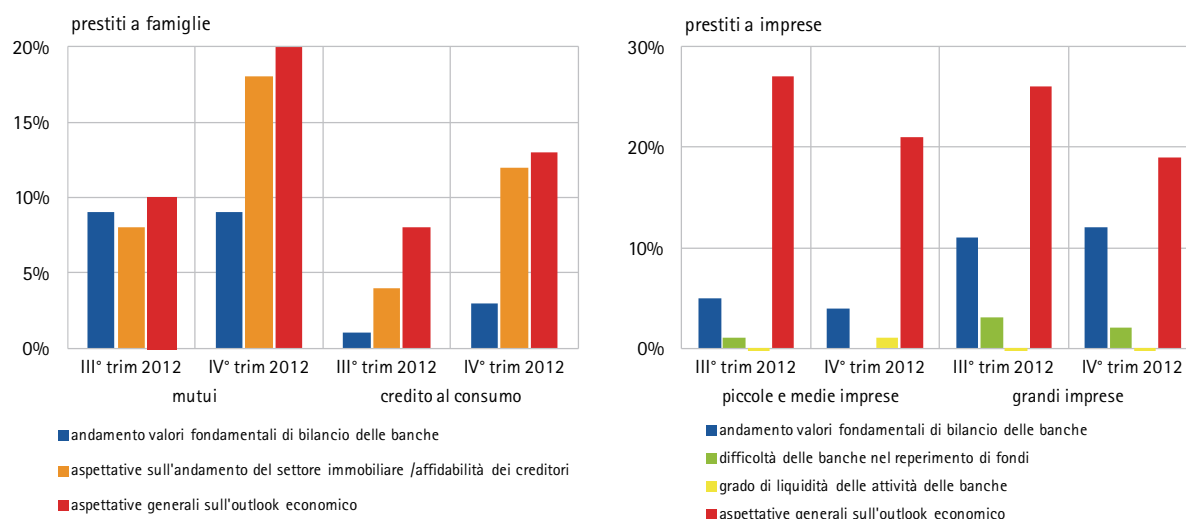
**Fig. 77 Indicatori di restrizione degli standard di concessione del credito nell'Area euro (dati trimestrali)**



Fonte: BCE. 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.

Quanto ai fattori che hanno inciso sulle variazioni degli standard di concessione del credito, nella seconda metà dell'anno le banche hanno ritenuto più rilevante la valutazione negativa dell'*outlook* economico, soprattutto per i prestiti alle imprese, mentre i fattori connessi a vincoli di bilancio e difficoltà di *funding* sono stati segnalati con minor frequenza (Fig. 78).

Fig. 78 Incidenza dei fattori che contribuiscono alla restrizione delle condizioni di accesso al credito nell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati BCE (*Bank Lending Survey*). I valori percentuali si riferiscono alla quota di banche che ritengono rilevante il corrispondente fattore di restrizione delle condizioni di accesso al credito.

## 4 Le attività finanziarie delle banche quotate

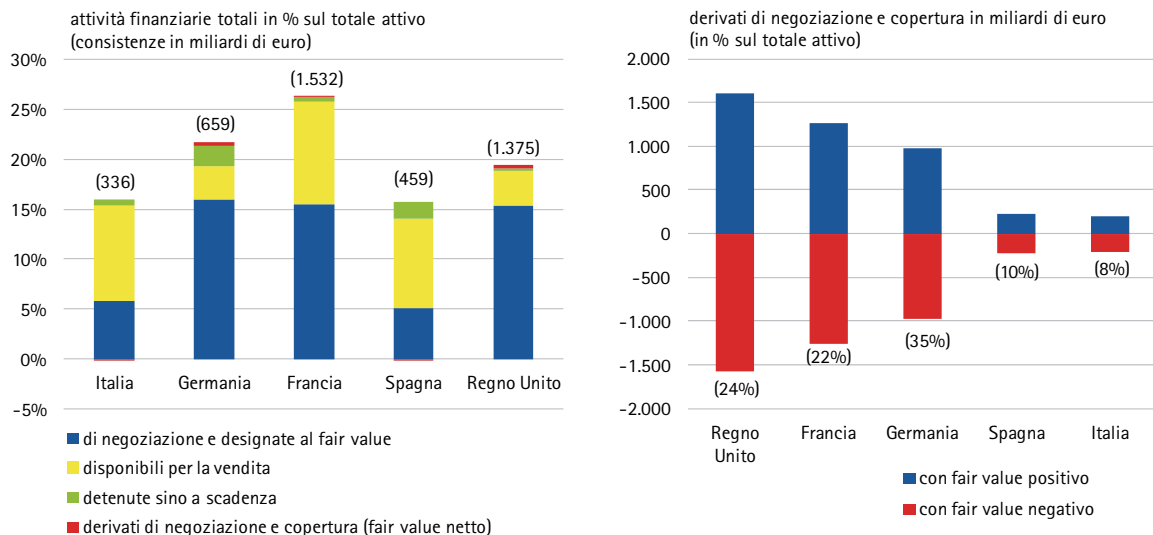
L'analisi della composizione dell'attivo delle banche evidenzia che i principali istituti italiani e spagnoli si caratterizzano per un minor investimento in attività finanziarie e per una più bassa operatività in derivati.

Più nello specifico, al 30 giugno 2012, il peso sul totale dell'attivo delle attività finanziarie e del *fair value* netto dei derivati per le principali banche italiane e spagnole si attesta attorno al 15 per cento, valore largamente inferiore rispetto agli istituti di credito degli altri maggiori paesi europei (20 per cento circa per le banche tedesche, 22 per cento per quelle francesi e 26 per cento per quelle inglesi). Il *fair value* degli strumenti derivati con valore di mercato positivo rappresenta circa un quarto del totale attivo per gli istituti inglesi e francesi e il 35 per cento per quelli tedeschi; per le banche spagnole e italiane tale valore risulta significativamente inferiore (pari, rispettivamente, al 10 e all'8 per cento; Fig. 79).

Le differenze nella composizione dell'attivo e nel grado di incidenza di strumenti finanziari, inclusi i derivati, si riflettono nel livello delle attività ponderate per il rischio a fini prudenziali. Infatti le banche italiane e spagnole, che presentano una maggiore incidenza dei crediti al settore pri-

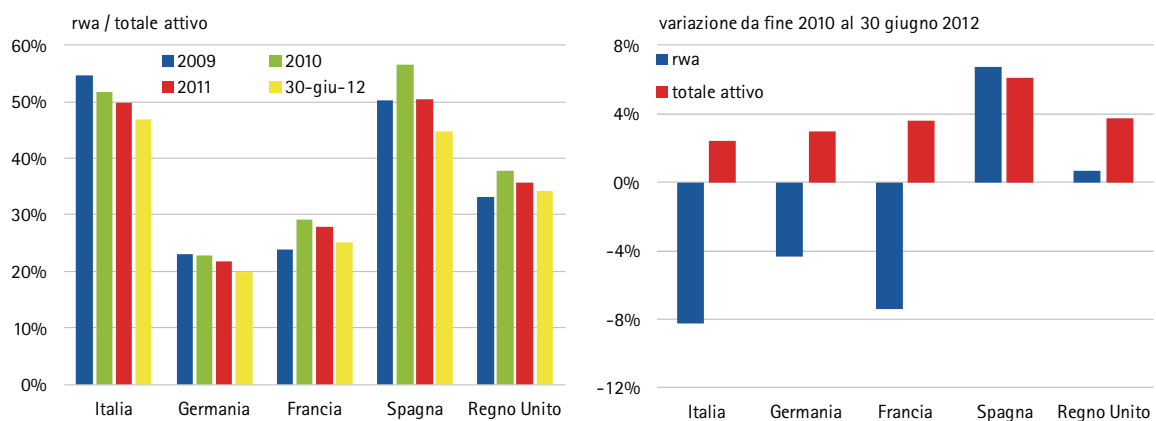
vato rispetto alle attività finanziarie, hanno un attivo ponderato pari al 45 per cento circa dell'attivo non ponderato, mentre per gli istituti inglesi, francesi e tedeschi tale rapporto risulta pari, rispettivamente, al 34, 25 e 20 per cento (Fig. 80). Negli ultimi anni si è comunque osservata una tendenza generalizzata alla riduzione delle attività ponderate per il rischio da parte di tutte le principali banche europee. Tale dinamica è stata indotta sia dall'evoluzione della regolamentazione prudenziale, che ha incrementato i requisiti prudenziali minimi, sia da alcune misure di *policy* contingenti adottate in Europa e volte a ristabilire la fiducia dei mercati verso il settore bancario europeo nella fase più acuta della crisi del debito sovrano. Fanno eccezione le banche spagnole che hanno visto un forte deterioramento della qualità degli attivi, in particolare a causa della crisi del settore immobiliare che ha interessato la Spagna negli ultimi anni.

**Fig. 79 Attività finanziarie e strumenti derivati detenuti dalle principali banche quotate europee a metà 2012**



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati delle principali banche europee. Confronta Note metodologiche.

**Fig. 80 Evoluzione delle attività ponderate e non ponderate per il rischio delle principali banche quotate europee**



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati delle principali banche europee. Confronta Note metodologiche.

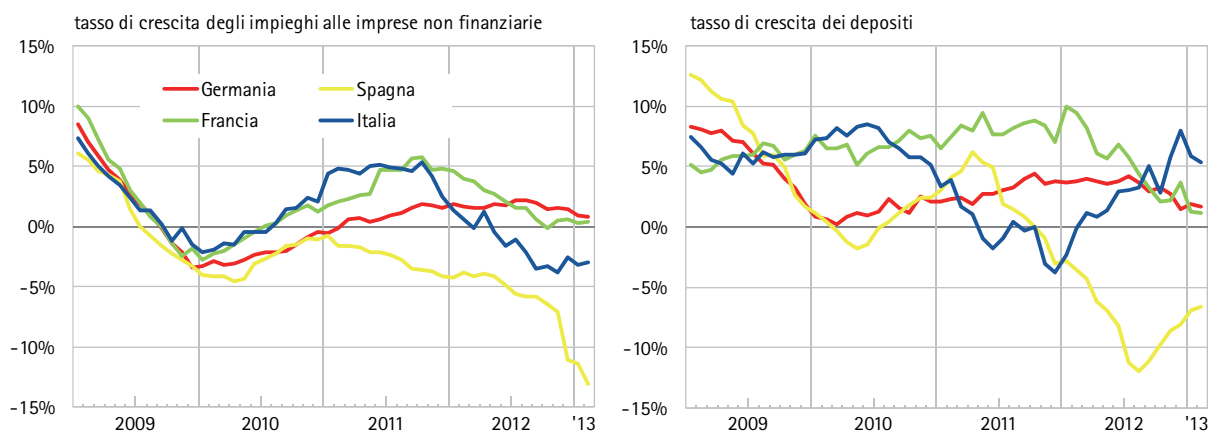


## 5 Gli impieghi e la raccolta delle banche quotate

Nel 2012 la dinamica degli impieghi e dei depositi bancari nei diversi paesi europei mette in luce un ampliamento delle divergenze tra i paesi *core* e i paesi periferici, sia sotto il profilo del finanziamento all'economia reale sia sotto quello della dinamica della raccolta.

In particolare nel corso del 2012 il tasso di crescita degli impieghi alle imprese non finanziarie è risultato negativo in Italia e Spagna; per le banche spagnole si è registrato un calo significativo degli impieghi verso società non finanziarie nell'ultimo mese del 2012, con un tasso di crescita annuo negativo di oltre il 10 per cento. In Francia il dato si è mantenuto positivo ma in calo per tutto il 2012, ad eccezione degli ultimi due mesi dell'anno, mentre in Germania l'andamento dei crediti alle imprese ha mostrato un tasso di crescita stabile. I depositi della clientela hanno continuato a calare in Spagna, sebbene negli ultimi mesi del 2012 i dati mostrino una moderata inversione di tendenza; in Italia il tasso di crescita è tornato a essere positivo nel corso del 2012 dopo una contrazione nella seconda parte del 2011, registrando un forte incremento a fine anno. Con riguardo ai paesi *core* il tasso di crescita è risultato stabilmente positivo per le banche tedesche, mentre ha esibito un progressivo rallentamento per gli istituti francesi (Fig. 81).

**Fig. 81 Tasso di crescita degli impieghi alle imprese non finanziarie e dei depositi bancari**  
(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili da gennaio 2009 a febbraio 2013)

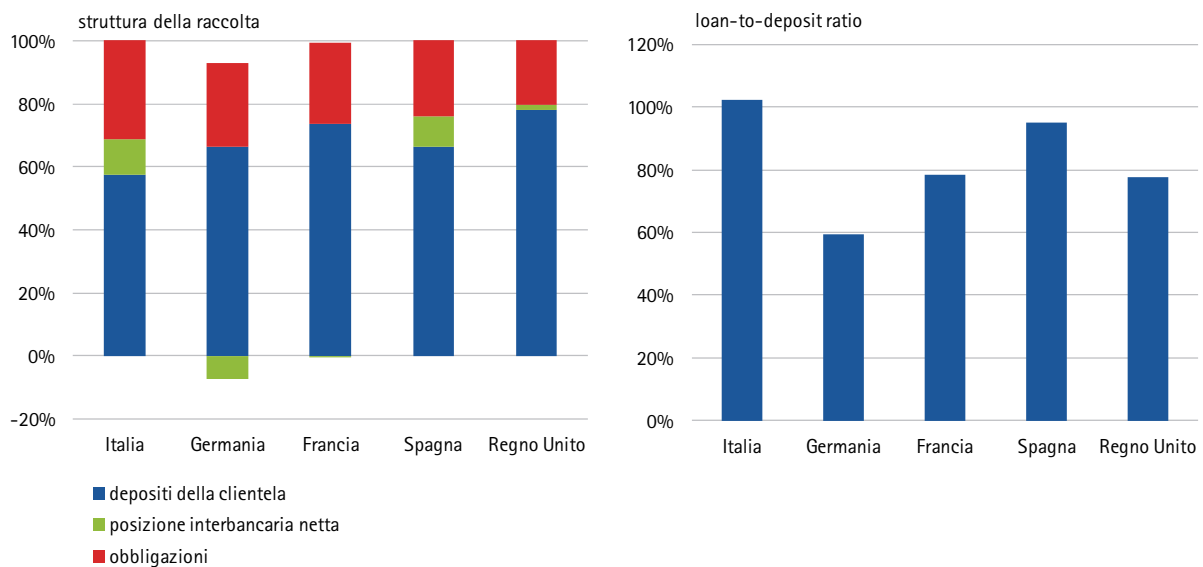


Fonte: Bce.

Nel contesto europeo la struttura della raccolta dei principali gruppi bancari italiani si differenzia per il maggior peso della raccolta obbligazionaria (pari a circa il 30 per cento a fronte di valori medi compresi tra il 20 e il 25 per cento circa per le principali banche europee) e per il maggior ricorso alla raccolta interbancaria. Le banche italiane e spagnole, inoltre, registrano i valori più elevati per il *loan-to-deposit ratio* (rapporto tra i crediti verso clientela e la somma di depositi della clientela e obbligazioni emesse), seguite dagli istituti francesi, inglesi e tedeschi. Il potenziale squilibrio tra impieghi illiquidi e fonti di finanziamento stabili, sembrerebbe quindi essere maggiore

per le banche italiane e spagnole (un *loan-to-deposit ratio* superiore al 100 per cento indica che gli impieghi illiquidi eccedono la raccolta bancaria ritenuta maggiormente stabile, ossia quella realizzata tramite depositi e obbligazioni collocate presso *retail*). Tali differenze riflettono tuttavia anche la maggiore incidenza degli impieghi verso la clientela e la diversa composizione dell'attivo che caratterizza le banche italiane e spagnole rispetto alle maggiori banche degli altri principali paesi europei (Fig. 82).

**Fig. 82 Struttura della raccolta e *loan-to-deposit ratio* delle principali banche quotate europee**  
(dati al 30 giugno 2012)



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati delle principali banche europee. Il *loan-to-deposit ratio* è calcolato come rapporto tra i crediti verso clientela e la somma di depositi della clientela e delle obbligazioni. Confronta Note metodologiche.

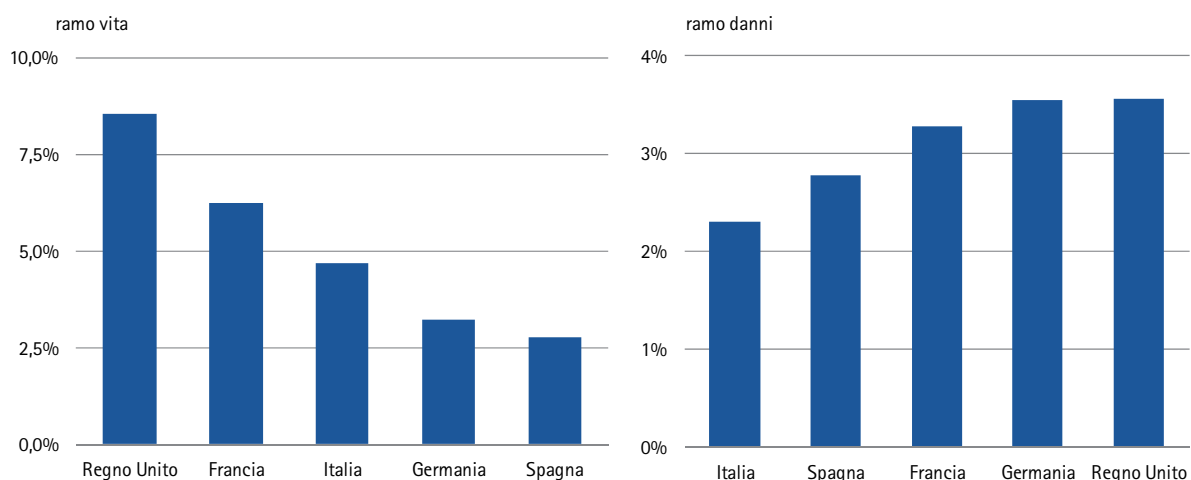
## 6 Le assicurazioni

Nel contesto europeo il Regno Unito e la Francia si connotano per il mercato assicurativo più sviluppato.

In dettaglio nel 2011 l'incidenza dei premi assicurativi del segmento vita sul Pil è risultata superiore all'8 per cento nel Regno Unito e al 6 per cento in Francia, a fronte del 5 per cento in Italia e del 3 per cento in Germania e Spagna. Le differenze tra paesi sono meno marcate rispetto al ramo danni che registra una raccolta superiore al 3 per cento del Pil nel Regno Unito, Germania e Francia, a fronte di valori pari a 2,8 e 2,3 per cento, rispettivamente, per le compagnie spagnole e italiane (Fig. 83).

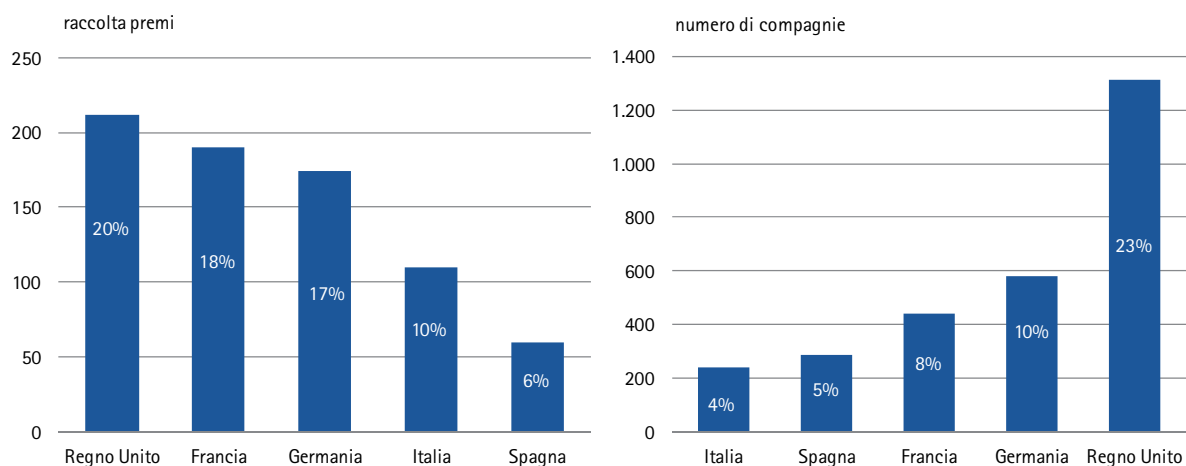
Il settore assicurativo del Regno Unito è il più sviluppato per premi raccolti, numero di compagnie e quota di mercato europeo, seguito da Francia e Germania. Italia e Spagna hanno dimensioni significativamente più basse (Fig. 84).

**Fig. 83 Incidenza dei premi assicurativi sul Pil nei principali paesi europei nel 2011**



Fonte: elaborazioni su dati Insurance Europe.

**Fig. 84 Dimensioni del settore assicurativo nei principali paesi europei e quota di mercato europeo nel 2011**  
(consistenze in miliardi di euro; valori percentuali sul totale della raccolta in Europa)



Fonte: elaborazioni su dati Insurance Europe.

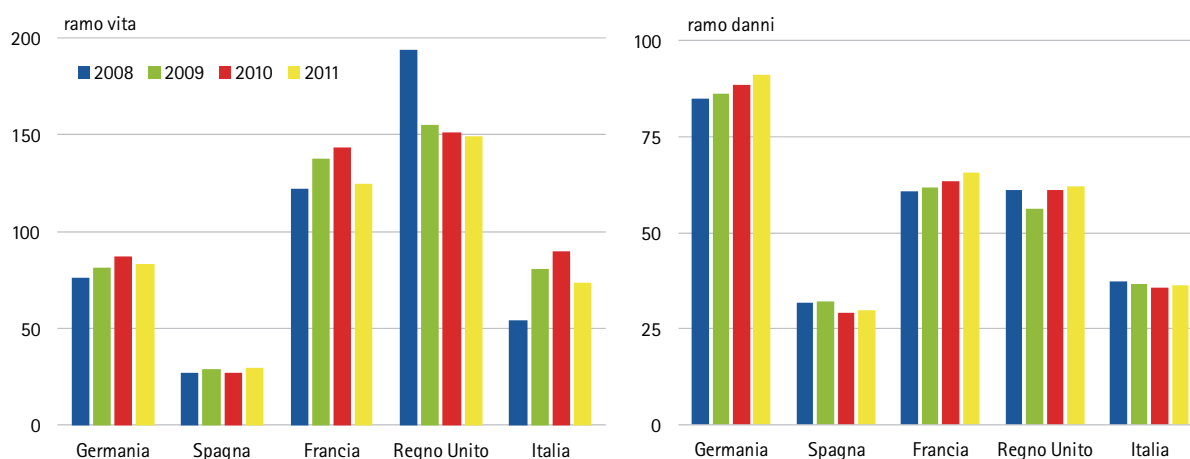
In particolare nel Regno Unito l'ammontare complessivo di premi raccolti nel 2011 è superiore a 200 miliardi di euro (pari al 20 per cento del totale della raccolta in Europa) con un numero di compagnie operanti nel settore superiore a 1.300 unità. In Germania e Francia, nonostante il numero di compagnie assicurative risulti notevolmente inferiore (pari rispettivamente a 582 e 441), l'ammontare complessivo di premi raccolti nel 2011 è stato considerevole e pari, rispettivamente, a 190 e 174 miliardi di euro, corrispondente al 18 e 17 per cento del totale del mercato europeo.

Nel 2011 le 242 compagnie italiane operanti nel settore hanno realizzato una raccolta complessiva di circa 110 miliardi di euro (10 per cento del mercato) a

fronte di un valore inferiore a 60 miliardi (ossia il 6 per cento del mercato) riferibile alle 287 compagnie spagnole.

Nel 2011 la raccolta del ramo vita è diminuita in quasi tutti i principali paesi europei ad eccezione della Spagna. L'andamento della raccolta nel segmento danni è apparsa invece in lieve crescita, sebbene in Italia e Spagna abbia continuato ad attestarsi su livelli inferiori a quelli del 2008 (Fig. 85).

Fig. 85 Raccolta premi nei principali paesi europei

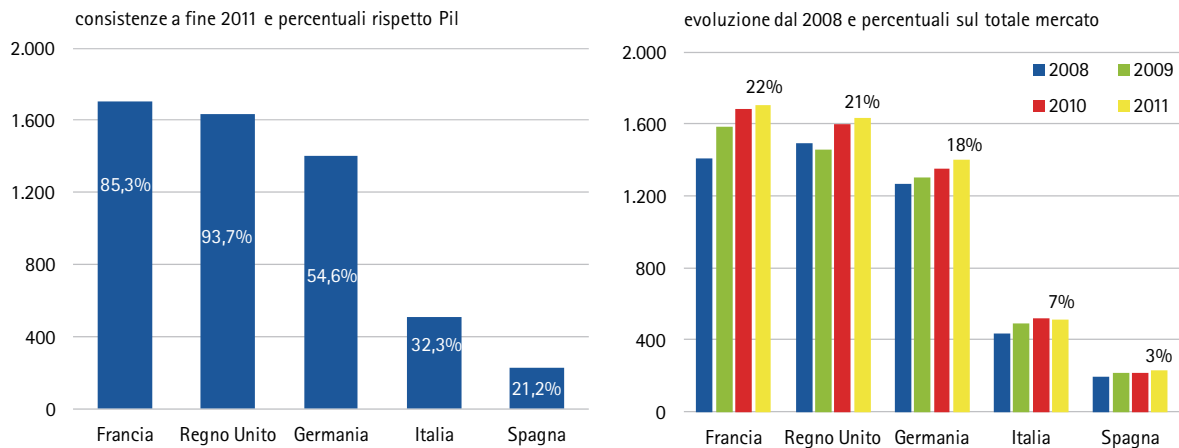


Fonte: elaborazioni su dati Insurance Europe.

Nel 2011 il valore complessivo del portafoglio di investimenti delle assicurazioni europee è risultato pari a 7.740 miliardi di euro (in crescita del 2,6 per cento rispetto al 2010). Tra i principali paesi europei Francia, Regno Unito e Germania mostrano investimenti complessivi notevolmente elevati con un'incidenza sul Pil domestico superiore, rispettivamente all'85, 93 e 54 per cento, a fronte di valori pari al 32 per cento in Italia e al 21 in Spagna. Inoltre il portafoglio di investimenti complessivo delle compagnie inglesi, tedesche e francesi rappresenta più del 60 per cento del totale degli investimenti dell'intero settore assicurativo europeo; gli investimenti delle assicurazioni italiane rappresentano circa il 7 per cento del totale mentre quelli delle assicurazioni spagnole sono prossimi al 3 per cento. A partire dal 2008, nonostante le tensioni sui mercati finanziari, gli investimenti delle compagnie assicurative mostrano una crescita in tutti i principali paesi, particolarmente significativa in Francia (Fig. 86).

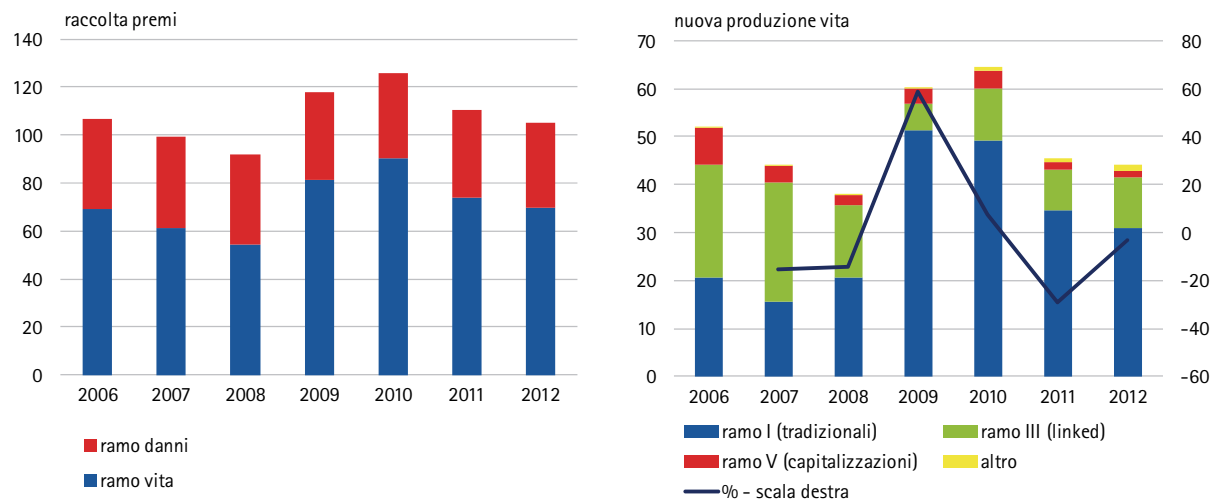
Con riferimento al settore assicurativo italiano, nel corso del 2012 è proseguita la contrazione della raccolta premi complessiva delle imprese di assicurazione, dovuta principalmente al calo significativo riferibile al ramo vita (Fig. 87).

**Fig. 86 Investimenti delle compagnie assicurative dei principali paesi europei**



Fonte: elaborazioni su dati Insurance Europe.

**Fig. 87 Andamento della raccolta premi delle assicurazioni italiane**



Fonte: elaborazioni su dati Ivass. I dati si riferiscono al lavoro diretto italiano.

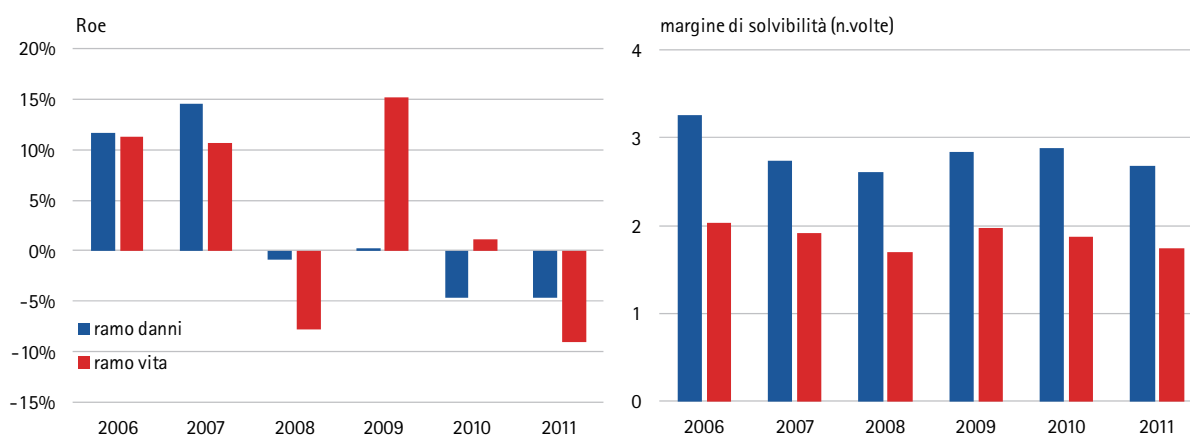
In particolare la raccolta riferita al ramo vita ha continuato a diminuire attestandosi attorno ai 70 miliardi di euro a fine 2012 (-6 per cento rispetto all'anno precedente). Tale dinamica riflette verosimilmente sia la riduzione del reddito disponibile e, conseguentemente, del risparmio delle famiglie, sia una riallocazione del portafoglio a favore di investimenti relativamente più redditizi delle polizze assicurative quali, ad esempio, i titoli di Stato che, a partire dalla metà del 2011, hanno sperimentato un forte incremento dei rendimenti. La raccolta di premi assicurativi relativi al ramo danni ha subito una contrazione minore, passando da 36,3 miliardi di euro nel 2011 a 35,4 nel 2012 (-3 per cento).

Nei primi nove mesi del 2012 i nuovi premi per le assicurazioni dei rami I (assicurazioni sulla durata della vita umana) e V (operazioni di capitalizzazione) si sono ridotti in modo significativo, confermando la tendenza emersa a partire dal 2010. La nuova produzione associata al ramo III (assicurazioni sulla vita connesse con fondi di investimento o indici), invece, mostra un incremento portandosi sui livelli rilevati nel 2010, sebbene inferiori al massimo del 2007.

La redditività del settore assicurativo italiano è risultata particolarmente negativa nel corso del 2011, con un calo del Roe sperimentato sia nel ramo danni (-4,7 per cento) sia nel ramo vita (-9 per cento). Le performance reddituali negative hanno inoltre inciso sull'andamento del margine di solvibilità, che ha mostrato un calo significativo in entrambi i segmenti (Fig. 88).

Il margine di solvibilità, sebbene in diminuzione, si è mantenuto a livelli significativamente superiori al minimo richiesto dalla legge, attestandosi per il ramo danni a poco più di 18 miliardi (ossia circa 2,7 volte il minimo richiesto pari a quasi 7 miliardi) e per il ramo vita a circa 27 miliardi (ossia circa 1,75 volte il margine minimo di circa 15 miliardi).

Fig. 88 Indici di redditività e solvibilità delle assicurazioni italiane



Fonte: elaborazioni su dati Ivass.

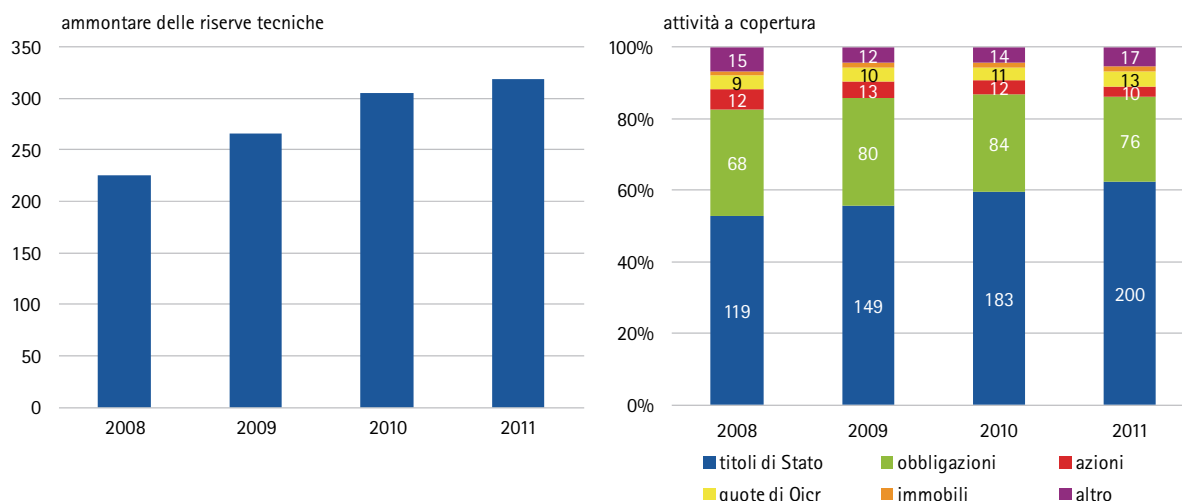
Le misure anticrisi, varate in Italia nel 2011 e in vigore fino all'applicazione della nuova disciplina prudenziale *Solvency II*, hanno introdotto la possibilità per le imprese di assicurazione di sterilizzare le minusvalenze latenti sui titoli di Stato e su altri titoli di debito garantiti dallo Stato ai fini del computo dei margini di solvibilità. Analoghe misure sono state introdotte negli altri principali paesi europei. Ciò ha ridotto l'impatto della crisi del debito sovrano nell'Area dell'euro sulla solidità delle compagnie di assicurazione, che hanno investito una quota crescente delle riserve tecniche in titoli di Stato e altri titoli di debito a partire dal 2008.

A fine 2011 le riserve tecniche lorde del ramo vita (ossia gli impegni assunti nei confronti degli assicurati al lordo delle riserve a carico dei riassi-

curatori) risultavano pari a 319 miliardi di euro (+5 per cento rispetto al 2010). Le attività a copertura, ossia gli investimenti effettuati dalla compagnia a fronte delle riserve tecniche iscritte al passivo) erano prevalentemente costituite da titoli di debito (86 per cento), di cui circa il 62 per cento (equivalente a 200 miliardi di euro) rappresentato da titoli emessi o garantiti da Stati dell'Unione Europea o da altri paesi OCSE; tale dato è in deciso aumento rispetto al 50 per cento circa registrato a fine 2008.

I restanti investimenti includono obbligazioni (per un ammontare complessivo di 76 miliardi di euro pari al 24 per cento), azioni (10 miliardi, pari al 3 per cento del totale), quote di Oicr azionari e obbligazionari (13 miliardi, 4 per cento del totale), immobili, partecipazioni in società immobiliari e quote di fondi comuni immobiliari (complessivamente 5 miliardi corrispondenti a circa il 2 per cento del totale; Fig. 89).

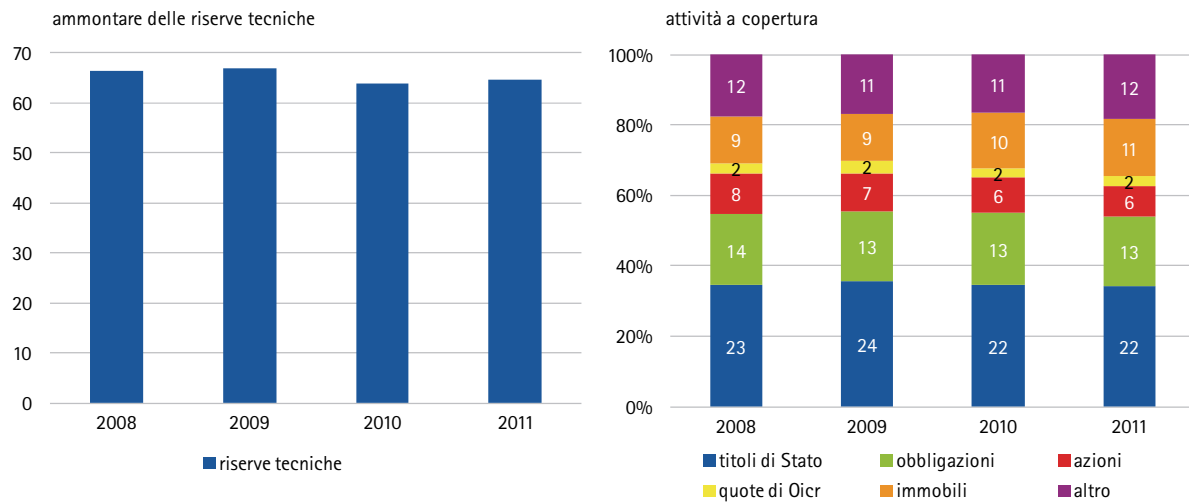
**Fig. 89 Riserve tecniche e investimenti nel ramo vita**



Fonte: elaborazioni su dati Ivass.

Per quanto riguarda il ramo danni a fine 2011 le riserve tecniche (al lordo di quelle a carico dei riassicuratori) erano pari a circa 65 miliardi di euro, con un incremento dell'uno per cento rispetto al 2010. La composizione delle attività a copertura delle riserve tecniche del ramo danni risultava molto più eterogenea di quella relativa al ramo vita, con un ammontare di titoli emessi o garantiti da Stati dell'Unione Europea o di altri paesi OCSE pari ad appena 22 miliardi (circa il 34 per cento del totale). I restanti investimenti erano rappresentati da obbligazioni (per un ammontare complessivo di 13 miliardi di euro, ossia il 20 per cento), immobili, partecipazioni in società immobiliari e quote di fondi comuni immobiliari (complessivamente 11 miliardi corrispondenti a circa il 16 per cento del totale), azioni (6 miliardi, ossia l'8 per cento del totale), quote di Oicr azionari e obbligazionari (2 miliardi, pari al 3 per cento del totale), e altre attività per il restante 18 per cento degli investimenti, ossia crediti (verso riassicuratori, assicurati e intermediari) e depositi bancari (Fig. 90).

**Fig. 90 Riserve tecniche e investimenti nel ramo danni**



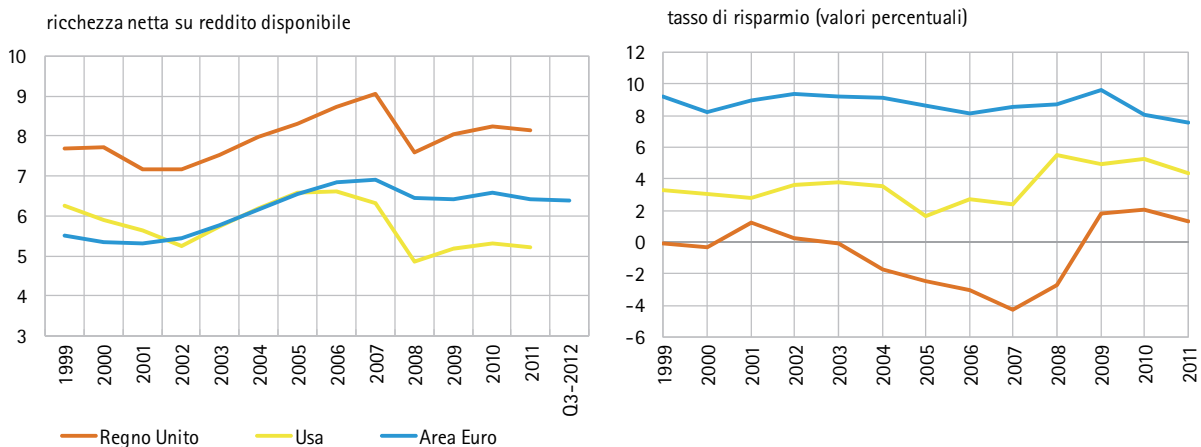
Fonte: elaborazioni su dati Ivass.



## 1 La ricchezza delle famiglie nei principali paesi avanzati

Alla fine del 2011 la ricchezza netta delle famiglie, ossia la somma delle attività reali e finanziarie al netto delle passività finanziarie, risultava pari nell'Area euro a poco più di sei volte il reddito disponibile lordo. Il dato si attestava su un livello storicamente inferiore a quello del Regno Unito, che a fine 2011 si è stabilizzato attorno a 8 recuperando la contrazione registrata a seguito della crisi *subprime* (da 9 nel 2007 a 7,6 nel 2008). Il rapporto tra ricchezza netta e reddito disponibile nell'Area euro risulta, invece, superiore a quello degli Stati Uniti che, dopo il calo sperimentato nel 2008 a seguito della crisi finanziaria (da 6,3 nel 2007 a 4,8), ha mostrato una lieve ripresa portandosi a 5 (Fig. 91).

**Fig. 91 Ricchezza netta e tasso di risparmio delle famiglie nelle principali economie avanzate**  
(dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e OCSE. La ricchezza netta è data dalla somma delle attività reali e finanziarie meno le passività finanziarie. I dati sono tratti dai conti finanziari nei quali il settore istituzionale delle famiglie include anche le società senza scopo di lucro. Si rappresenta nel grafico di destra il tasso di risparmio netto, ossia calcolato prendendo in considerazione il flusso di risparmi al netto degli ammortamenti.

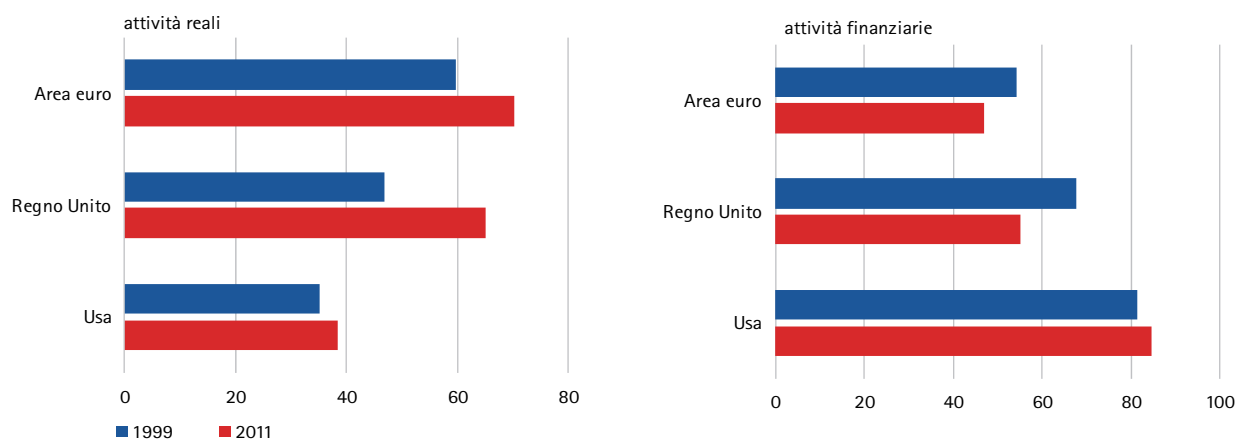
La dinamica della ricchezza netta è legata anche all'andamento del risparmio delle famiglie, il cui livello sembra essere costantemente superiore nell'Area euro rispetto a quello riferibile al Regno Unito e Stati Uniti. Nel periodo 2003-2007 il tasso di risparmio è diminuito in tutte le aree considerate, a conferma del fatto che nello stesso periodo l'incremento della ricchezza netta sul reddito disponibile è dipeso

soprattutto dalla fase positiva del ciclo di borsa (che si è riflessa sul valore delle attività finanziarie), e del settore immobiliare (che si è riflessa sul valore delle attività reali; si veda paragrafo 1 del capitolo I 'Il quadro macroeconomico' per dettagli sull'andamento dei prezzi degli immobili). Successivamente, il tasso di risparmio è tornato a crescere, portandosi sia nel Regno Unito sia negli Usa su livelli superiori a quelli *pre-crisi*; nell'Area euro, invece, il dato ha mostrato un andamento discontinuo.

Il peso delle attività reali sulla ricchezza lorda delle famiglie nell'Area euro si è attestato, a fine 2011, a oltre il 70 per cento (60 nel 1999). Il dato continua a essere superiore a quello registrato nel Regno Unito, dove ha raggiunto poco più del 60 per cento (in crescita di circa 20 punti percentuali rispetto al 1999), e a quello degli Usa, dove nel periodo considerato è oscillato attorno al 40 per cento (Fig. 92).

Il peso delle attività finanziarie sulla ricchezza delle famiglie continua a essere significativamente maggiore negli Stati Uniti, dove nel 2011 si è attestato attorno a un valore superiore all'80 per cento (in lieve crescita rispetto al 1999 e pari a quasi il doppio del dato relativo all'Area euro).

**Fig. 92** Composizione della ricchezza nelle principali economie avanzate (valori percentuali)

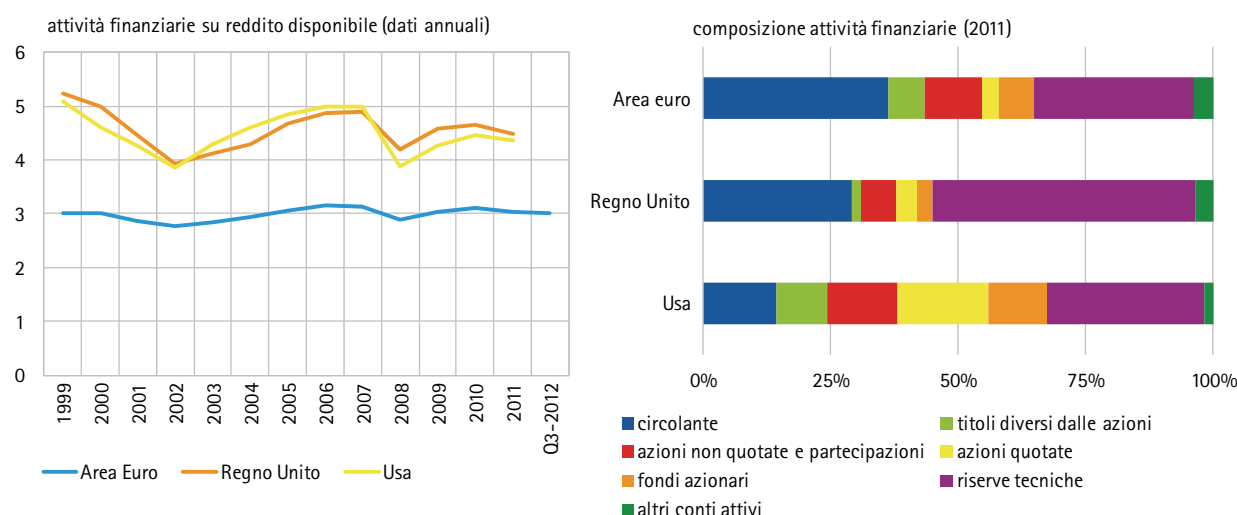


Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

Il rapporto delle attività finanziarie sul reddito disponibile risulta storicamente più elevato nel Regno Unito e negli Usa rispetto all'Area euro: a fine 2011 esso si attestava, nelle tre aree considerate, rispettivamente a 4,5, 4,4 e 3,0 (Fig. 93). La dinamica della ricchezza finanziaria rispetto al reddito disponibile ne riflette la composizione per classe di attività e la differente esposizione delle famiglie al mercato finanziario, più contenuta nell'Area euro. Coerentemente con i cicli di borsa il rapporto delle attività finanziarie rispetto al reddito disponibile ha registrato una netta diminuzione sia negli Usa sia nel Regno Unito nel periodo 1999-2002 e in corrispondenza della crisi *subprime*. A partire dal 2009 si è registrato un recupero, sebbene parziale visto che in entrambi i paesi il dato a fine 2011 si attestava su livelli inferiori a quelli del 1999.

Come si evince dalla composizione delle attività finanziarie a fine 2011, nell'Area euro la quota di ricchezza detenuta dalle famiglie in azioni quotate e in fondi azionari si attestava complessivamente a poco più del 10,3 per cento (di cui il 6,8 per cento riferibile ai fondi), dato superiore a quello del Regno Unito (7,2 per cento di cui il 3,1 per cento riferibile ai fondi) ma significativamente inferiore a quello degli Stati Uniti (29,3 per cento di cui 11,5 riferibile ai fondi azionari). Il peso del circolante era pari al 36 per cento per le famiglie dell'Area euro, in linea con il dato registrato per il Regno Unito (32 per cento) ma pari a più del doppio del valore rilevato per gli Stati Uniti (15 per cento). Al Regno Unito, infine, risultava riferibile la quota più elevata di ricchezza finanziaria investita in fondi pensione e polizze assicurative, come emerge dal dato relativo alle riserve tecniche di assicurazione (50 per cento circa; Fig. 93).

**Fig. 93 Attività finanziarie delle famiglie nelle principali economie avanzate**



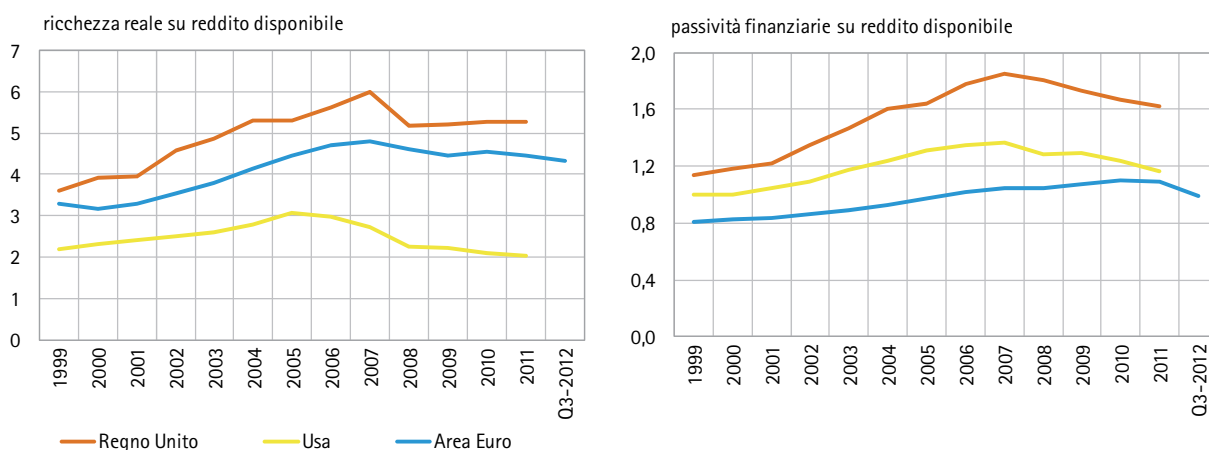
Fonte: BCE, Eurostat, OCSE. Le attività finanziarie includono le categorie 'circolante' (biglietti, monete e depositi), 'titoli diversi dalle azioni' (obbligazioni, buoni del tesoro, certificati di deposito e strumenti finanziari derivati), 'azioni' (quotate, non quotate e partecipazioni), i 'fondi azionari', le 'riserve tecniche di assicurazione' (alle quali corrispondono passività finanziarie per le imprese di assicurazione e per i fondi pensione), 'altri conti attivi' (crediti commerciali, anticipazioni di pagamento, crediti e debiti derivanti da sfasamenti temporali nel pagamento di imposte, contributi, retribuzioni).

Nell'Area euro l'investimento delle famiglie in attività reali è più elevato rispetto a quanto osservato negli Usa (Fig. 94). Il rapporto fra attività reali e reddito disponibile ha subito un calo molto marcato nel Regno Unito e negli Stati Uniti nel periodo della crisi *subprime*, ossia in corrispondenza dello scoppio della bolla speculativa sui mercati immobiliari, a fine 2011 si attestava a quota 4,5 nell'Area euro a fronte di 5,3 e 2,0 rispettivamente per Regno Unito e Usa.

Le famiglie dell'Area euro e degli Usa sono meno indebitate di quelle del Regno Unito, per il quale il rapporto tra passività finanziarie e reddito disponibile risulta storicamente più elevato. A seguito della crisi del 2007-2008, tuttavia, le divergenze tra le aree considerate si sono progressivamente

ridotte a fronte di una flessione dell'indebitamento nei paesi anglosassoni e di una moderata crescita nei paesi dell'Area euro.

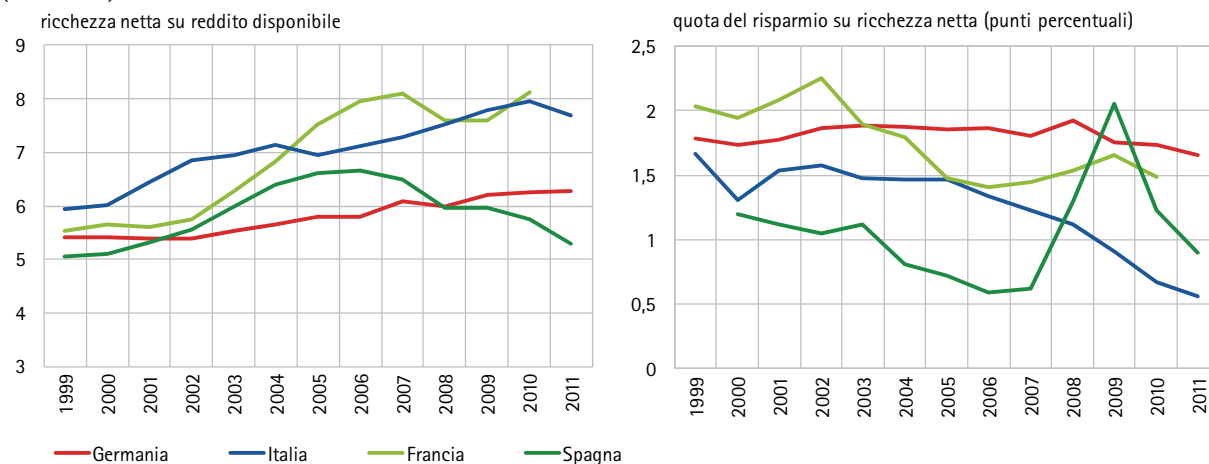
**Fig. 94 Ricchezza reale e passività finanziarie**  
(dati annuali)



Fonte: BCE e OCSE.

I dati sulla ricchezza delle famiglie nell'Area euro mostrano eterogeneità tra paesi. Nel periodo dal 1999 al 2011 il rapporto tra ricchezza netta e reddito disponibile delle famiglie italiane è risultato costantemente superiore a quello delle famiglie tedesche e, a partire dal 2008, sostanzialmente allineato a quello delle famiglie francesi. In Italia, inoltre, la ricchezza netta ha registrato una crescita pressoché ininterrotta fino al 2010, quando ha mostrato una lieve flessione portandosi, a fine 2011, attorno a 8 volte il reddito disponibile; il dato è simile a quello rilevato per la Francia e superiore a quello della Germania (pari a 6,3; Fig. 95).

**Fig. 95 Ricchezza netta e risparmio in alcuni paesi dell'Area euro**  
(dati annuali)

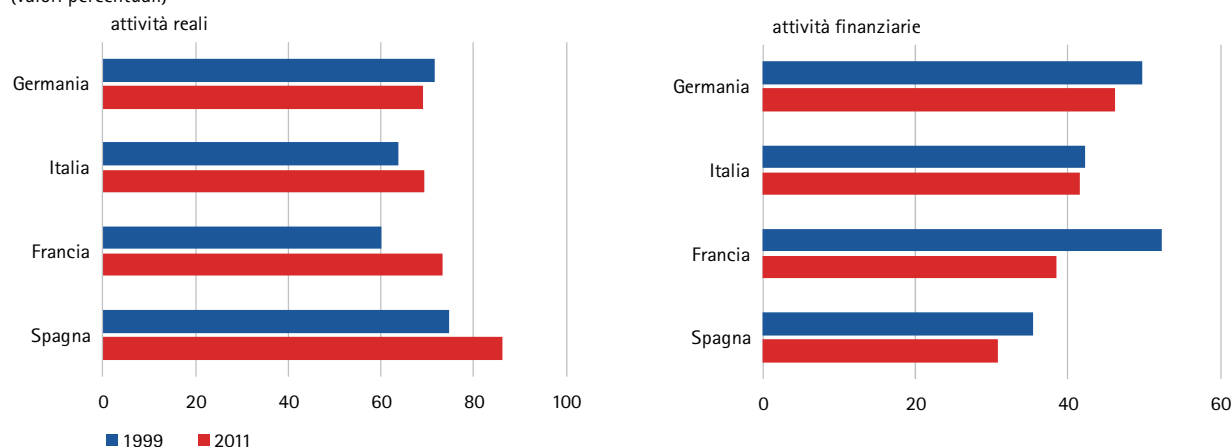


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Bank of Spain e OCSE. La ricchezza netta è data dalla somma delle attività reali e finanziarie meno le passività finanziarie. Si rappresenta il tasso di risparmio netto, ossia calcolato prendendo in considerazione il flusso di risparmi al netto degli ammortamenti. I dati sono tratti dai conti finanziari nei quali il settore istituzionale delle famiglie include anche le società senza scopo di lucro.

Alla fine del 2011 la quota di ricchezza lorda delle famiglie detenuta sotto forma di attività reali sfiorava il 70 per cento in Italia e in Germania, risultava pari al 73 per cento in Francia e all'86 per cento in Spagna. Rispetto al 1999 tale dato risultava sostanzialmente stabile per le famiglie tedesche, mentre registrava una crescita di circa 14 punti percentuali in Francia, di 11 punti percentuali in Spagna e di 5 punti in Italia.

Nel 2011 la quota di attività finanziarie era più elevata in Germania, pur risultando in lieve calo rispetto al 1999 (dal 50 al 46 per cento); nel periodo considerato il dato ha registrato, invece, una diminuzione significativa in Francia (dal 52 al 38 per cento). Tale rapporto è rimasto stabile al 42 per cento in Italia, mentre ha subito una lieve flessione in Spagna passando dal 35 a al 31 per cento circa (Fig. 96).

**Fig. 96 Composizione della ricchezza netta in alcuni paesi dell'Area euro**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Bank of Spain, Eurostat, OCSE. I dati relativi alla Francia si riferiscono al 2010 (ultima rilevazione disponibile).

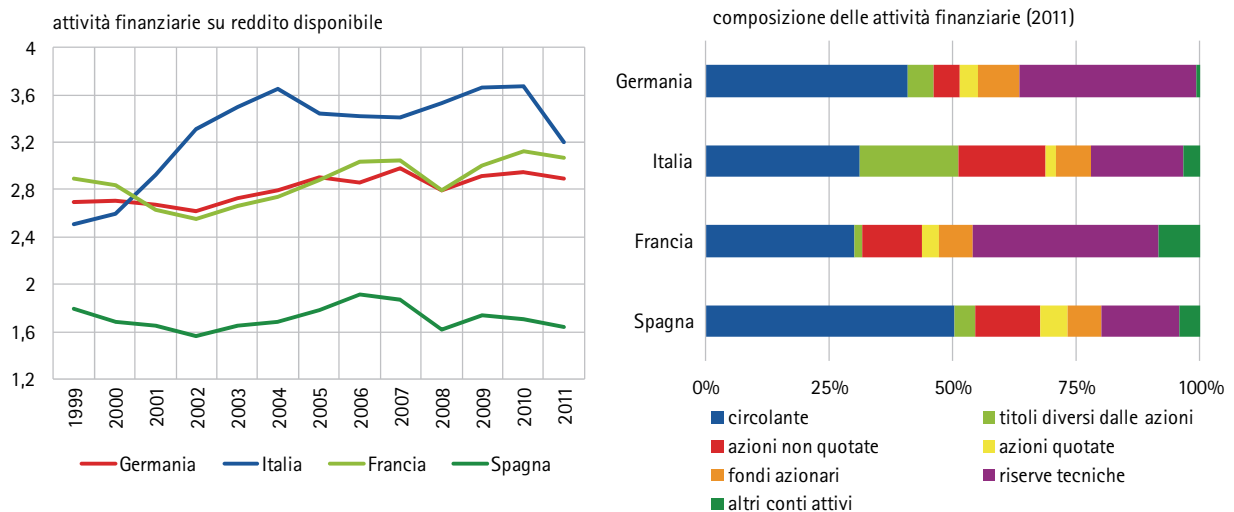
Alla fine del 2011 il rapporto tra attività finanziarie e reddito disponibile delle famiglie italiane, storicamente più elevato di quello degli altri paesi europei considerati, risultava in lieve flessione rispetto all'anno precedente (da 3,7 a 3,2), dopo aver registrato una sostanziale stabilità a partire dal 2007 (Fig. 97).

A fine 2011 le scelte di portafoglio delle famiglie si caratterizzavano per un rilevante grado di eterogeneità all'interno dell'Eurozona.

Gli investimenti diretti e indiretti (ossia tramite fondi) in azioni quotate oscillavano tra il 2,1 per cento delle attività finanziarie totali in Italia e il 5,4 per cento in Spagna; il dato si attestava attorno al 3,5 per cento per Francia e Germania. Differenze significative emergevano, invece, rispetto ad altre classi di attività. In particolare le famiglie francesi detenevano la quota più elevata di polizze assicurative e fondi pensione, come si evince dal dato relativo alle riserve tecniche (37,6 per cento), seguite da quelle tedesche (35,7 per cento). La quota di ricchezza finanziaria detenuta in obbligazioni e certificati di deposito si attestava al 20 per cento circa per

l'Italia, valore molto più elevato di quello rilevato per la Spagna (4,1 per cento) e la Germania (5,2 per cento); il fenomeno non era significativo per la Francia. L'investimento in azioni non quotate e partecipazioni era più rilevante in Italia (17,5 per cento), seguita da Francia e Spagna (12,3 e 13,3 per cento). Il peso del circolante, infine, risultava più elevato in Spagna e Germania (rispettivamente 50 e 41 per cento circa), mentre in Italia e Francia si attestava intorno al 30 per cento.

**Fig. 97 Attività finanziarie in alcuni paesi dell'Area euro**  
(dati annuali)



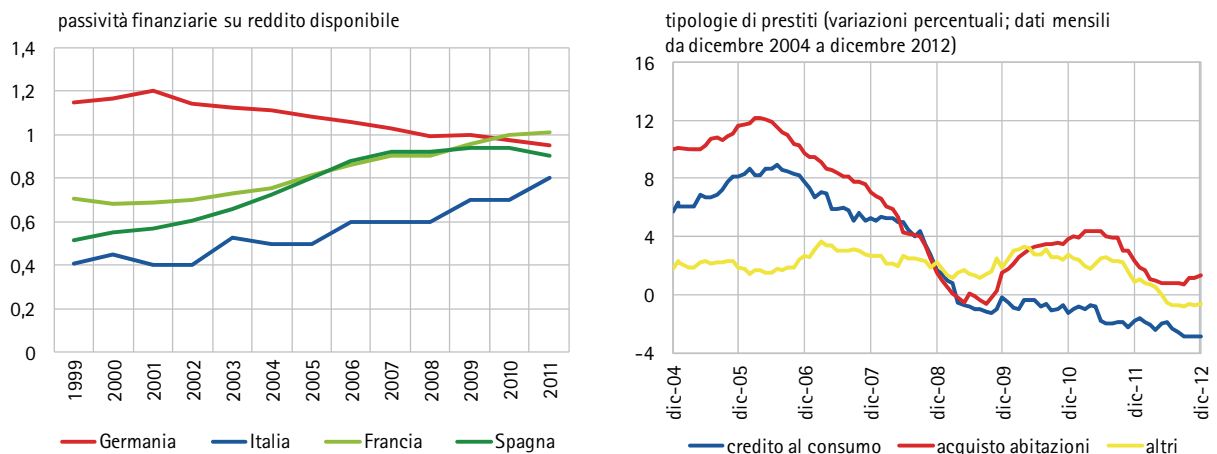
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Eurostat e OCSE. Le attività finanziarie includono le categorie 'circolante' (biglietti, monete e depositi), 'titoli diversi dalle azioni' (obbligazioni, buoni del tesoro, certificati di deposito e strumenti finanziari derivati), 'azioni' (quotate, non quotate e partecipazioni), i 'fondi azionari', le 'riserve tecniche di assicurazione' (alle quali corrispondono passività finanziarie per le imprese di assicurazione e per i fondi pensione), 'altre attività finanziarie' (crediti commerciali, anticipazioni di pagamento, crediti e debiti derivanti da sfasamenti temporali nel pagamento di imposte, contributi, retribuzioni). I dati sono tratti dai conti finanziari nei quali il settore istituzionale delle famiglie include anche le società senza scopo di lucro.

Al termine del 2011 l'indebitamento delle famiglie italiane continuava a essere inferiore a quello di altri paesi dell'Area euro, benché a partire dal 2008 le differenze si sono ridotte.

In particolare le passività finanziarie delle famiglie italiane risultavano pari all'80 per cento del reddito disponibile, il doppio del dato registrato nel 1999. Nello stesso periodo anche Francia e Spagna hanno registrato un aumento del grado di indebitamento (pari, rispettivamente, a 30 e 40 punti percentuali), mentre la Germania ha sperimentato una riduzione di circa 20 punti percentuali (Fig. 98).

Nell'Area euro è proseguita, nel corso del 2012, la contrazione dei prestiti per il credito al consumo; quelli relativi all'acquisto di abitazioni, che rappresentano la maggior parte del credito erogato alle famiglie, sono aumentati, sebbene a un tasso di crescita minore rispetto all'anno precedente.

**Fig. 98 Passività finanziarie e tipologie di prestiti nell'Area euro**  
(dati annuali)

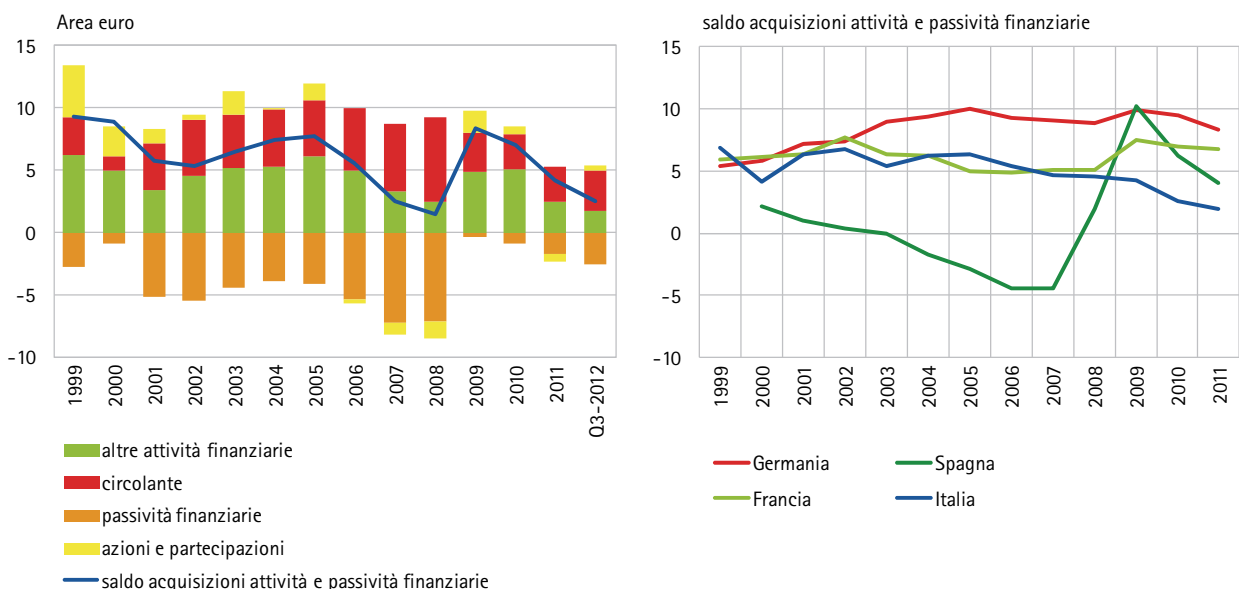


Fonte: elaborazioni su dati BCE, Banca d'Italia, Eurostat, OCSE.

Dal 1999 al 2012 i flussi di investimento delle famiglie nell'Area euro disaggregati per tipologia di attività finanziaria mostrano un deciso calo degli acquisti di azioni (quotate e non), che negli anni della crisi *subprime* hanno registrato un valore netto negativo. I flussi relativi alle passività finanziarie evidenziano una crescita nell'ultimo biennio, dopo essersi sostanzialmente azzerati negli anni immediatamente successivi al 2008 (Fig. 99).

Per l'Italia i flussi di investimento netti hanno sperimentato una progressiva riduzione a partire dal 2006, fino a portarsi, nel 2011, a circa il 2 per cento del reddito disponibile (dal 7 per cento circa nel 1999).

**Fig. 99 Flussi di attività e passività finanziarie nell'Area euro**  
(dati annuali in percentuale sul reddito disponibile)



Fonte: Eurostat.

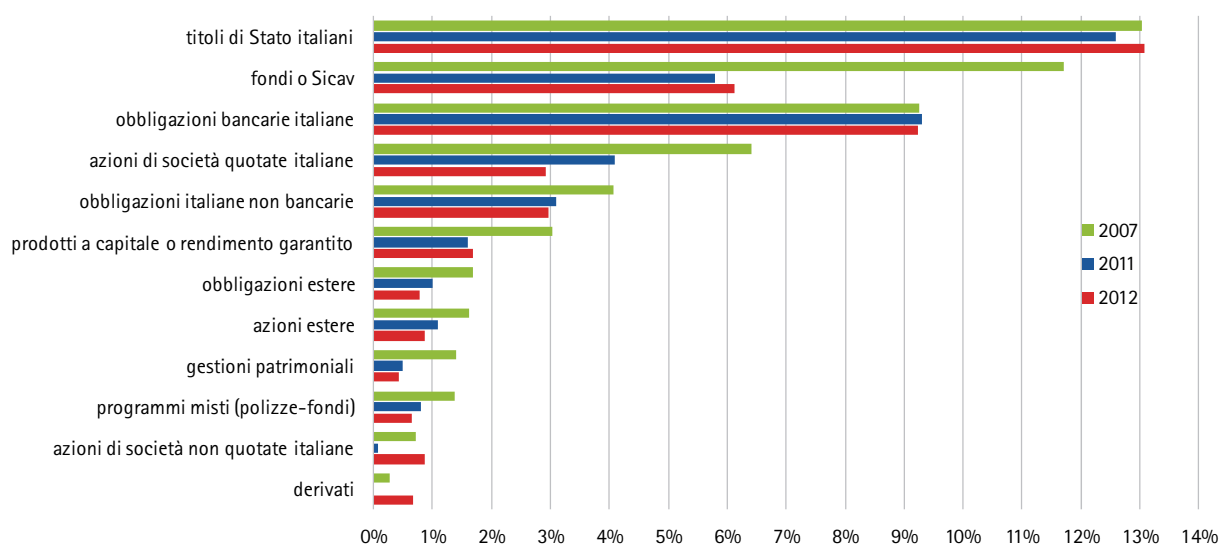
## 2 Le scelte di portafoglio delle famiglie e il servizio di consulenza in Italia

Nel corso del 2012 la partecipazione delle famiglie italiane ai mercati finanziari non ha evidenziato variazioni significative rispetto al 2011; in particolare la percentuale di famiglie che investono in strumenti finanziari rischiosi (azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita) è rimasta stabile, attestandosi al 25 per cento circa. Tale dato risulta inferiore di 10 punti percentuali rispetto al valore del 2007, riflettendo l'impatto della crisi finanziaria *subprime* e della crisi del debito sovrano nell'Area euro.

Le flessioni più marcate si registrano rispetto alla percentuale di famiglie che hanno investito in polizze vita e fondi pensione (passate dal 21 per cento nel 2007 al 15 per cento circa nel 2012) e in prodotti del risparmio gestito (dal 14 al 9 per cento circa). Nello stesso periodo di tempo, la quota di investitori che possiedono azioni o obbligazioni ha subito una flessione di 3 punti percentuali, passando dal 16 al 13 per cento circa).

Dal 2011 al 2012 la quota di famiglie che hanno investito in titoli di Stato italiani è passata dal 12,6 per cento al 13,1 per cento (Fig. 100). Anche la percentuale delle famiglie che investono in fondi comuni o Sicav ha subito un lieve incremento nello stesso periodo, passando dal 5,8 al 6,1 per cento. È diminuita significativamente, invece, la quota delle famiglie che hanno investito in azioni quotate italiane passando dal 4,1 a fine 2011 al 2,9 per cento a fine 2012.

**Fig. 100 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.

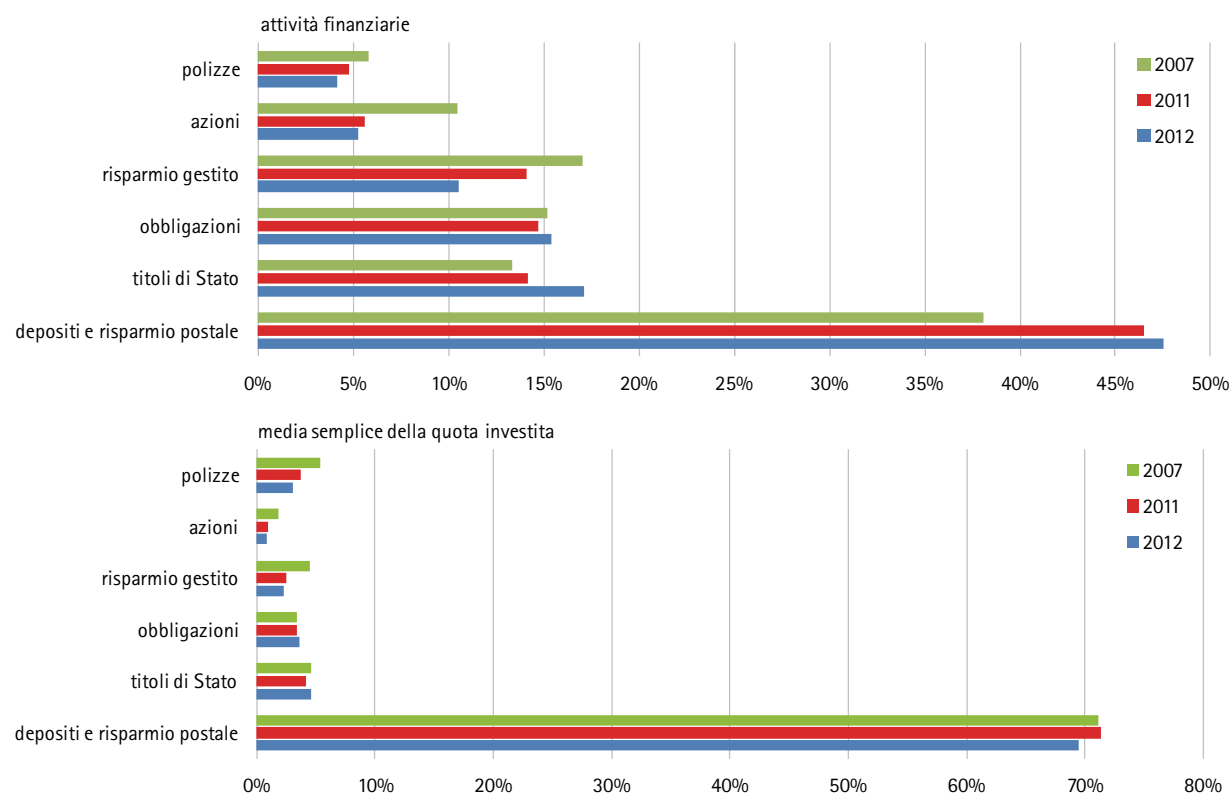


Rispetto al 2007 le maggiori flessioni si registrano rispetto alle azioni quotate e al risparmio gestito, il cui grado di diffusione è sceso rispettivamente dal 6,4 al 2,9 per cento e dall'11,7 al 6,1 per cento. La quota di famiglie che possiedono titoli di Stato italiani è tornata sui livelli del 2007 (13 per cento circa); è rimasto stabile al 9,3 per cento il dato relativo alle obbligazioni bancarie italiane.

La distribuzione della ricchezza delle famiglie conferma alcune delle evidenze appena descritte.

Infatti, la quota delle attività finanziarie investite in titoli di Stato è cresciuta dal 14,2 per cento registrato a dicembre 2011 al 17,1 per cento del dicembre 2012; nello stesso periodo l'investimento in azioni ha subito una lieve flessione, passando dal 5,6 al 5,3 per cento delle attività finanziarie (Fig. 101). La quota di attività finanziarie relativa alle obbligazioni ha mostrato, invece, un lieve incremento (dal 14,7 per cento a fine 2011 al 15,4 per cento a fine 2012). L'investimento in depositi e risparmio postale, infine, è rimasto stabile al 47 per cento (ma in netto aumento rispetto al 2007 quando si attestava al 38 per cento circa).

**Fig. 101 Composizione del portafoglio delle famiglie italiane**



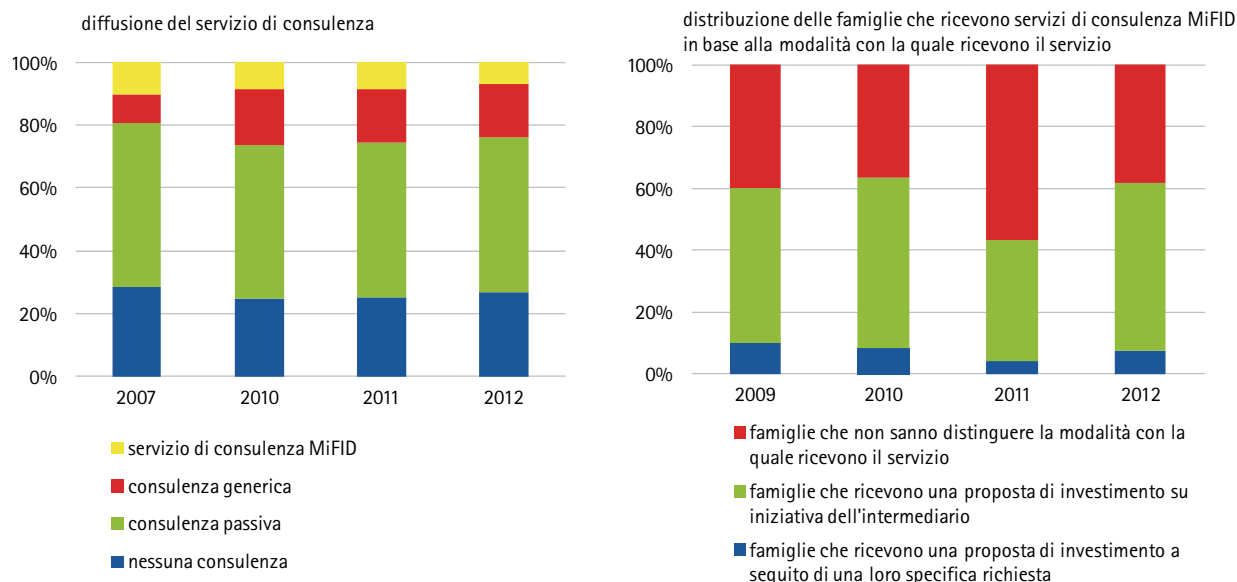
Fonte: stime su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. La voce depositi e risparmio postale include i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute diverse dall'euro, i pronti contro termine, i certificati 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. La ricchezza finanziaria non include il circolante.

Continua a essere scarsa la diffusione del servizio di consulenza presso gli investitori *retail*. In particolare, rimane bassa la quota di famiglie che ricevono proposte di investimento personalizzate dal proprio consulente finanziario (Fig. 102).

Sulla base dei dati GfK Eurisko, a dicembre 2012 la percentuale di investitori *retail* che ricevevano proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario (cosiddetta 'consulenza MiFID') si è attestata intorno al 7 per cento. Si tratta di un valore più ridotto rispetto a quanto rilevato nel 2011 (8,6 per cento) e significativamente inferiore al dato del 2008, successivo al *default* di Lehman, quando aveva raggiunto il 10 per cento circa. 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'), così come quella relativa alla cosiddetta 'consulenza generica' (ovvero proposte di investimento che non si riferiscono a uno specifico strumento finanziario). Infine, è cresciuta dal 25 al 27 per cento circa la percentuale di investitori *retail* che dichiarano di decidere senza alcun supporto da parte degli intermediari finanziari ('nessuna consulenza').

Le famiglie che ricevono proposte di investimento su iniziativa dell'intermediario rappresentano il 54 per cento circa sul totale delle famiglie che ricevono servizi di consulenza MiFID; solo l'8 per cento circa dichiara di ricevere una proposta di investimento a seguito di una sua specifica richiesta; il 38 per cento circa non ricorda oppure non risponde.

Fig. 102 Caratteristiche del servizio di consulenza finanziaria alle famiglie in Italia

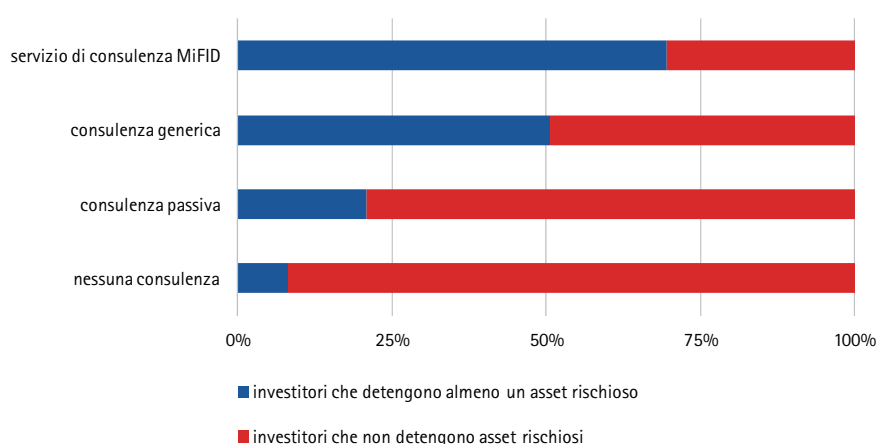


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. Il gruppo 'consulenza passiva' include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti del quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo '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.

Gli investitori *retail* che ricevono il servizio di consulenza MiFID mostrano un portafoglio più diversificato, che include almeno un prodotto finanziario rischioso in circa il 70 per cento dei casi (rispetto a circa l'8 per cento rilevato per famiglie che decidono in autonomia; Fig. 103).

Una maggiore istruzione, che può ritenersi una *proxy* del livello di educazione finanziaria, si associa a una più forte propensione a detenere strumenti rischiosi e a investire con il supporto di un intermediario.

**Fig. 103 Servizio di consulenza e partecipazione al mercato finanziario**  
(dati a dicembre 2012)



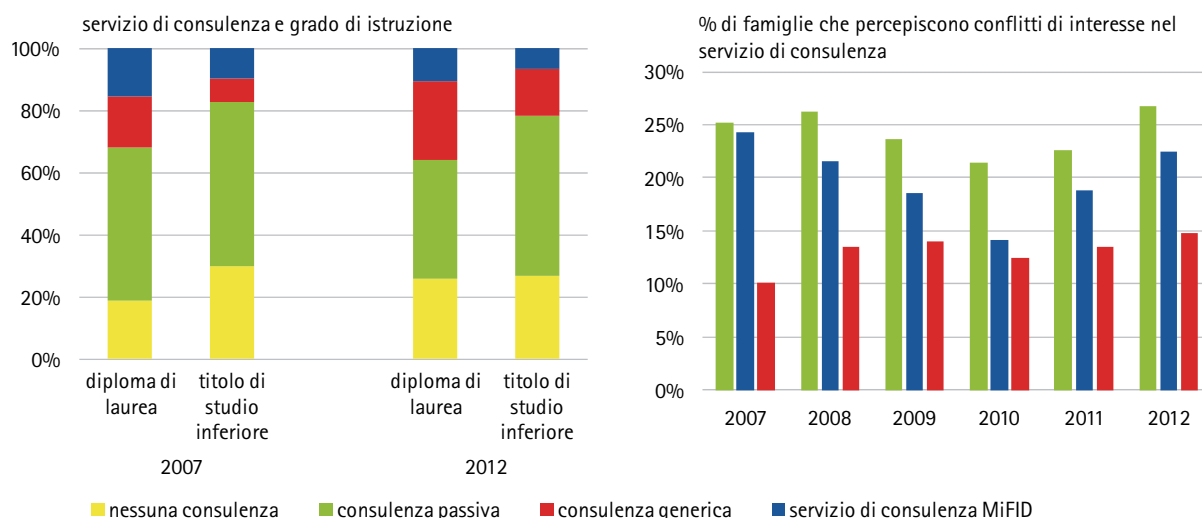
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. Per prodotti o strumenti finanziari rischiosi si intendono azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita.

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 (11 per cento circa a dicembre 2012, a fronte del 15 per cento circa nel 2007), che per altri con titolo di studio inferiore (6 per cento alla fine del 2012, in flessione di quasi 4 punti percentuali rispetto al 2007; Fig. 104).

Continua a crescere, infine, la quota di famiglie che percepiscono conflitti di interessi nell'erogazione del servizio di consulenza MiFID.

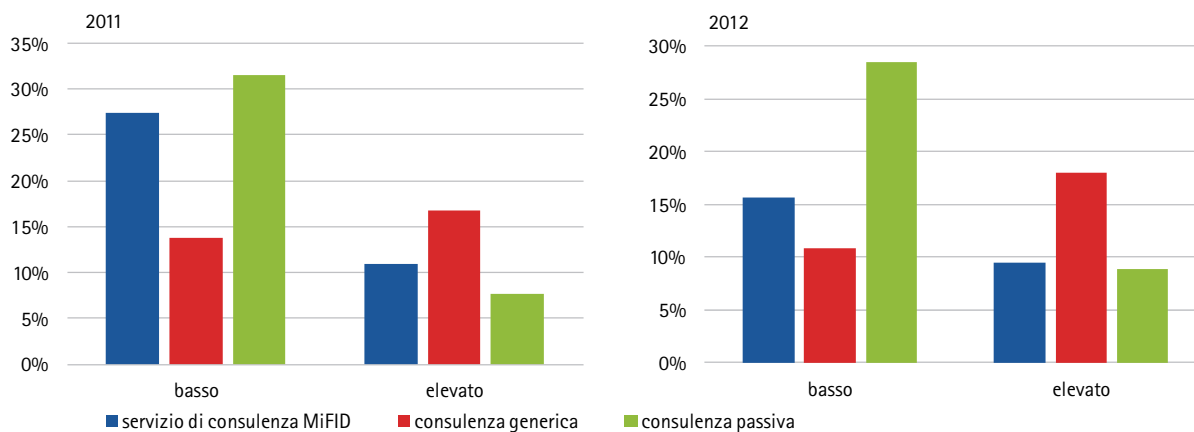
A fine 2012 tali famiglie costituivano il 23 per cento del totale degli investitori assistiti da un consulente, contro il 19 per cento nel 2011 e il 14 per cento nel 2010. La percentuale di investitori che dichiarano un basso livello di soddisfazione per il servizio di consulenza MiFID (15,7 per cento) rimane più alta della quota di famiglie che dichiarano un elevato livello di soddisfazione (9 per cento circa) anche se tale differenza è meno accentuata di quella rilevata nel 2011 (Fig. 105).

**Fig. 104 Servizio di consulenza, livello di istruzione e percezione dei conflitti di interesse**  
(dati a dicembre 2012)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. 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. 105 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)



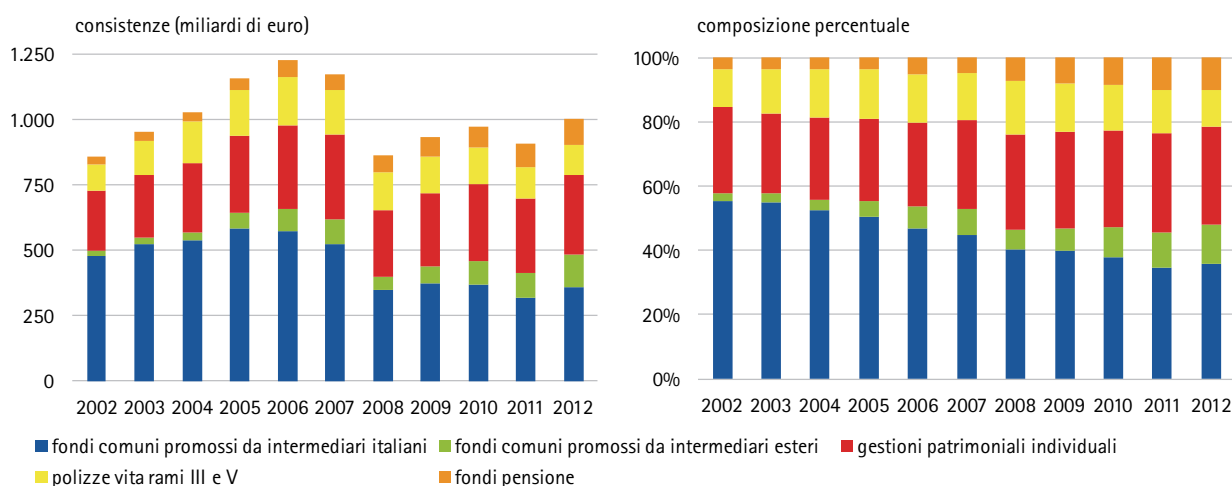
Fonte: nostre elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. Si assume che una famiglia abbia un elevato livello di soddisfazione rispetto ai servizi di consulenza ricevuti quando alla domanda 'Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente 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.

### 3 I prodotti del risparmio gestito

Nel 2012 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia è aumentato di circa il 10 per cento, passando da 911 miliardi di euro nel 2011 a circa 1.000 miliardi.

Il dato è ascrivibile principalmente all'incremento del 28,3 per cento del patrimonio dei fondi comuni esteri di intermediari italiani e alla crescita del patrimonio dei fondi promossi da intermediari esteri (28 per cento circa) e italiani (+13,1 per cento); anche il patrimonio delle gestioni individuali ha mostrato un incremento del 7,3 per cento, mentre si è ridotto del 10 per cento il patrimonio collegato a polizze del ramo III e V e del 3 per cento quello dei fondi comuni italiani (Fig. 106).

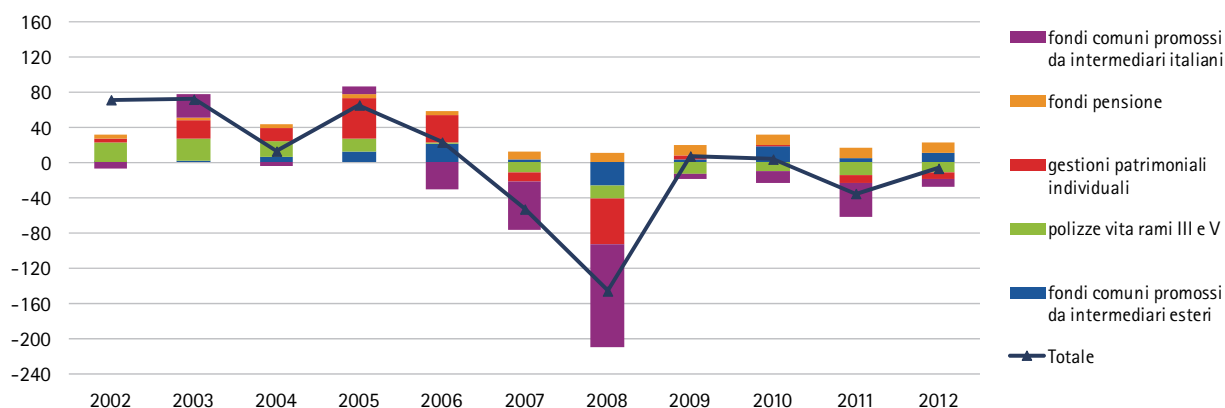
**Fig. 106 Patrimonio dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia**



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 6,5 miliardi di euro (-35 miliardi nel 2011) per effetto dei deflussi dai fondi comuni delle polizze III e V, pari a 12 miliardi, dai fondi comuni promossi da intermediari italiani (9,2 miliardi di euro circa) e da quelli relativi alle gestioni patrimoniali individuali (circa 7 miliardi). La raccolta netta dei fondi comuni promossi da intermediari esteri e quella dei fondi pensione è stata invece positiva rispettivamente per 10,3 e 11,8 miliardi di euro (Fig. 107).

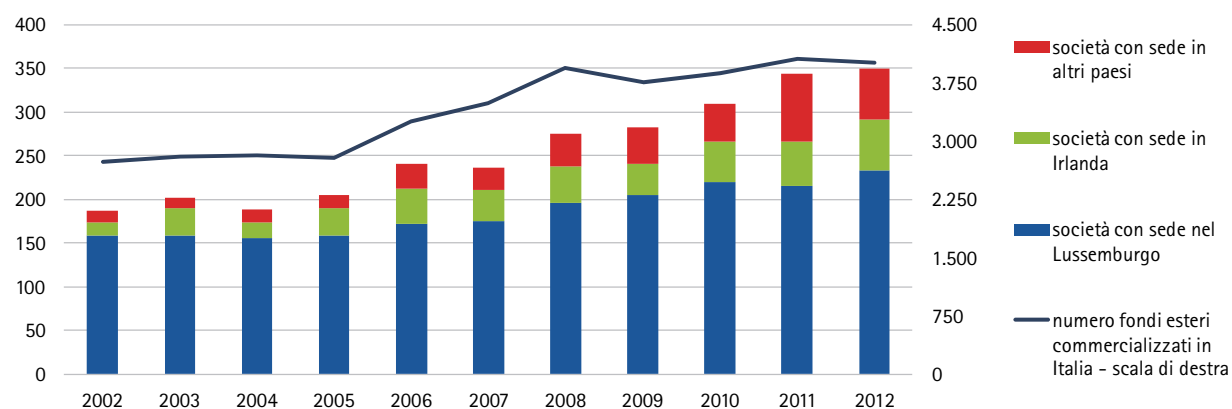
**Fig. 107 Raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia**  
(miliardi di euro)



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 risulta in lieve diminuzione (da 4.058 unità nel 2011 a 4.009 nel 2012). In particolare, è aumentato il numero delle società con sede in Lussemburgo e Irlanda, mentre si è ridotto il numero di società con sede in altri paesi (Fig. 108).

**Fig. 108 Numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia e numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi per sede legale**

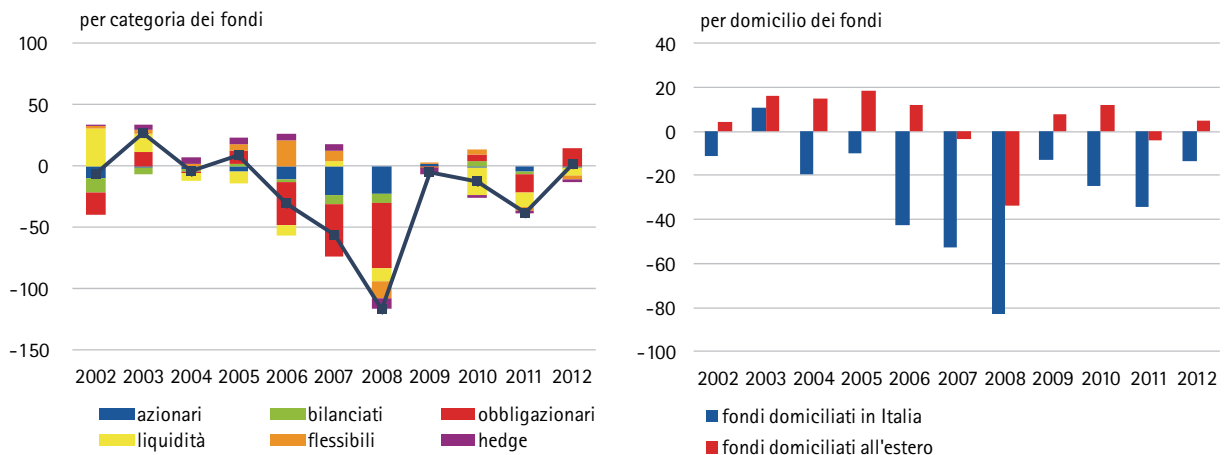


Fonte: prospetti informativi.

Nel 2012 la raccolta netta dei fondi comuni promossi da intermediari italiani domiciliati all'estero è stata positiva per 4,6 miliardi di euro, mentre quella dei fondi domiciliati in Italia ha registrato un deflusso di 13,8 miliardi.

I fondi che hanno mostrato i deflussi più consistenti sono stati quelli di liquidità (-6,5 miliardi circa), e quelli flessibili e hedge (-2,5 miliardi di euro per entrambe le categorie). Più contenuti sono stati i deflussi dei fondi azionari e bilanciati pari a 1,2 e 0,7 miliardi di euro; la raccolta dei fondi obbligazionari è stata invece positiva (+14,7 miliardi di euro; Fig. 109).

**Fig. 109 Raccolta netta dei fondi comuni promossi da intermediari italiani**  
(miliardi di euro)

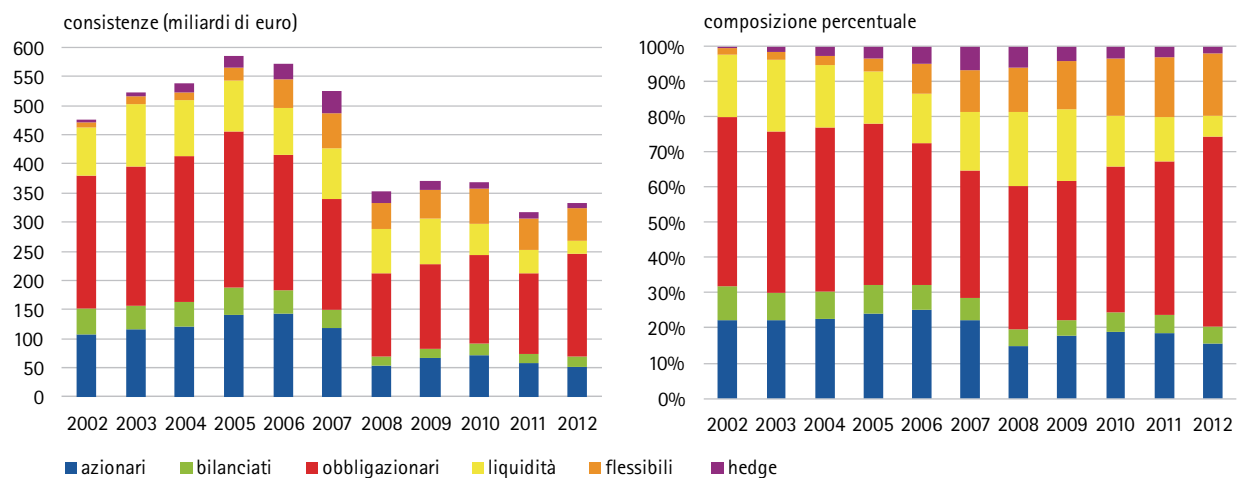


Fonte: Assogestioni. Gli intermediari italiani includono le Sgr di diritto italiano controllate da soggetti esteri. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi 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, pari a circa 332 miliardi di euro, è aumentato in misura contenuta rispetto al 2011 (5 per cento).

Il peso delle singole categorie di fondi sul totale del patrimonio gestito è salito per i fondi obbligazionari, flessibili e bilanciati (rispettivamente del 28,9 per cento, del 6,5 e dell'1,5 per cento), mentre si è ridotto per i fondi di liquidità (-48 per cento circa), per quelli hedge (-26,2 per cento) e per i fondi azionari (-11,3 per cento) (Fig. 110).

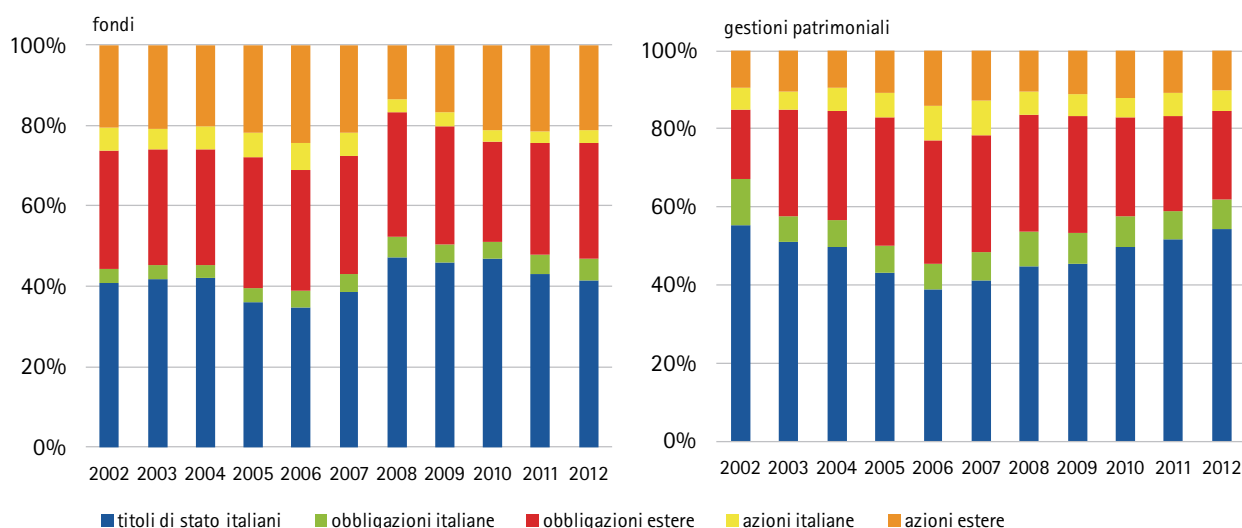
**Fig. 110 Patrimonio netto dei fondi comuni promossi da intermediari italiani**



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.

Quanto alla composizione del patrimonio dei fondi comuni aperti di diritto italiano, nel 2012 si è osservato un calo sia della quota dei titoli di Stato, che a fine 2012 rappresentano il 41,6 per cento del patrimonio gestito (43 nel 2011) sia della quota di investimenti in azioni estere (dal 21,5 al 21 per cento); gli investimenti obbligazionari italiani ed esteri sono invece aumentati rispettivamente dello 0,6 e dell'uno per cento. Nelle gestioni patrimoniali, al contrario, la quota delle risorse investite in titoli di Stato è aumentata rispetto al 2011 dell'uno per cento (dal 49 al 50 per cento) così come quella relativa a titoli azionari, italiani ed esteri (rispettivamente del 5 e 10 per cento), e alle obbligazioni estere (4,6 per cento); infine la quota investita in obbligazioni italiane ha mostrato un calo dell'uno per cento circa (Fig. 111).

Fig. 111 Composizione del portafoglio dei fondi comuni aperti di diritto italiano e delle gestioni patrimoniali individuali

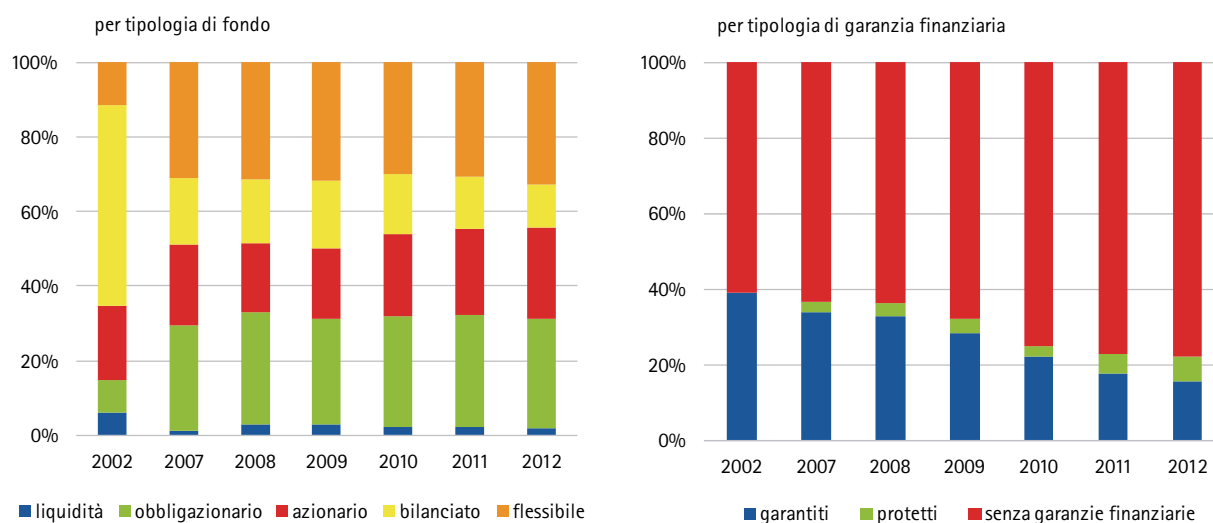


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. La quota investita in Oicr dalle gestioni individuali è stata allocata alle altre attività finanziarie sulla base della composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano nell'anno di riferimento. I dati delle obbligazioni estere includono i titoli 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 incrementare nel 2012 il peso dei fondi flessibili (dal 31 per cento nel 2011 al 33 nel 2012) e del mercato azionario (dal 23 al 24,5 per cento). La quota del patrimonio riferibile ai fondi interni bilanciati ha mostrato una contrazione di due punti percentuali rispetto al 14 per cento nel 2011, mentre per i fondi obbligazionari il dato è passato dal 30 al 29 per cento. È proseguita, inoltre, la contrazione della quota del patrimonio riferibile ai fondi interni garantiti collegati alle polizze *unit linked* passata dal 17,5 al 15,5 per cento (Fig. 112).



**Fig. 112 Composizione del patrimonio gestito dei fondi collegati alle polizze *unit linked***



Fonte: elaborazioni su dati Ania.

Nel 2012 il numero di Sgr operative nel settore dei fondi immobiliari è rimasto pressoché stabile rispetto al 2011, sebbene sia cresciuto il numero di fondi operativi (passato da 323 nel 2011 a 343 nel 2012). Sia il patrimonio netto sia il totale attivo riferibile a tali fondi hanno mostrato, invece, un incremento moderato: l'indebitamento netto si è così ridotto dell'uno per cento. Il peso degli investimenti sia in immobili e diritti reali immobiliari sia in strumenti finanziari ha registrato un leggero incremento (Tav. 1).

**Tav. 1 Fondi immobiliari chiusi di diritto italiano<sup>1</sup>**  
(valori monetari in miliardi di euro)

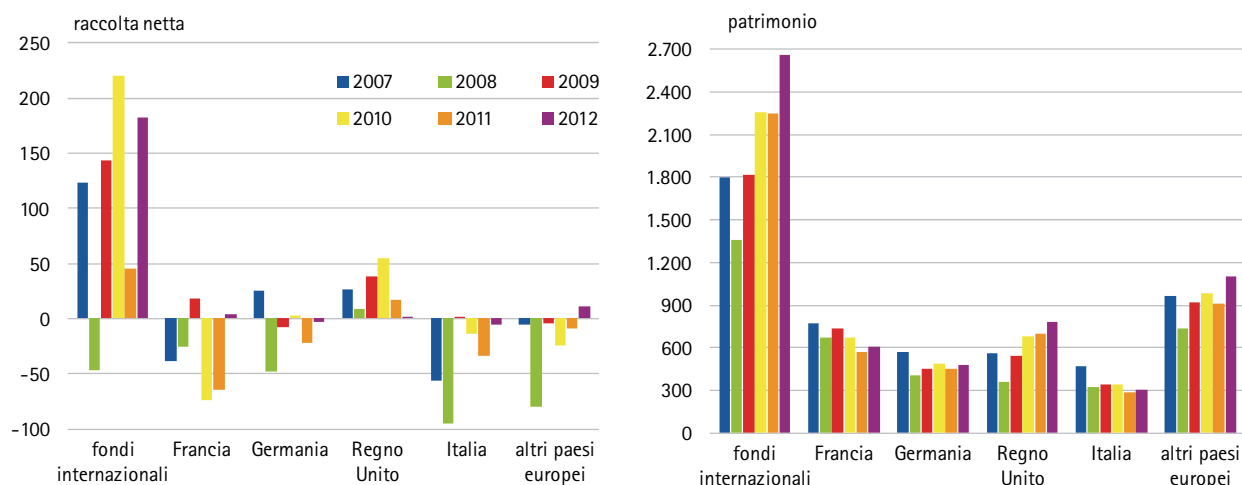
|      | numero di Sgr | numero fondi operativi | patrimoni o netto (A) | totale attivo (B) | indebitamento ((B-A)/B) % | composizione percentuale attività    |                      |                              |                |
|------|---------------|------------------------|-----------------------|-------------------|---------------------------|--------------------------------------|----------------------|------------------------------|----------------|
|      |               |                        |                       |                   |                           | 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              | 44,7                      | 86,2                                 | 5,2                  | 4,6                          | 4,0            |
| 2010 | 56            | 289                    | 28,5                  | 50,5              | 43,5                      | 87,1                                 | 4,9                  | 4,4                          | 3,6            |
| 2011 | 57            | 323                    | 31,4                  | 53,6              | 41,5                      | 87,7                                 | 4,0                  | 4,5                          | 3,8            |
| 2012 | 58            | 343                    | 31,9                  | 53,7              | 40,5                      | 88,1                                 | 4,5                  | 3,4                          | 4,0            |

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

In Italia il patrimonio dei fondi comuni si mantiene a livelli contenuti nel confronto europeo e la raccolta netta continua a collocarsi a valori negativi. Nel 2012, infatti, la raccolta netta dei fondi comuni in Europa è cresciuta sensibilmente ad eccezione di Italia e Germania dove si è registrato un deflusso per un ammontare di 5 e 3 miliardi di euro rispettivamente.

In particolare la raccolta dei fondi internazionali 'puri' (ovvero 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) è aumentata in modo significativo passando da 46 a 182 miliardi di euro. In Francia e Regno Unito si è registrato un afflusso di risorse al settore dei fondi comuni pari rispettivamente a 4 e 2 miliardi di euro (Fig. 113). In tutti i principali paesi europei si è, inoltre, osservato un incremento del patrimonio riferibile ai fondi comuni, significativo per i fondi internazionali 'puri', più contenuto per il Regno Unito e marginale per Francia, Germania e Italia.

**Fig. 113 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.

# Il quadro normativo comunitario VI

Nel corso del 2012 il quadro normativo europeo ha continuato a evolversi lungo gli indirizzi individuati dal G20 e promossi dal *Financial Stability Board* in risposta alla crisi finanziaria internazionale. Tali indirizzi continuano a guidare anche il processo di revisione delle direttive del *Financial Services Action Plan (FSAP)*, teso a colmare lacune e criticità evidenziate dall'esperienza applicativa o emerse a fronte delle dinamiche strutturali dei mercati.

Le iniziative regolamentari avviate dopo la crisi mirano a incidere sui fenomeni che possono avere impatto sistemico attraverso l'ampliamento del perimetro della regolamentazione, la rivisitazione delle norme prudenziali, il rafforzamento dei presidi di trasparenza, la ridefinizione della struttura degli incentivi degli intermediari. Il legislatore comunitario, inoltre, ha adottato un approccio di armonizzazione massima, particolarmente necessario in presenza di mercati dei capitali molto integrati e, quindi, esposti anche alle fragilità maturate in un ambito diverso da quello domestico. Per garantire una maggiore armonizzazione delle modalità di recepimento e di applicazione della disciplina comunitaria da parte dei paesi membri, molti dei processi normativi si sono avvalsi dello strumento giuridico del regolamento, direttamente applicabile negli ordinamenti nazionali.

## 1 L'Action Plan in materia di *corporate governance* e diritto delle società

A dicembre 2012 è stata pubblicata una comunicazione della Commissione europea recante il Piano d'azione sul diritto europeo delle società e sul governo societario. Nel documento vengono illustrate le iniziative da adottare nel prossimo biennio al fine di modernizzare il quadro giuridico in materia, perseguire condizioni di sostenibilità e competitività delle imprese europee e raggiungere gli obiettivi di crescita sollecitati dalla Strategia 'Europa 2020'.

Nella prospettiva di rendere la disciplina giuridica del diritto delle società e della *governance* societaria efficiente e al passo con l'evoluzione del contesto economico, la Commissione ha ritenuto essenziale proseguire il cammino intrapreso con l'ultima revisione globale del settore realizzata dal Piano d'azione del 2003 'Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il

governo societario dell'Unione Europea', a seguito del quale hanno trovato attuazione numerose misure ivi programmate. A giudizio della Commissione, infatti, le carenze rilevate nel governo societario degli istituti finanziari e il loro contributo alla crisi hanno reso indifferibile un intervento di riforma.

Nel 2011 la Commissione europea ha pubblicato il Libro verde in materia di governo societario, con il proposito di estendere alle società quotate in generale il dibattito sul rafforzamento delle regole sulla *governance* già avviato nel 2010, con riferimento agli enti finanziari destinatari anche delle norme sulle politiche di remunerazione proposte nel 2011 nell'ambito del cosiddetto pacchetto CRD IV.

La Commissione europea ha parimenti intrapreso un'approfondita riflessione sul futuro del diritto europeo delle società e condotto, nel 2012, un processo di consultazione a conclusione del quale è emersa l'esigenza di interventi anche in questo specifico ambito.

**Il Piano d'azione delinea tre principali aree di intervento in materia di trasparenza nei rapporti tra società e azionisti, impegno a lungo termine dei soci e semplificazione delle operazioni transfrontaliere delle imprese europee.**

In materia di trasparenza le azioni della Commissione europea perseguono, da un lato, il rafforzamento degli obblighi di informazione in merito alla politica sulla diversità nella composizione del *board* e sulla gestione dei rischi, dall'altro, un complessivo miglioramento del contenuto delle informazioni riportate nelle relazioni sul governo societario, con specifico riguardo alle motivazioni da includere in caso di mancata adesione ai codici di governo societario secondo il principio '*comply or explain*'. Il Piano si prefigge, altresì, una migliore identificazione degli azionisti da parte degli emittenti e incisive regole di trasparenza circa le politiche di voto e di impegno degli investitori istituzionali, nella prospettiva di promuovere un più proficuo dialogo con la società sulle questioni di *governance*.

In secondo luogo, il testo comunitario aspira a un più attivo coinvolgimento degli azionisti e a una maggiore partecipazione in tema di governo societario, prevedendo il loro intervento in materia di operazioni con parti correlate e di remunerazioni degli amministratori.

Inoltre la Commissione europea si è impegnata a collaborare con le autorità nazionali e con l'ESMA per elaborare orientamenti idonei a chiarire e delimitare la controversa nozione di azione di concerto, contenuta nella Direttiva Opa e nella Direttiva *Transparency*, da più parti avvertita come ostacolo a un'efficace azione coordinata tra i soci sulle questioni di *corporate governance*.

In materia di semplificazione e promozione delle operazioni transfrontaliere, al fine di favorire la libertà di stabilimento delle imprese, la Commissione ha prospettato nel Piano d'azione l'introduzione di chiare norme comunitarie in materia di fusioni e scissioni *cross-border*, ovvero l'avvio di una campagna d'informazione volta a promuovere la conoscenza dello statuto della società europea ed eventualmente della società cooperativa europea.

Le iniziative programmate nel Piano di azione si tradurranno in raccomandazioni, orientamenti ovvero in provvedimenti di natura legislativa. A tal proposito la Commissione ha preannunciato possibili modifiche alla vigente Direttiva 78/660/CEE sui conti annuali delle società, alla Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti e alla Direttiva 2005/56/CE sulle fusioni transfrontaliere.

L'ordinamento italiano è già in linea con molte delle previsioni contenute nel Piano. Il coinvolgimento dei soci nell'approvazione delle operazioni con parti correlate è previsto per le operazioni di maggiore rilevanza sulle quali gli amministratori indipendenti si sono espressi con un parere negativo. In materia di remunerazioni, è stato introdotto il voto consultivo dell'assemblea sulle politiche di remunerazione ed è stata ampiamente migliorata la trasparenza sulle politiche di remunerazione e sui compensi corrisposti, prevedendo la pubblicazione annuale di un'apposita relazione. Inoltre, la definizione di azione di concerto è stata di recente chiarita, al fine di rimuovere incertezze interpretative in grado di ostacolare l'attivismo delle minoranze. Con riguardo all'adozione di norme volte a favorire una migliore identificazione degli azionisti da parte degli emittenti, in occasione dell'implementazione della Direttiva *Shareholders rights*, è stata introdotta la possibilità per le società quotate di richiedere alla società di gestione accentrata la comunicazione dei nominativi degli azionisti che non abbiano espressamente richiesto l'anonimato. Qualora prevista, la società è tenuta a effettuare la richiesta anche su istanza di una minoranza qualificata di soci.

Aree di miglioramento emergono invece in relazione al livello di trasparenza sulla politica di *board diversity* e sull'adesione alle previsioni dell'autodisciplina.

Una migliore *disclosure* sugli aspetti della *governance* societaria più rilevanti è auspicabile in quanto permette al mercato una migliore valutazione delle società. Tra le informazioni sensibili rientra certamente quella relativa alla composizione dell'organo di amministrazione: una composizione eterogenea in termini di professionalità, nazionalità e sesso migliora la capacità dell'organo di svolgere in modo efficace le sue principali funzioni, quella di monitoraggio e di *advising* a favore del *management*. In Italia già il Codice di autodisciplina sottolinea l'importanza dell'eterogeneità dell'organo di amministrazione e lo stesso legislatore è di recente intervenuto con la legge 120/2011, che impone le cosiddette quote di genere nelle società quotate e in quelle a controllo pubblico.

Allo stesso modo, si condivide la necessità di migliorare la qualità delle informazioni riportate nelle relazioni sul governo societario, con specifico riguardo alle motivazioni da includere in caso di disapplicazione delle raccomandazioni contenute nei codici, secondo il metodo *'comply or explain'*, soprattutto in considerazione del fatto che la *market discipline* rappresenta lo strumento principale di *enforcement* del Codice di autodisciplina.

## 2 La riforma della Direttiva sulla revisione contabile

Nel novembre 2011, a conclusione di un dibattito sul ruolo dei revisori e sul funzionamento del mercato della revisione, la Commissione europea ha pubblicato una proposta di riforma articolata in una proposta di Direttiva, volta a modificare la Direttiva 2006/43/CE, contenente le norme generali sulla revisione, e una proposta di Regolamento, contenente numerose disposizioni speciali sulla revisione legale delle entità di interesse pubblico (che, nella nuova definizione riguarda, oltre emittenti, banche e assicurazioni, anche la revisione di diversi altri soggetti del settore finanziario).

Le proposte della Commissione europea sono essenzialmente tese a creare un mercato unico europeo della revisione legale attraverso norme che consentano di realizzare un 'passaporto europeo' per la prestazione dei servizi di revisione, contrastare la concentrazione del mercato della revisione, armonizzare le regole tecniche per lo svolgimento della revisione, rafforzare le regole volte a garantire l'indipendenza dei revisori e delle società di revisione, rafforzare l'indipendenza e i poteri delle autorità di vigilanza sui revisori e realizzare una maggiore integrazione di dette autorità a livello europeo, al fine di rispondere in maniera più efficace alle problematiche poste dai grandi *network* della revisione attivi a livello europeo e internazionale.

All'inizio del 2012 è stato avviato in sede europea il negoziato per la discussione delle proposte. Tra i temi più dibattuti si segnalano anzitutto la scelta dello strumento legislativo (direttiva o regolamento), che comporta una diversa incisività delle nuove norme europee a livello nazionale, nonché la definizione dell'ambito di applicazione della disciplina speciale, ossia del perimetro delle entità di interesse pubblico. Altri temi oggetto di confronto attengono alle regole che, in materia di proprietà e controllo, consentirebbero l'apertura del capitale delle società di revisione anche a soggetti non abilitati e le norme sul rafforzamento dell'indipendenza e dei poteri delle autorità di vigilanza, che contemplerebbero anche il divieto di delega delle funzioni di controllo ad altri organismi.

Per quanto riguarda la proposta di Regolamento tra le disposizioni oggetto di intenso dibattito si annoverano quelle in materia di indipendenza del revisore.

Particolare attenzione è stata accordata alle norme tese a disciplinare i possibili conflitti di interessi derivanti dalla prestazione nei confronti dei clienti sottoposti a revisione di servizi diversi dalla revisione stessa. Altri temi aperti riguardano l'introduzione dell'obbligo di rotazione obbligatoria della società di revisione, dopo un certo numero di anni, la struttura e il contenuto della relazione di revisione (*auditor report*), il ruolo e i compiti degli *audit committees*, la cooperazione delle autorità di vigilanza nazionali in ambito comunitario e il regime sanzionatorio.

### 3 La Direttiva Prospetto: misure attuative

Nel corso del 2012 sono stati approvati e sono entrati in vigore due Regolamenti Delegati (UE), attuativi della Direttiva 2003/71/CE (Direttiva Prospetto), ossia il Regolamento 486/2012 e il Regolamento 862/2012. Tali Regolamenti, direttamente applicabili negli Stati membri, sono entrati in vigore rispettivamente il 1° luglio 2012 e il 22 settembre 2012.

Più precisamente il Regolamento 486/2012 modifica il Regolamento 809/2004 per quanto riguarda gli obblighi di informativa, nonché il formato e il contenuto di prospetto, prospetto di base, nota di sintesi e condizioni definitive. Il Regolamento 862/2012 modifica il Regolamento 809/2004 per quanto riguarda le informazioni sul consenso a usare il prospetto, le informazioni sugli indici sottostanti e l'obbligo di presentare una relazione redatta da contabili o revisori indipendenti.

In particolare, il Regolamento 486/2012 ha introdotto uno schema di nota di sintesi (*summary*), individuando le cosiddette 'informazioni chiave' (*key information*) che devono essere inserite e le modalità di rappresentazione, al fine di agevolare gli investitori nella comparazione di offerte di strumenti finanziari omogenei.

A questa finalità rispondono anche due ulteriori previsioni del Regolamento che individuano, rispettivamente, criteri puntuali per la ripartizione, fra prospetto di base e condizioni definitive (*final terms*), degli elementi informativi prescritti negli schemi e moduli di nota informativa di cui al Regolamento 809/2004 e prevedono un elenco tassativo di informazioni supplementari che, su base volontaria, gli emittenti possono inserire nelle condizioni definitive. Tali disposizioni consentono di superare i limiti della disciplina previgente che, fornendo solo indicazioni di massima circa gli elementi informativi che potevano figurare nei *final terms*, aveva consentito l'affermazione di prassi eterogenee rispetto alla distribuzione delle informazioni tra prospetto di base e condizioni definitive e all'inserimento in queste ultime di informazioni aggiuntive rispetto a quelle prescritte dalla normativa di riferimento.

Il Regolamento ha infine previsto un 'regime d'informativa proporzionato' per le emissioni di diritti di opzione, per le offerte/quotazioni di titoli emessi da piccole e medie imprese e da società con ridotta capitalizzazione e per le 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.

La complessità e articolazione delle innovazioni introdotte dal Regolamento Delegato 486/2012 hanno avuto un rilevante impatto sulle modalità di redazione della documentazione d'offerta degli strumenti

finanziari comunitari. Al fine di richiamare gli operatori su alcuni dei profili maggiormente innovativi introdotti da tale Regolamento, la Consob ha fornito alcune prime istruzioni operative tramite la comunicazione 12054742 del 29 giugno 2012.

Il Regolamento 862/2012 ha dettato disposizioni relative alle modalità di rilascio del consenso dell'emittente per l'utilizzo del prospetto inizialmente pubblicato, in caso di rivendita successiva da parte di intermediari finanziari di strumenti finanziari originariamente offerti al pubblico dall'emittente stesso (cosiddetto *retail cascade*).

Il Regolamento, inoltre, ha ampliato gli obblighi informativi previsti per il caso in cui strumenti finanziari strutturati presentino come sottostante indici; in particolare, è stata prevista un'equiparazione, sotto il profilo degli obblighi di *disclosure*, fra gli indici composti dall'emittente e quelli composti da altre entità appartenenti al medesimo gruppo dell'emittente.

Nel corso del 2012, infine, l'ESMA ha avviato, in esecuzione del potere conferito dall'art. 16, par. 3, della Direttiva Prospetto (così come modificata dalle Direttive 2010/73/UE e 2010/78/UE) i lavori per la predisposizione di un progetto di norme tecniche di regolamentazione (*Regulatory technical standards* o RTS) per specificare le situazioni in cui un fatto nuovo significativo, errore materiale o imprecisione relativa alle informazioni contenute nel prospetto richiedono la pubblicazione di un supplemento al prospetto. Il documento sarà posto in consultazione nel corso del 2013; l'ESMA dovrà sottoporre il progetto di RTS alla Commissione europea entro il 1° gennaio 2014.

## 4 La proposta di regolamento in materia di prodotti di investimento

In data 3 luglio 2012 la Commissione europea ha pubblicato una proposta per un Regolamento in materia di informazioni chiave (KID) sui prodotti di investimento.

Tale iniziativa, che si inserisce nel solco di lavori avviati già nel 2009 con riferimento ai prodotti di investimento al dettaglio *pre-assemblati* (cosiddetti *'packaged retail investment product'* o *'PRIPs'*), è finalizzata a rafforzare il livello di tutela degli investitori al dettaglio, intervenendo sul regime di trasparenza attuale che, anche a causa della frammentazione della disciplina europea e nazionale, rende difficoltoso il raffronto fra distinti prodotti di investimento.

Il Regolamento, nella proposta formulata dalla Commissione, è destinato a essere applicato agli *'investment products'*, intesi in senso ampio come prodotti di investimento (quali polizze *unit-linked*, fondi comuni di investimento, prodotti strutturati e prodotti di previdenza complementare) in relazione ai quali, indipendentemente dalla forma giuridica, la somma dovuta



all'investitore a titolo di rimborso del capitale e/o di rendimento è esposta alla fluttuazione di valori di riferimento ovvero della *performance* di uno o più *asset* che non sono direttamente acquistati dall'investitore.

Per superare gli ostacoli derivanti dalla frammentazione legislativa esistente sotto il profilo della trasparenza, la proposta intende introdurre alcune regole uniformi in materia di trasparenza e obblighi di informazione a carico dell'intermediario.

In particolare, è previsto il formato e il contenuto del *key information document* (KID), che deve essere redatto dal produttore dello strumento; è inoltre prevista la consegna obbligatoria del documento agli investitori *retail* a cura dell'intermediario distributore o del produttore, ove quest'ultimo distribuisca direttamente il prodotto di investimento. È stata inoltre proposta una specifica responsabilità derivante dalla redazione del KID, con una disciplina dell'onere della prova, in caso di controversie, tesa ad agevolare l'investitore *retail*.

La proposta in esame si ispira, sotto molti profili, alle innovazioni introdotte dalla Direttiva UCITS IV e dalle relative misure di implementazione con riguardo al '*key investor information document*' (KIID). Del resto, anche gli Oicr armonizzati (oggetto della Direttiva richiamata) ricadranno, sulla base della proposta formulata, nel perimetro applicativo del Regolamento in esame, sebbene a favore dei medesimi si intenda prevedere una disciplina transitoria (che esenti le società di gestione del risparmio e le Sicav operanti sotto il regime UCITS dall'applicazione del Regolamento per cinque anni dalla sua entrata in vigore).

Nel settembre 2012 è stato avviato il negoziato presso il Consiglio dell'Unione Europea. I punti che appaiono oggetto di maggiore discussione attengono all'ambito di applicazione del regolamento (con particolare riguardo all'esclusione o meno dei fondi pensione e a una più precisa individuazione dei prodotti assicurativi soggetti alla disciplina in esame), ai destinatari degli obblighi (includendovi non solo il produttore dello strumento e l'intermediario distributore, ma anche il consulente), al contenuto del KID e al relativo regime di responsabilità.

## 5 La revisione della Direttiva MiFID

Le proposte di revisione della disciplina MiFID (contenute in una nuova direttiva e un regolamento), pubblicate dalla Commissione europea nell'ottobre 2011, risultano attualmente all'esame del Consiglio dell'Unione Europea e del Parlamento europeo.

Nell'area dell'*investor protection* (area intermediari), i testi di compromesso diffusi sinora nell'ambito del negoziato in corso presentano sostanziali punti di convergenza in ordine a taluni rilevanti profili.

Le soluzioni tratteggiate confermano la necessità, più volte ribadita anche dalla Consob, di un diretto coinvolgimento degli organi di vertice

dell'intermediario nella definizione delle principali leve gestionali. In tal modo si potrebbe assicurare la compatibilità degli indirizzi strategici e commerciali adottati, in termini di prodotti e servizi offerti, con le caratteristiche dei potenziali investitori e, quindi, con il rispetto degli obblighi di correttezza e trasparenza dei comportamenti.

Nella medesima prospettiva si pone l'indicato rafforzamento delle prescrizioni in tema di politiche di remunerazione del personale addetto alla prestazione dei servizi di investimento, le quali dovrebbero essere definite dall'alta dirigenza dell'intermediario in modo tale da contenere le possibili situazioni di conflitto di interessi nella relazione 'di servizio' con la clientela.

Viene, inoltre, prevista l'applicazione degli obblighi di condotta disegnati dalla MiFID anche alla distribuzione da parte di imprese di investimento e intermediari bancari di strumenti finanziari di propria emissione. Parimenti viene riaffermata, nella cornice dei lavori comunitari avviati in materia di prodotti di investimento, l'estensione del set di regole che ispira la prestazione dei servizi di investimento ai 'depositi strutturati'.

Gli interventi normativi suggeriti incidono, inoltre, sul perimetro della riserva di attività, confermando la qualificazione dell'attività di gestione di *organised trading facility* (Otf) quale servizio/attività di investimento sottoposto ad apposita autorizzazione.

Relativamente al servizio di consulenza in materia di investimenti, viene ribadita la prospettata tipizzazione normativa che, all'interno del *genus* consulenza, distingue la *species* 'consulenza indipendente', con conseguente sottoposizione della stessa a una disciplina speciale.

Nelle proposte di modifica tratteggiate per la consulenza indipendente si dovrebbe prevedere, da un lato, l'obbligo per l'intermediario di fondare l'attività di consulenza avuto riguardo a un numero sufficientemente ampio (sia per tipologia sia per emittente) di strumenti finanziari disponibili sul mercato, dall'altro il divieto di accettare pagamenti o incentivi corrisposti da soggetti diversi dal cliente.

In materia di *'product intervention'* viene riconosciuta la possibilità per le autorità di vigilanza nazionali di proibire la diffusione di strumenti finanziari che possano pregiudicare la protezione degli investitori, l'ordinato funzionamento del mercato o la stabilità, in tutto o in parte, del sistema finanziario di uno o più paesi dell'Unione Europea. La Commissione europea potrà, peraltro, essere chiamata a emanare indicazioni di dettaglio sui fattori e sui criteri da tenersi in considerazione ai fini della corretta applicazione dei menzionati poteri.

Anche con riferimento alla disciplina dei mercati le innovazioni allo studio risultano significative e, rispetto ad alcuni temi, allineate alla regolamentazione adottata dalla Consob in ambito domestico.

In particolare la proposta in materia di trasparenza per i mercati *non equity* è coerente con l'approccio adottato dall'Istituto per gli strumenti non azionari ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati italiani.

La MiFID non contiene attualmente una disciplina del regime di trasparenza su strumenti *non equity* ma lascia la possibilità ai singoli Stati membri di decidere autonomamente se e come applicare i requisiti di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione anche a tali strumenti. La Consob, come noto, ha esercitato tale opzione e in Italia oggi vige un regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione per le *trading venues* (mercati regolamentati, MTF e internalizzatori sistematici) e *post*-negoziazione per le imprese di investimento su strumenti *non equity* ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati italiani.

L'introduzione di un regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione per le negoziazioni di strumenti *non equity* viene ritenuta necessaria anche alla luce dell'opacità che contraddistingue tali negoziazioni, prevalentemente *over the counter* (Otc). La disciplina proposta differenzia i requisiti di trasparenza a seconda che gli scambi avvengano nei mercati regolamentati, Mtf e Otf ovvero Otc (ivi inclusi gli internalizzatori sistematici).

Un altro tema aperto riguarda il consolidamento delle informazioni sulle negoziazioni, che il legislatore della MiFID, come noto, ha rimesso all'iniziativa degli operatori di mercato, raccomandando agli Stati membri di intervenire solo al fine di eliminare eventuali ostacoli. Alla luce dell'insoddisfacente esperienza applicativa, tuttavia, la proposta di revisione prevede sia l'introduzione di un obbligo di pubblicazione delle informazioni sulle negoziazioni attraverso canali approvati dalle rispettive autorità competenti (*Authorised Publication Arrangement*), sia la realizzazione di un sistema integrato di raccolta delle informazioni (*Consolidated Tape Provider*), rispondente a una serie di requisiti dettagliatamente indicati.

Importanti novità si registrano anche rispetto al regime di *transaction reporting*. La proposta di revisione, infatti, amplia il novero delle informazioni a disposizione delle autorità di vigilanza rispetto alla tipologia di strumenti finanziari e *trading venues* che ricadrebbero nell'ambito di applicazione della disciplina, nonché rispetto alle informazioni che dovrebbero essere trasmesse alle autorità; ulteriori disposizioni riguardano i canali utilizzabili per l'adempimento dell'obbligo.

La revisione della MiFID riguarda anche l'assetto delle *trading venues*. Al fine di garantire il *level playing field* si propone, infatti, l'introduzione di una nuova piattaforma denominata *organised trading facility*.

Gli Otf dovrebbero comprendere tutti i sistemi, diversi da un mercato regolamentato e da un Mtf, gestiti da imprese di investimento o da società di gestione di mercati regolamentati, nei quali si incontrano molteplici interessi di terzi di acquisto e vendita, e che si connotano per una serie di elementi distintivi (ad esempio l'adozione di un approccio discrezionale nella definizione delle regole di esecuzione

delle transazioni). Agli Otf troverebbero sostanziale applicazione le disposizioni previste per i mercati regolamentati e gli Mtf.

Infine, a fronte del crescente sviluppo di sistemi di negoziazione altamente automatizzati la proposta di revisione della MiFID, in linea di continuità con quanto già previsto dagli Orientamenti ESMA sul tema, disciplina l'*high frequency trading* nonché i sistemi e i controlli che le imprese di investimento e le *trading venues* devono implementare per assicurare l'ordinato ed equo svolgimento delle negoziazioni e prevenire possibili abusi di mercato (Riquadro 8).

La proposta di revisione prevede le definizioni di *trading* algoritmico e di strategia di negoziazione ad alta frequenza, elementi di fondamentale importanza e di difficile qualificazione. I soggetti che attuano strategie di negoziazione ad alta frequenza e che accedono ai mercati regolamentati e Mtf dovrebbero acquisire, inoltre, lo status di imprese di investimento. Infine viene prospettata la disciplina di taluni elementi microstrutturali di particolare rilevanza, quali la fissazione di *tick size* minimi, *order-to-trade ratio* massimi, adeguati meccanismi per la gestione della volatilità, *co-location* e *fee structure*.

## 6 La revisione della Direttiva sugli abusi di mercato

Nel corso del 2012 sono proseguiti i lavori di revisione dell'attuale disciplina in materia di abusi di mercato (Direttiva 2003/6/CE - MAD) che la Commissione europea ha proposto di sostituire con un Regolamento (MAR), immediatamente applicabile negli Stati membri e relativo alle fattispecie sanzionate in via amministrativa, e una specifica Direttiva (MAD2) relativa alle fattispecie sanzionate in via penale.

La Commissione europea ha motivato l'opportunità di rivedere la MAD con l'esigenza di tener conto delle nuove piattaforme di negoziazione e semplificare gli obblighi per le piccole e medie imprese. È altresì di rilievo l'esigenza di armonizzare i sistemi sanzionatori nazionali che attualmente sono eterogenei sia sul piano della preferenza accordata, talvolta in via esclusiva, alle sanzioni penali, sia sul piano della effettività delle sanzioni amministrative eventualmente adottate.

Il Parlamento europeo ha approvato una serie di emendamenti alla proposta della Commissione europea nell'ottobre 2012; successivamente il Consiglio dell'Unione Europea ha approvato dei testi di compromesso nel dicembre 2012.

La Presidenza Irlandese ha avviato, all'inizio del 2013, la fase di confronto fra le istituzioni (cosiddetto trilatero).

## Riquadro 8

### I rischi dell'*high frequency trading*

Negli ultimi anni l'innovazione finanziaria e, più in generale, il progresso tecnologico hanno favorito la diffusione del cosiddetto *high frequency trading* (HFT), ossia una modalità operativa basata sull'impiego di algoritmi che consentono di acquisire, elaborare e reagire alle informazioni di mercato con una velocità elevata. Nei principali paesi europei la quota di scambi riconducibili a operatori identificati come *high frequency traders* (HFTr) è cresciuta costantemente negli ultimi anni e attualmente oscilla tra circa il 10 e il 40 per cento a seconda dei paesi.

La crescente diffusione del fenomeno sui mercati ha dato notevole impulso al dibattito non solo tra le autorità di vigilanza ma anche a livello accademico. La letteratura economica, pur in assenza di risultati univoci, ha individuato la possibilità che l'HFT amplifichi l'impatto sistemico di *shock* e influisca negativamente sull'integrità e sulla qualità del mercato (efficienza informativa dei prezzi, volatilità e liquidità).

In particolare, la crescente diffusione dell'HFT sui mercati finanziari potrebbe compromettere il corretto processo di formazione dei prezzi, allontanandoli dai fondamentali economici sottostanti e riducendone, pertanto, il valore segnaletico. Il grado di partecipazione degli HFT alle negoziazioni, inoltre, incide sulla volatilità degli strumenti finanziari coinvolti, con il rischio di amplificare eventuali movimenti anomali dei prezzi. Quanto all'impatto sulla liquidità, sebbene diversi studi mostrino l'effetto positivo dell'HFT sui mercati, l'esperienza operativa evidenzia, invece, che in condizioni di particolare turbolenza gli HFTr possono determinare un assorbimento di liquidità. Nella prassi operativa ci si riferisce alla liquidità offerta dagli HFTr con l'espressione di '*ghost liquidity*' per indicare una liquidità solo 'apparente' poiché tende a scomparire in brevissimo tempo, spesso in condizioni di mercato particolarmente turbolente. Un'ulteriore criticità connessa alla diffusione dell'HFT deriva dalla possibilità che lo stesso incida sull'equo accesso al mercato poiché l'adozione di modalità *low latency*, implicando una notevole quantità di investimenti in infrastrutture tecnologiche, informatiche e, soprattutto, in capitale umano, non risulta accessibile a tutti. L'esistenza di condizioni operative molto diverse sul mercato potrebbe determinare una perdita di fiducia degli investitori e introdurre incentivi, per quelli più informati, a dirottare le proprie operazioni su piattaforme meno trasparenti, con evidenti implicazioni sull'efficienza del processo di formazione dei prezzi. Infine, uno dei temi più rilevanti legato alla diffusione dell'HFT riguarda il rischio che attraverso tale pratica si possano mettere in atto strategie potenzialmente manipolative dei prezzi, sfruttando la maggiore velocità operativa e l'elevata complessità degli algoritmi utilizzati, che rendono spesso difficoltoso l'accertamento di volontà manipolative del mercato da parte degli HFTr.

Le principali modifiche richieste dal Consiglio dell'Unione Europea concernono: la pubblicazione da parte dell'ESMA dell'elenco di tutti gli strumenti finanziari quotati o quotandi nelle varie *trading venues*, così da consentire agli investitori un rapido riscontro sull'ambito di applicazione della disciplina; l'estensione del divieto di manipolazione del mercato ai *benchmarks*; l'abolizione, con riferimento alla nozione di informazione privilegiata, della proposta di estendere il divieto di abuso alle cosiddette 'informazioni rilevanti', che si caratterizzano per un minor grado di precisione e di materialità e che, secondo il Consiglio, renderebbero troppo incerti i confini delle condotte vietate; l'introduzione di un ampio gruppo di situazioni considerate legittime, alcune delle quali sono attualmente indicate nei *considerando* della MAD, relative alla fattispecie di abuso di informazioni privilegiate; l'introduzione di una dettagliata disciplina del '*market soundings*', cioè dell'attività degli intermediari incaricati di sondare le disponibilità della clientela circa possibili offerte dell'emittente o di altri azionisti sul mercato primario o secondario (*private placement, accelerated book-building*), così da circoscrivere la trasmissione incontrollata di informazioni privilegiate; l'introduzione di alcune disposizioni conformi a una recente sentenza della Corte di Giustizia europea che ha stabilito una presunzione semplice (con possibilità di prova contraria) di responsabilità in capo a coloro che, in possesso di informazioni privilegiate quali 'insider primari', effettuino compravendite sul mercato aventi ad oggetto gli strumenti finanziari interessati; riguardo alla fattispecie di manipolazione del mercato, l'opportuna reintroduzione, quali difese, delle prassi di mercato ammesse e dei motivi legittimi, nonché l'introduzione di alcune precisazioni esemplificative sulla nuova fattispecie di tentativo di manipolazione.

La disciplina comunitaria attuale, come noto, fa riferimento a una sola nozione di informazione per individuare sia gli abusi sia gli obblighi informativi in capo agli emittenti. La proposta di revisione della MAD presentata dalla Commissione europea nel 2011, invece, adottava l'approccio britannico secondo il quale l'informazione privilegiata rileva per gli obblighi informativi degli emittenti e le informazioni rilevanti, connotate da un minor grado di precisione e materialità, ai fini dell'abuso. In sede di valutazione della disciplina MAR, il Consiglio dell'Unione Europea ha chiesto l'abolizione di questa proposta, poiché essa avrebbe reso troppo incerti i confini delle condotte vietate. Tale richiesta riflette l'approccio adottato in ambito domestico, sin dal 1989, e, se accolta, eviterebbe una complessa rimodulazione della nozione di informazione privilegiata. Tuttavia, abbandonando la nozione di informazione rilevante ai fini degli obblighi di pubblicazione da parte degli emittenti, la richiesta del Consiglio non supera le criticità legate all'adozione della medesima definizione utile per l'individuazione del divieto di abuso.

Tra gli emendamenti proposti dal Parlamento europeo si segnalano: l'estensione dell'esenzione dalla disciplina non soltanto agli acquisti di azioni proprie che presentano determinate finalità ma anche agli acquisti di altri

strumenti finanziari; l'introduzione di misure preventive, tra le quali procedure interne finalizzate al monitoraggio e alla mitigazione dei conflitti di interessi, per quelle istituzioni pubbliche che sono esentate dalla disciplina; la reintroduzione della disciplina sulle prassi di mercato ammesse; l'introduzione del divieto di manipolazione dei *benchmark*; l'eliminazione dalle definizioni di manipolazione del mercato di tipo operativo di quei, piuttosto generici, 'comportamenti' che non prevedono il conferimento di ordini; la possibilità per le *trading venues* di servirsi delle commissioni per disincentivare i soggetti che utilizzano in modo più intenso strategie di HFT, come segnalato ad esempio dagli *order-to-trade ratios*; l'introduzione di finestre (*trading window*) per l'operatività dei *manager* sulle azioni dell'emittente (*internal dealing*); una disciplina che consenta alle autorità competenti, anche estere, o a soggetti da queste delegati di monitorare il *book* di negoziazione di strumenti finanziari quotati su più mercati tramite l'acquisizione in via continuativa di dettagliate informazioni sugli ordini (*cross-market order-book surveillance*).

La facoltà di adottare sanzioni penali in luogo di quelle amministrative che il Consiglio dell'Unione Europea intende accordare agli Stati membri individua un profilo di particolare criticità anche perché si pone in conflitto con uno dei principali obiettivi della proposta di revisione della disciplina. Viceversa, l'adeguamento dei massimi edittali in funzione del tipo di violazione e tra persone fisiche e giuridiche risulta in linea con l'obiettivo di armonizzazione dei regimi sanzionatori nazionali.

Riguardo alla MAD2, il Consiglio dell'Unione Europea propone di individuare la distinzione tra fattispecie penali e amministrative nel mero profilo soggettivo della condotta, doloso piuttosto che colposo, così abbandonando la possibilità di disegnare un sistema più efficiente, ad esempio basato sul rilievo degli effetti economici della condotta o quale quello, adottato dal Tuf, che distingue anche in funzione della gravità della fattispecie.

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

Il 4 luglio 2012 è stato adottato il Regolamento 648/2012 sugli strumenti derivati Otc, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (Regolamento EMIR).

Il Regolamento EMIR introduce un obbligo di comunicazione di tutti i contratti derivati conclusi, anche non Otc, a repertori di dati sulle negoziazioni (*trade repositories*), cioè centrali di dati soggette a registrazione e vigilanza da parte dell'ESMA, che sono tenute a pubblicare le posizioni aggregate per classi di derivati.

Tale obbligo ha l'obiettivo di accrescere la trasparenza del mercato dei derivati, la cui opacità ha impedito alle autorità di conoscere l'esposizione degli

intermediari e, conseguentemente, di avere un quadro completo sulla distribuzione dei rischi all'interno del sistema finanziario.

Al fine di arginare le conseguenze sistemiche di un possibile contagio dovuto all'insolvenza di un operatore in derivati Otc che non attenui sufficientemente il rischio di credito di controparte, il Regolamento EMIR introduce, inoltre, un obbligo di compensazione e garanzia (*clearing*) per tutti i contratti derivati Otc che presentino determinate caratteristiche in termini di standardizzazione e liquidità. L'obbligo di *clearing* prevede il ricorso a una controparte centrale, europea o estera, autorizzata o riconosciuta ai sensi della disciplina dettata da EMIR con riferimento anche a requisiti prudenziali, misure organizzative e di *governance*.

Sono soggette all'obbligo di *clearing* imprese finanziarie e non finanziarie. Limitatamente a queste ultime, tuttavia, l'obbligo si applica 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. È prevista un'esenzione per le operazioni qualificate come infragruppo. Sono dettate, inoltre, misure alternative di mitigazione del rischio per i contratti Otc non soggetti a *clearing*.

Perché il Regolamento EMIR, formalmente entrato in vigore nel mese di agosto, possa essere effettivamente applicato, è necessario che siano approvati (e vigenti) taluni standard tecnici di regolazione e di implementazione che non hanno ancora trovato completa definizione.

Dal 1° novembre 2012 trova applicazione il Regolamento 236/2012 (Regolamento *Short selling*) relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (*credit default swap*).

Il Regolamento *Short selling* introduce un obbligo di notifica nei confronti delle autorità competenti (*reporting*), funzionale a consentire l'individuazione delle posizioni che potrebbero avere un impatto sulla stabilità dei mercati, e un obbligo di trasparenza nei confronti del mercato (*disclosure*).

In particolare, l'obbligo di notifica concerne le 'posizioni nette corte' (ossia le posizioni corte, al netto delle posizioni lunghe, incluse quelle assunte attraverso strumenti finanziari derivati) su azioni e titoli di Stato al raggiungimento di determinate soglie. Tali soglie, fissate dalla normativa europea, sono pari, per le azioni, allo 0,2 per cento del capitale sociale e, per i titoli di Stato, a una percentuale del debito emesso; per i principali Paesi europei tale valore è pari allo 0,5 per cento del debito emesso.

Gli obblighi di *disclosure* si riferiscono esclusivamente alle posizioni nette corte su azioni e diventano applicabili al raggiungimento della soglia dello 0,5 per cento del capitale sociale.



Il Regolamento *Short selling* prevede altresì restrizioni relative alle vendite allo scoperto. Per quanto concerne le azioni e i titoli di Stato sono consentite solo le vendite allo scoperto 'con provvista di titoli garantita' o in cui il venditore abbia preso accordi per assicurarsi la disponibilità dei titoli prima della vendita (cosiddette vendite allo scoperto *covered*). Con riferimento, invece, ai Cds su emittenti sovrani il Regolamento vieta l'assunzione di posizioni non di copertura, come definite nella normativa comunitaria di secondo livello.

In presenza di una minaccia seria alla stabilità finanziaria o alla fiducia del 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.

È prevista una deroga alle previsioni del Regolamento *Short selling* per i soggetti che svolgono attività di *market maker* o *primary dealer*. Sul punto, l'ESMA ha pubblicato il 1° febbraio 2013 delle linee guida inerenti il regime delle esenzioni.

## 8 La proposta di regolamento sui depositari centrali

Il 7 marzo 2012 la Commissione europea ha presentato una proposta di regolamento relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione Europea e ai depositari centrali di titoli così completando il quadro delle iniziative comunitarie in materia di infrastrutture di mercato.

La proposta riconosce l'importanza sistemica per il funzionamento dei mercati dei sistemi di regolamento (*settlement*) dei titoli e il ruolo chiave da essi svolto anche nei processi di collateralizzazione in relazione a operazioni di politica monetaria.

L'obiettivo è armonizzare l'intervallo di regolamento delle transazioni di mercato e determinati aspetti della cosiddetta *settlement discipline*, dettando altresì requisiti uniformi a carico dei depositari centrali (*central securities depository - CSD*) che gestiscono sistemi di regolamento titoli.

Si prevede, in particolare, un obbligo di registrazione in forma elettronica per le categorie più importanti di valori mobiliari destinati alle negoziazioni, un'armonizzazione dell'intervallo di regolamento, l'applicazione di penalità a carico dei partecipanti in *fail* e l'assoggettamento degli stessi a misure di *buy-in*. Vengono, inoltre, dettati requisiti uniformi per i CSD in materia di autorizzazione, vigilanza, organizzazione, gestione dei rischi. Si introduce una disciplina specifica relativa ai collegamenti tra CSD e al diritto di accesso tra emittenti e CSD, tra CSD, e tra CSD e altre infrastrutture di mercato.

Si prevede, altresì, che un CSD non possa prestare servizi accessori di tipo bancario, se non in virtù di una deroga concessa dalla Commissione europea e debba essere autorizzato a designare uno o più enti creditizi ove voglia offrire servizi di regolamento in moneta di banca commerciale.

## 9 Il Regolamento sulle agenzie di rating

Nel corso del 2012 è proseguita la revisione del Regolamento 1060/2009 in materia di agenzie di rating (il Regolamento CRAs); la nuova disciplina è stata approvata dal Parlamento europeo nel gennaio 2013.

Le modifiche al Regolamento CRAs hanno riguardato alcuni aspetti di notevole rilievo relativi alla riduzione dell'eccessivo affidamento (*over-reliance*) sui giudizi di rating, le misure in materia di rating sul debito sovrano, i conflitti di interesse legati all'azionariato delle agenzie, l'introduzione di un regime di responsabilità civile, la concorrenza sul mercato, la vigilanza sulle metodologie di rating.

In materia di riduzione dell'eccessivo affidamento sui giudizi di rating viene introdotto il divieto generale, per le istituzioni finanziarie, di basarsi esclusivamente o automaticamente sui rating esterni per la valutazione del merito di credito degli investimenti posti in essere. Viene altresì introdotto l'obbligo, per le stesse, di svolgere anche proprie valutazioni del rischio di credito, e si attribuisce alle competenti autorità di vigilanza il compito di monitorare l'adeguatezza dei processi di valutazione adottati e, ove opportuno, incoraggiare l'attenuazione dei riferimenti ai rating, al fine di ridurre l'affidamento esclusivo o meccanicistico agli stessi.

Inoltre, nell'ambito delle misure finalizzate a ridurre l'*over-reliance*, sono state introdotte alcune modifiche anche alle Direttive in materia di enti pensionistici aziendali o professionali, di organismi di investimento collettivi (UCITS) e di gestori di fondi di investimento alternativi (AIFM).

Vengono anche previsti divieti di far riferimento ai rating nelle clausole contrattuali sottoscritte dalle istituzioni finanziarie e da investitori istituzionali, ove, anche in questo caso, tali clausole possano determinare un affidamento esclusivo o meccanicistico agli stessi rating, nonché un potere di monitoraggio sull'utilizzo di tali clausole attribuito alle competenti autorità di vigilanza settoriali. Infine, viene prevista la progressiva eliminazione dei riferimenti ai rating contenuti: (i) sia all'interno delle varie normative comunitarie, con l'obiettivo di rimuovere tutti i riferimenti ai rating entro il 1° gennaio 2020, purché vengano identificati e applicati indicatori alternativi adeguati per pervenire alla valutazione del merito di credito; (ii) sia all'interno di tutte le misure (regolamenti, indirizzi, linee guida) promananti dalle *European Supervisory Authorities (ESAs)*, nonché dallo *European Systemic Risk Board (ESRB)*, entro la fine del 2013, onde evitare che le autorità competenti o i mercati finanziari si affidino meccanicamente ai rating.

Con riferimento alle misure relative ai rating sul debito sovrano, viene introdotta: la previsione di un calendario annuale, sulla base del quale le agenzie di rating devono comunicare, alla fine di ogni anno, una serie di date, nel corso dell'anno successivo, in cui i rating o gli *outlook*, salvo eccezioni motivate, dovranno essere emessi, nonché l'obbligo di pubblicare tali rating il venerdì e a mercati chiusi; il divieto di prevedere annunci di revisioni del rating di tipo 'collettivo', cioè riferite a vari paesi, se esse non sono accompagnate dai relativi report individuali; il divieto di inserire, all'interno dei giudizi di rating, raccomandazioni o prescrizioni di politica economica rivolte agli Stati membri; la previsione che le comunicazioni pubbliche relative a potenziali cambiamenti del rating, qualora inserite in documenti diversi dai report di rating o di rating *outlook*, non possono essere basate su informazioni private provenienti dalla sfera dell'entità oggetto di rating, se non con il consenso della stessa; la previsione che ogni rating o rating *outlook* debba essere accompagnato da un rapporto dettagliato che ne spieghi le assunzioni, i parametri, i fattori di incertezza e gli altri elementi presi in considerazione.

**Il nuovo testo di Regolamento introduce inoltre una serie di divieti e di misure di trasparenza con riferimento all'ambito dei possibili conflitti di interessi legati alla struttura dell'azionariato delle agenzie di rating.**

In particolare, vengono introdotte: (i) una soglia del 5 per cento, riferita al divieto di detenere partecipazioni nel capitale di più di un'agenzia di rating o delle società che controllano tali agenzie; (ii) una soglia del 10 per cento del capitale di un'agenzia di rating, o delle società che la controllano, riferita a ulteriori divieti, in particolare a quello di emettere rating qualora un soggetto che detenga almeno il 10 per cento del capitale o dei diritti di voto dell'agenzia possieda almeno il 10 per cento del capitale dell'entità oggetto del rating, o in altre simili situazioni; (iii) la *disclosure* di tutte le quote pari o superiori al 5 per cento del capitale o dei diritti di voto di un'agenzia di rating e delle società controllanti.

Viene altresì previsto un regime di responsabilità civile, a carico delle agenzie di rating, sulla base del quale può essere chiesto il risarcimento del danno, nel caso in cui nell'elaborazione o diffusione di un rating l'agenzia abbia commesso per dolo o colpa grave una violazione del Regolamento CRAs, e detta violazione abbia avuto un impatto sul rating emesso.

L'azione per il risarcimento del danno può essere promossa sia da parte di un investitore, laddove, oltre a fornire elementi accurati e dettagliati in merito ai suddetti aspetti, dimostri di aver fatto ragionevole affidamento sul giudizio di rating per la propria decisione di investimento, disinvestimento ovvero mantenimento del proprio investimento, sia da parte di un emittente, laddove dimostri di essere stato oggetto di rating (ovvero che lo siano stati i titoli emessi dallo stesso) e che la violazione posta in essere dall'agenzia non sia stata causata da propria colpa nella comunicazione di informazioni inaccurate o fuorvianti.

**Sono state infine introdotte alcune misure finalizzate a incentivare una maggiore concorrenza nel mercato delle agenzie di rating.**

Tra queste si ricordano la previsione di un *reporting*, avente ad oggetto le possibili iniziative finalizzate a promuovere la concorrenza nel mercato e alla realizzabilità di un *network* di piccole e medie agenzie di rating; con riguardo alle metodologie di rating utilizzate, l'obbligo per le agenzie di rating di informare preventivamente l'ESMA di cambiamenti delle stesse e di svolgere, in tal caso, una consultazione pubblica sui cambiamenti introdotti; l'obbligo di comunicare eventuali errori nelle metodologie utilizzate all'ESMA e alle entità coinvolte, nonché al pubblico se tali errori hanno avuto un impatto sul rating.

## 10 La Direttiva sui fondi di investimento alternativi: misure attuative

La Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (cosiddetta AIFMD) stabilisce norme in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento alternativi che gestiscono e/o commercializzano Oicr alternativi nell'ambito dell'Unione Europea. La nozione di Oicr alternativo è stata tratteggiata per differenza: essa ricomprende, infatti, qualsiasi Oicr che non ricade nel perimetro applicativo della UCITS. Gli Stati membri devono conformarsi alla predetta direttiva entro il 22 luglio 2013, ponendo in vigore, a decorrere dalla stessa data, le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per l'attuazione della stessa.

Con riferimento agli atti delegati di livello 2, la Commissione europea ha adottato, nel dicembre 2012, il regolamento concernente le misure dirette a integrare le disposizioni generali della Direttiva tra l'altro in tema di: requisiti operativi, obblighi organizzativo-procedurali funzionali all'individuazione e alla gestione delle situazioni in conflitto di interessi, obblighi di trasparenza, efficace gestione dei rischi e, in particolare, del rischio di liquidità, ricorso alla leva finanziaria, valutazione corretta dei beni e sicurezza dei meccanismi di deposito. Tale regolamento è stato redatto sulla base del parere tecnico rilasciato dall'ESMA nel novembre 2011.

Tali misure sono completate dalle linee guida di livello 3 che l'ESMA ha pubblicato nel febbraio 2013 in tema di politiche retributive dei gestori di fondi alternativi.

L'art. 13 della Direttiva, infatti, demanda all'ESMA il compito di definire linee guida in materia, che tengano conto dei criteri contenuti nell'Allegato 2 della Direttiva medesima, dei principi di cui alla Raccomandazione della Commissione europea n. 2009/384 e infine del principio di proporzionalità. I principi contenuti nel menzionato Allegato 2 sono mutuati dalla Direttiva 2006/48/EC (CRD) come modificata dalla Direttiva 2010/76/EU che definisce i principi a cui devono attenersi le istituzioni creditizie e le imprese di investimento in tema di politiche retributive. Le 'CEBS Guidelines', pubblicate dal CEBS (ora EBA) il 10 dicembre 2010 in attuazione della CRD, sono state prese alla base della redazione delle linee guida dell'ESMA,

opportunamente adattate per tener conto delle specificità dei gestori di fondi alternativi.

Il principio generale tratteggiato nelle linee guida è che la politica di remunerazione sia idonea a promuovere una sana e prudente gestione del rischio, senza incoraggiare l'assunzione di rischi non coerenti rispetto alle caratteristiche del fondo, bensì in linea con le strategie e gli obiettivi prefissati nonché con le esigenze degli investitori. Le linee guida precisano, altresì, che la politica delle remunerazioni e delle incentivazioni interne agli intermediari abilitati rileva anche in ragione dei possibili effetti incidenti sui comportamenti con gli investitori in termini di correttezza delle condotte e di gestione dei conflitti di interessi. A tal fine vengono previsti, da un lato, strumenti di *governance*, dall'altro, meccanismi di allineamento dei rischi.

La categoria di soggetti interessati è costituita dal personale (membri esecutivi e non esecutivi dell'organo di governo, *senior management*, *risk takers*, staff con funzioni di controllo), la cui attività è in grado di influenzare sensibilmente il profilo di rischio del gestore o dei fondi da esso gestiti, fermo restando il rispetto del principio di proporzionalità, declinato con riferimento alle dimensioni, natura, organizzazione interna, ambito di operatività e complessità delle operazioni.

L'ESMA è altresì impegnata nella predisposizione di un progetto di *Regulatory Technical Standard* ai sensi dell'art. 4, par. 4 della AIFMD concernente la definizione di fondo aperto e chiuso, attualmente in consultazione. In parallelo l'ESMA ha pubblicato per la consultazione linee guida incentrate sui concetti chiave della nozione di fondo alternativo enucleata dalla AIFMD.

Con l'adozione della AIFMD e delle relative misure attuative si è completata la normativa di matrice comunitaria sulla gestione collettiva che in precedenza si limitava a disciplinare, con la Direttiva UCITS (Direttiva 85/611/CEE) e le sue successive modifiche (da ultimo, la cosiddetta UCITS IV, Direttiva 2009/65/CE), gli Oicr aperti armonizzati e le relative società di gestione.

Il regime nazionale dei gestori di fondi alternativi risulta in gran parte coerente con la disciplina comunitaria da recepire. Seguendo l'impostazione giuridica introdotta dal Tuf l'attuale architettura nazionale della normativa sul servizio di gestione collettiva si impernia sul modello organizzativo del cosiddetto 'gestore unico' e su un approccio teso a disciplinare in maniera il più possibile unitaria e orizzontale le differenti tipologie di Oicr configurabili.

In particolare la normativa nazionale disciplina la gestione dei fondi non armonizzati alla UCITS in maniera 'piena', richiedendo il rilascio dell'autorizzazione e imponendo un regime di vigilanza analogo a quello previsto per le Sgr armonizzate. A corollario dell'impostazione così tracciata, si colloca una disciplina normativa unitaria in tema di regole organizzative e comportamentali che le Sgr (e le Sicav) devono rispettare per prestare il servizio di gestione collettiva.

La AIFMD, pur calibrando i requisiti in relazione alla tipologia dei fondi gestiti, realizza un sostanziale allineamento dei principi che governano l'attività di gestione (requisiti organizzativi e regole di condotta, delega di funzioni, valorizzazione del patrimonio, presenza di un depositario) con la Direttiva UCITS. Nell'implementazione di tale disciplina si dovrà, tuttavia, considerare che le norme di livello 2 sono dettate da un regolamento direttamente applicabile. Pur in presenza di un contesto di parziale convergenza dei modelli organizzativi dei soggetti gestori governati dai due separati quadri normativi in parola (UCITS e AIFMD) sarà necessario valutare l'impatto di eventuali disallineamenti normativi sui soggetti polifunzionali, come tali sottoposti anche alla disciplina UCITS.

Con il recepimento della Direttiva AIFMD la normativa nazionale dovrà, inoltre, prevedere la possibilità che gli Oicr chiusi si organizzino anche in forma societaria (attualmente il Tuf consente esclusivamente la forma contrattuale).

In forza dell'estensione del regime del passaporto europeo anche ai prodotti non ricompresi entro il perimetro della Direttiva UCITS, il recepimento della AIFMD comporterà una rivisitazione della disciplina concernente l'operatività *cross border* dei gestori degli Oicr non armonizzati attualmente incardinata nel regime autorizzatorio di cui all'art. 42 del Tuf. Tale regime sarà sostituito da un regime di notifica analogo a quello UCITS.

La AIFMD prevede la possibilità che ciascuno Stato membro consenta nel proprio territorio l'offerta agli investitori *retail* di tutte o talune tipologie di fondi alternativi (UE o non UE), potendo imporre requisiti più stringenti di quelli richiesti dalla direttiva per l'offerta riservata; in tal caso, lo Stato membro dovrà assicurare parità di trattamento a tutti i fondi alternativi comunitari aventi pari caratteristiche, non potendo a questi ultimi o ai loro gestori richiedere condizioni ulteriori per l'offerta ai *retail* nel proprio territorio. Il legislatore nazionale dovrà, quindi, valutare se e a quali condizioni consentire alle Sgr di offrire Oicr non armonizzati a investitori *retail* secondo un regime operante esclusivamente nel territorio italiano e non coperto dal mutuo riconoscimento.

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 apposti *Memoranda of Understanding* (MoU) con le autorità del paese di origine assicurino lo scambio di informazioni utili allo svolgimento dell'attività di vigilanza.

In tale contesto, l'ESMA ha approvato nell'aprile 2012 il protocollo da seguire per redigere i *Memoranda of Understanding* e, nel luglio, ha definito i principi sul contenuto minimo dei suddetti MoU. L'ESMA ha, quindi, avviato i negoziati con le autorità dei paesi terzi per la definizione dei MoU che dovranno essere operativi dal luglio 2013.

## 11 Le iniziative in materia di *exchange traded funds*

L'ESMA ha pubblicato nel dicembre 2012, a chiusura dei lavori avviati nel 2011, gli orientamenti relativi agli *exchange traded funds* (Etf) e altri Oicr. Il perimetro applicativo degli Orientamenti risulta diversamente articolato in ragione della tipologia di fondo per cui sono dettati.

Le linee guida sono state emanate in conformità all'articolo 16 del Regolamento istitutivo dell'ESMA, al fine di promuovere una maggior convergenza tra gli Stati membri nell'interpretazione e applicazione di talune disposizioni normative dettate dalla Direttiva 2009/65/UE (cosiddetto UCITS IV) e dalla relativa disciplina comunitaria (oltreché nazionale) di attuazione.

Taluni Orientamenti trovano applicazione esclusivamente nei confronti degli UCITS ETF, intendendosi per tali gli «*Oicr di cui almeno una categoria di quote o di azioni viene negoziata per tutto il giorno su almeno un mercato regolamentato oppure un sistema multilaterale di negoziazione con almeno un market maker che si adoperi per garantire che il valore di borsa delle sue quote o azioni non vari significativamente rispetto al suo valore complessivo netto (Nav) e, eventualmente, rispetto al suo Nav indicativo*».

Altre indicazioni applicative si riferiscono agli UCITS indicizzati (che siano o meno qualificabili anche come Etf), ovvero sia «*Oicr la cui strategia è replicare o riprodurre l'andamento di un indice o di indici*». Infine, un nutrito insieme di disposizioni applicative contenute nei menzionati Orientamenti è destinato a tutte le tipologie di Oicr UCITS (quindi, anche ETF o indicizzati), la cui relativa gestione implichi particolari modalità operative quali: tecniche di gestione efficiente del portafoglio, investimento in determinati strumenti finanziari derivati (*total return swap* o derivati con caratteristiche analoghe), gestione delle garanzie, investimento in indici finanziari.

Gli Orientamenti dettano linee di indirizzo in tema di trasparenza della documentazione d'offerta dei suddetti Oicr armonizzati oltreché indicazioni sulle modalità di gestione e diversificazione del rischio, limiti di investimento e contenuto dei regolamenti e dei documenti contabili degli Oicr medesimi.

Tali Orientamenti si applicano a far data dal 18 febbraio 2013, salvo il regime transitorio ivi previsto. Entro la data di entrata in vigore, pertanto, le autorità competenti sono tenute ad allineare la disciplina nazionale ai suddetti Orientamenti notificando all'ESMA, ai sensi dell'articolo 16(3) del Regolamento istitutivo, l'intenzione di rispettare o meno le prefigurate indicazioni applicative, esplicitando eventualmente i motivi della mancata osservanza (procedura di cosiddetto '*comply or explain*').

## 12 La proposta di regolamento in materia di *venture capital* e fondi per l'imprenditoria sociale

Nel dicembre 2012 è stato raggiunto il compromesso politico tra il Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento europeo sul testo dei nuovi regolamenti aventi ad oggetto i fondi europei di *venture capital* e quelli europei per l'imprenditoria sociale.

Obiettivo principale dei suddetti regolamenti è quello di facilitare la raccolta e l'investimento transfrontalieri e la creazione di un mercato unico che permettano alle imprese europee innovative o impegnate in attività a sfondo sociale di ottenere capitali anche al di fuori dei confini domestici e ai fondi di raggiungere una massa critica adeguata.

A questo scopo è stato istituito un passaporto europeo per la commercializzazione di detti fondi sulla base di un regime armonizzato più favorevole rispetto a quello attualmente previsto ai sensi della Direttiva 2011/61/UE.

In tal modo i gestori di fondi di *venture capital* e per l'imprenditoria sociale, che per le contenute dimensioni del patrimonio gestito, sono al di sotto delle soglie previste dalla AIFMD, saranno incentivati a effettuare attività di *fund raising* all'interno dell'UE sotto una comune designazione (rispettivamente 'EuVECA' e 'EuSEF'), nei confronti di investitori qualificati. I due regolamenti individuano le caratteristiche di detti investitori, limitandoli ai 'clienti professionali', come definiti nella Direttiva MiFID, nonché ai cosiddetti *high-net-worth individuals*, ossia soggetti sufficientemente informati (sulla base di apposita certificazione) e disposti a investire un ammontare minimo pari a 100 mila euro. Il passaporto sarà operativo dal 22 luglio 2013 in concomitanza con l'entrata in vigore della AIFMD.

## 13 La revisione della Direttiva UCITS IV

Nel luglio 2012 la Commissione europea ha presentato una proposta di direttiva recante talune modifiche alla Direttiva 2009/65/CE (cosiddetta UCITS V).

Le modifiche proposte sono tese, in larga parte, a rafforzare la funzione della depositaria per i fondi UCITS, attraverso l'armonizzazione della disciplina di riferimento a talune aree di intervento.

In particolare si fa riferimento a: l'individuazione dei soggetti abilitati ad assumere la funzione di depositario; la maggior puntualizzazione dei doveri e dei compiti in cui si articolano i generali obblighi di controllo e di custodia ascritti in capo al depositario; la precisazione delle condizioni alle quali il depositario può subdepositare e i compiti che possono essere legittimamente affidati al subdepositario; un maggior dettaglio nel tratteggiare il regime di responsabilità del depositario.



Nel disegnare le indicate proposte di modifica la Commissione ha fatto riferimento, laddove possibile e opportuno, alle corrispondenti previsioni contenute nella Direttiva sui gestori di fondi alternativi (AIFMD), apportandovi i necessari correttivi richiesti dalla peculiare natura degli UCITS e dalle specificità proprie del regime normativo applicabile a tali tipologie di prodotti e ai relativi gestori.

La proposta di revisione introduce, altresì, specifiche previsioni (mutuate dalla AIFMD) in tema di politiche remunerative che devono adottare le società di gestione e le Sicav armonizzate. La medesima disciplina è già prevista a livello europeo per gli enti creditizi, le imprese di investimento e i gestori sottoposti alla disciplina della AIFMD medesima.

Sono stati, quindi, definiti i requisiti a cui deve conformarsi la struttura di remunerazione al fine di allineare gli interessi delle società di gestione a quelli degli investitori e ridurre così gli effetti distorsivi connessi alle asimmetrie informative insite nel mandato gestorio. Sono altresì previsti obblighi di *disclosure* nel rendiconto annuale dell'Oicr armonizzato. Al pari di quanto previsto nella AIFMD, è affidato all'ESMA il potere di emanare linee guida applicative in materia, tenendo conto dei principi contenuti nella Raccomandazione della Commissione europea 2009/384/CE (in materia di politiche retributive) e del principio di proporzionalità.

Infine, l'iniziativa legislativa è finalizzata a introdurre una disciplina di armonizzazione minima del regime sanzionatorio, assicurando nel contempo un allineamento di tipo orizzontale con le corrispondenti previsioni contenute nelle proposte di revisione delle Direttive MiFID e MAD.

## 14 Gli Orientamenti emanati dall'ESMA

Nel corso del 2012 l'ESMA ha provveduto a elaborare taluni Orientamenti con l'obiettivo di dettare linee interpretative e applicative di carattere generale utili a indirizzare gli operatori nella efficiente traduzione operativa dei principi e degli obblighi dettati dalla disciplina normativa di riferimento.

In particolare l'ESMA ha pubblicato linee guida in tema di valutazione di adeguatezza, articolazione delle competenze e dei doveri della funzione di conformità alle norme (*compliance*) e *trading* automatizzato.

Nell'ambito del documento contenente '*Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements*', l'ESMA ha richiamato l'attenzione sulla necessità, per i prestatori dei servizi di consulenza e di gestione, di svolgere, a mezzo delle proprie procedure aziendali, una valutazione di adeguatezza degli investimenti che preveda l'utilizzo e la conseguente valorizzazione di una pluralità di variabili afferenti sia alle caratteristiche della clientela servita, sia alle specificità dei prodotti finanziari trattati.

In tale prospettiva, le *Guidelines* dettagliano i principi ai quali dovrebbero ispirarsi i processi sottesi alla profilatura della clientela e alla

mappatura degli strumenti finanziari, sottolineando la necessità per gli intermediari di non affidarsi all'autovalutazione da parte del cliente. Sul punto, viene, altresì, rimarcata l'importanza della predisposizione di efficaci presidi aziendali idonei a garantire l'attendibilità dei dati raccolti anche mediante il relativo aggiornamento.

Il documento sottolinea, inoltre, come le modalità di acquisizione delle informazioni dai clienti possano, in ossequio al principio di proporzionalità previsto dalla MiFID, variamente articolarsi in considerazione della diversa tipologia di strumento finanziario considerato, richiedendosi, in particolare, una raccolta più approfondita nel caso di investimenti riguardanti prodotti caratterizzati da più elevati profili di complessità e/o rischiosità.

Parimenti, il grado di dettaglio delle informazioni afferenti alle caratteristiche dei clienti può subire variazioni in funzione della tipologia di servizio reso (consulenza *versus* gestione), nonché della natura degli investitori interessati (*retail versus* professionale).

Gli Orientamenti in esame specificano, altresì, che, ai fini della concreta effettuazione dei giudizi di adeguatezza, le *policy* e le procedure predisposte dall'intermediario devono tener conto di tutte le informazioni disponibili, ivi incluse le caratteristiche degli investimenti considerati e i costi diretti o indiretti. I presidi organizzativi predisposti dovrebbero, inoltre, garantire che i servizi di consulenza e di gestione vengano esercitati tenendo conto di un adeguato livello di diversificazione del rischio.

Gli intermediari sono altresì chiamati a implementare appositi strumenti e misure per la conservazione della documentazione attinente alle valutazioni di adeguatezza eseguite, anche nell'ottica di favorire efficaci controlli *ex post*.

Le linee guida riservano, infine, specifica attenzione alle modalità di valutazione dell'adeguatezza aventi ad oggetto prodotti finanziari illiquidi. L'approccio seguito dall'ESMA risulta coerente con i chiarimenti interpretativi già resi dalla Consob con comunicazione 9019104 del 2 marzo 2009 recante «*Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*», con cui si è inteso fornire agli operatori specifiche indicazioni utili a chiarire i comportamenti da tenersi per favorire una corretta applicazione dei principi fissati dalla disciplina di riferimento, con particolare riguardo alla trattazione dei prodotti illiquidi con clientela *retail*.

Più in dettaglio, il documento dell'ESMA sottolinea la necessità per gli intermediari di condurre effettive valutazioni di adeguatezza del prodotto illiquido in relazione ai bisogni del cliente, avuto particolare riguardo al parametro costituito dall'*holding period* dell'investitore, come rilevato nell'ambito della ricognizione informativa sulle caratteristiche del medesimo.

I chiarimenti interpretativi resi dall'ESMA, finalizzati a specificare le già vigenti disposizioni della MiFID, si pongono in linea con gli orientamenti già maturati

in ambito nazionale, costituendo, per taluni profili, un rafforzamento delle specifiche letture applicative dei precetti recati dalla disciplina comunitaria rese dalla Consob nell'ambito dei lavori di 'livello 3'.

Con comunicazione 12084516 del 25 ottobre 2012, la Consob ha pertanto reso noto di aver provveduto, secondo quanto stabilito dall'art. 16, paragrafo 3, del Regolamento 1095/2010, a comunicare all'ESMA la propria conformità agli Orientamenti in parola, richiamando l'attenzione dei soggetti vigilati al rispetto degli stessi ai fini della corretta ottemperanza agli obblighi stabiliti in via generale dalla normativa loro applicabile.

Nell'ambito del documento contenente '*Guidelines on certain aspects of the MiFID compliance function requirements*' l'ESMA ha inteso rimarcare il carattere di assoluta centralità della funzione di *compliance* nell'ambito dell'articolazione dei sistemi aziendali di controllo, provvedendo a meglio chiarire il ruolo e le attribuzioni riservate dalla disciplina alla predetta funzione aziendale.

In particolare, le linee guida elaborate dall'ESMA richiamano l'attenzione sulla necessità per gli intermediari di istituire, coerentemente con le proprie specificità e nel rispetto del principio di proporzionalità, la funzione di *compliance*, la quale risulta incaricata di verificare, su base permanente e indipendente, la conformità degli assetti aziendali e gestionali preordinati alla prestazione dei servizi/attività di investimento alle prescrizioni dettate dalla disciplina normativa di settore.

In tale prospettiva gli Orientamenti dell'ESMA esplicitano la necessità che la funzione di conformità alle norme partecipi, secondo le proprie attribuzioni, alla determinazione del modello di *business* dell'impresa, nonché alle fasi di elaborazione degli obiettivi strategici, di *budget* e di politica commerciale. Nell'ottica descritta si pongono anche le indicazioni che chiariscono come l'attività di controllo e di monitoraggio circa l'efficacia delle procedure preordinate a guidare la corretta e trasparente prestazione dei servizi debba essere esercitata dalla funzione di *compliance* anche sulla base di apposite verifiche sul campo.

Le linee guida in esame sottolineano, inoltre, l'importanza che la funzione di conformità alle norme sia collocata, nell'ambito della struttura aziendale dell'intermediario, in una posizione tale da garantirne l'indipendenza rispetto sia all'alta dirigenza sia alle singole unità operative sottoposte a controllo.

Gli Orientamenti assunti in sede ESMA, diretti a fornire chiarimenti di ulteriore dettaglio utili a indirizzare gli intermediari nella efficiente traduzione operativa degli obblighi prescritti dalla MiFID in tema di *compliance*, si pongono in linea con gli orientamenti già maturati in ambito nazionale, costituendo, per taluni profili, una conferma di indicazioni già veicolate agli operatori in sede di emanazione del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob e delle relative linee applicative di carattere generale.

Con comunicazione congiunta Banca d'Italia-Consob del 19 dicembre 2012 le Autorità hanno pertanto reso noto di aver provveduto, ai sensi dell'art. 16, paragrafo 3, del Regolamento 1095/2010, a comunicare all'ESMA la conformità del quadro normativo domestico agli Orientamenti in parola.

Infine, ulteriori approfondimenti svolti, o in corso di svolgimento, da parte delle autorità di regolamentazione e vigilanza a livello europeo e internazionale, riguardano il tema dell'*high frequency trading*.

A livello comunitario l'ESMA ha pubblicato il 22 dicembre 2011 (in lingua italiana il 24 febbraio 2012), il documento contenente gli Orientamenti in tema di *'Sistemi e controlli in un ambiente di negoziazione automatizzato per piattaforme di negoziazione, imprese di investimento e autorità competenti'* (d'ora in avanti, anche 'gli Orientamenti').

Gli Orientamenti sono stati emanati dall'ESMA sulla base dell'articolo 16 del Regolamento 1095/2010 al fine di *«istituire prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed efficaci (...) e per assicurare l'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'Unione»*.

I principali obiettivi che l'ESMA intende perseguire nell'attuale quadro normativo e in ottemperanza con la Direttiva 2004/39/CE (MiFID) sono: il mantenimento di un equo e ordinato svolgimento delle negoziazioni, anche al fine di garantire un efficiente processo di formazione del prezzo e la parità di trattamento degli operatori che accedono ai mercati; l'integrità dei mercati, attraverso la prevenzione, rilevazione e sanzione di comportamenti lesivi della stessa.

Gli adempimenti richiesti interessano, da un lato, le piattaforme di negoziazione (mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione) e, dall'altro, i partecipanti/aderenti alle stesse. Tali obblighi si applicano alla negoziazione di qualsiasi strumento finanziario negoziato in un ambiente automatizzato e fanno riferimento alle seguenti quattro aree di interesse: i sistemi di trading elettronico, l'equo e ordinato svolgimento delle negoziazioni, gli abusi di mercato e l'accesso diretto al mercato o accesso sponsorizzato.

Al fine di garantire continuità e regolarità al mercato, le piattaforme di negoziazione e i partecipanti al mercato che utilizzano i sistemi di trading elettronico devono garantire che quest'ultimi siano adeguati all'attività svolta. In particolare, i sistemi di negoziazione devono avere una capacità sufficiente per sostenere volumi ragionevolmente prevedibili di messaggi e consentire eventuali aumenti dei flussi di messaggi (*resiliency*); le piattaforme e i partecipanti al mercato devono disporre di meccanismi volti a garantire la *business continuity* in caso di malfunzionamenti del sistema.

Per quanto riguarda l'equo e ordinato svolgimento delle negoziazioni, le piattaforme di negoziazione devono adottare regole e procedure adeguate alla natura delle negoziazioni. In particolare, tra i vari adempimenti, devono fissare requisiti

minimi per i controlli *pre* e *post*-negoziazione dei partecipanti al mercato (quali filtri su prezzi e quantità degli ordini); devono disporre di meccanismi per evitare il superamento della capacità in termini di messaggi (ad esempio *throttling*) e disporre di meccanismi per sospendere o limitare le negoziazioni (*trading halt*). In modo analogo, i partecipanti al mercato devono, *inter alia*, disporre di controlli automatici *pre*-negoziazione finalizzati a gestire l'inserimento erroneo degli ordini nonché a monitorare il rischio derivante dall'esposizione dei clienti.

Le piattaforme di negoziazione devono, inoltre, disporre di meccanismi (ad esempio *alerts*) e procedure efficaci volte a individuare operazioni che possano configurare abusi di mercato in un ambiente altamente automatizzato, nonché volte a segnalarle tempestivamente alle autorità competenti. In modo analogo, i partecipanti al mercato devono disporre di meccanismi e procedure volte a ridurre al minimo il rischio di abusi di mercato derivanti dalla propria operatività. Le indicate procedure e meccanismi posti in essere dalle piattaforme e dai partecipanti al mercato devono essere in grado di individuare i casi di manipolazione del mercato più preoccupanti in un ambiente automatizzato, quali ad esempio l'inserimento di *ping orders* ('ordini civetta').

Con riferimento all'Accesso Diretto al Mercato (ovvero ritrasmissione automatica al mercato degli ordini inviati dai clienti ai sistemi dei partecipanti al mercato stesso, ADM) o all'Accesso Sponsorizzato (ovvero trasmissione elettronica e diretta degli ordini al mercato mediante l'identificativo di negoziazione del partecipante al mercato, AS) è necessario che le piattaforme di negoziazione che consentono ai partecipanti al mercato di offrire tali servizi dispongano di regole e procedure volte a garantirne la compatibilità con l'equo e ordinato svolgimento delle negoziazioni. Ad esempio, devono essere in grado di intervenire (anche attraverso la sospensione) direttamente sull'operatività effettuata in modalità AS. I partecipanti al mercato, che rimangono responsabili di tutti i messaggi inviati mediante il loro codice identificativo, ivi incluso in ADM/AS, devono effettuare la *due diligence* nei confronti dei clienti ai quali concedono tali servizi. In particolare, è vietato offrire l'Accesso Sponsorizzato '*naked*', ovvero privo di controlli *pre*-negoziazione da parte del partecipante al mercato.

Da ultimo, la proposta di revisione della Direttiva MiFID (nella versione attualmente in fase discussione presso il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione Europea) prevede che l'ESMA trasformi gli Orientamenti in più precise e stringenti regole di livello 2 (nella forma di *advice* alla Commissione Europea ovvero in quella di *technical standard*).



L'attività della Consob C





# La vigilanza sui mercati

## 1 I mercati regolamentati

Nel 2012 la capitalizzazione delle società domestiche quotate in Borsa è cresciuta del 10 per cento, portandosi a 365 miliardi di euro (332 nel 2011); anche il peso in percentuale del Pil è aumentato, passando dal 20,6 al 22,5 per cento (Tav. 2).

**Tav. 2 Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa**  
(valori monetari in miliardi di euro)

|      | Borsa <sup>1</sup>            |  |  |                                    |                                       |                                       |  |                                      |                  | Aim Italia/Mac     |                               | Mercato Expandi                        |                                    |                               | Nuovo Mercato             |                                    |  |
|------|-------------------------------|--|--|------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|--|--------------------------------------|------------------|--------------------|-------------------------------|--|------------------------------------|-------------------------------|---------------------------|------------------------------------|--|
|      | Capitalizzazione <sup>2</sup> | Capitalizzazione <sup>2</sup><br>(% del Pil) | Scambi di titoli azionari <sup>2</sup> | N° società quotate<br>(domestiche) | N° società neoquotate<br>(domestiche) | N° società cancellate<br>(domestiche) | Rapporto dividendi – prezzi <sup>3</sup> | Rapporto utili – prezzi <sup>3</sup> | Capitalizzazione | N° società quotate | Capitalizzazione <sup>2</sup> | Scambi di titoli azionari <sup>2</sup> | N° società quotate<br>(domestiche) | Capitalizzazione <sup>2</sup> | Scambi di titoli azionari | N° società quotate<br>(domestiche) |  |
| 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                                    | 3,2                                      | 5,8                                  | —                | —                  | 10                            | 2                                      | 26                                 |                               |                           |                                    |  |
| 2007 | 723                           | 49,0   | 1.510                                  | 263                                | 19                                    | 14                                    | 3,7                                      | 7,8                                  | 0,1              | 3                  | 11                            | 4                                      | 36                                 |                               |                           |                                    |  |
| 2008 | 368                           | 23,2   | 1.156                                  | 251                                | 4                                     | 16                                    | 8,0                                      | 15,6                                 | 0,1              | 4                  | 7                             | 1                                      | 39                                 |                               |                           |                                    |  |
| 2009 | 457                           | 30,3   | 562                                    | 280                                | 40                                    | 11                                    | 5,0                                      | 5,3                                  | 0,6              | 11                 |                               |  |                                    |                               |                           |                                    |  |
| 2010 | 425                           | 27,2   | 715                                    | 271                                | 2                                     | 11                                    | 3,9                                      | 7,7                                  | 0,6              | 19                 |                               |  |                                    |                               |                           |                                    |  |
| 2011 | 332                           | 20,6   | 706                                    | 261                                | 1                                     | 11                                    | 5,0                                      | 8,8                                  | 0,6              | 24                 |                               |  |                                    |                               |                           |                                    |  |
| 2012 | 365                           | 22,5   | 504                                    | 253                                | 2                                     | 10                                    | 4,2                                      | 7,2                                  | 0,6              | 27                 |                               |  |                                    |                               |                           |                                    |  |

Fonte: Borsa Italiana, Bloomberg e Thomson Reuters. <sup>1</sup> Dal 2005 Mta include il Nuovo Mercato (Mtax); dal 2009 anche il Mercato Expandi è stato accorpato in Mta; dal 2010 include anche il Miv (Mercato degli *Investment Vehicles*). <sup>2</sup> Dati riferiti alle sole società domestiche. <sup>3</sup> Valori in percentuale rilevati a fine anno.

A fronte del recupero di valore delle società quotate, il *dividend yield* a fine 2012 si è attestato intorno al 4,2 per cento, e il rapporto utili/prezzo intorno al 7,2 per cento.

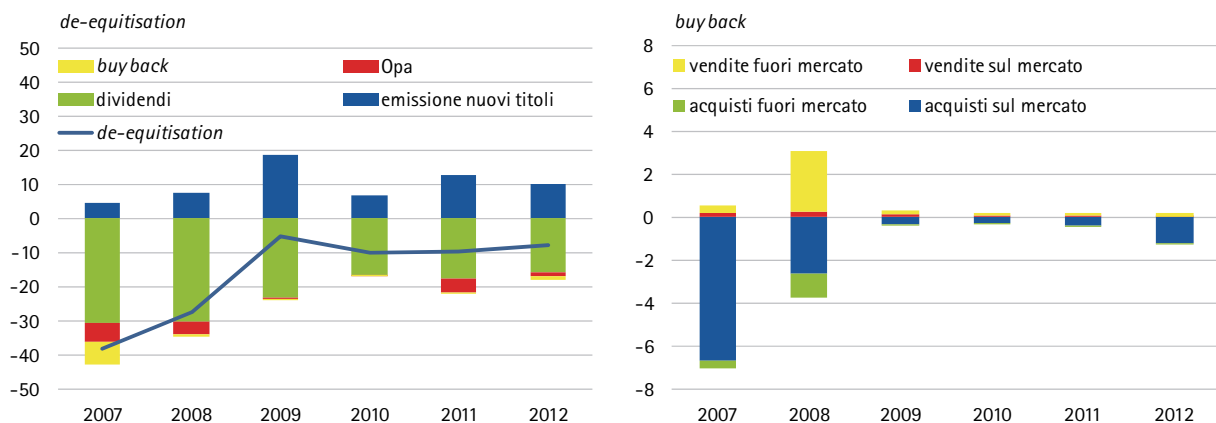
Il numero di società domestiche quotate è ulteriormente diminuito, da 261 a 253, a fronte di 10 cancellazioni e due nuove quotazioni. Il numero di società quotate sui sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* - Mtf) Aim e Mac è invece cresciuto da 24 a 27.

Nel corso del 2012 la raccolta di capitale di rischio ha continuato a contrarsi e a risultare inferiore alle risorse restituite agli azionisti tramite la distribuzione di dividendi, offerte pubbliche di acquisto e *buy back*. In particolare sono stati emessi nuovi titoli per 10 miliardi di euro (in diminuzione rispetto al 2011 di 2,4 miliardi), mentre sono stati distribuiti dividendi per 16 miliardi circa (17,6 nel 2011; Fig. 114).

Complessivamente, a partire dal 2007, sono stati raccolti presso gli azionisti circa 60 miliardi di euro tramite aumenti di capitale e offerte di sottoscrizione; nello stesso periodo ammontano a circa 134 miliardi i dividendi distribuiti, mentre gli esborsi per le offerte pubbliche di acquisto e per i riacquisti di azioni proprie sono stati pari, rispettivamente, a 16 e a 9 miliardi.

In particolare, in base alle comunicazioni trasmesse alla Consob ai sensi del Regolamento Emittenti sull'operatività in titoli propri, gli acquisti sul mercato e fuori mercato sono stati complessivamente pari a 1,3 miliardi di euro, in crescita di quasi un miliardo rispetto al 2011, mentre le vendite sono rimaste stabili a circa 0,2 miliardi.

**Fig. 114 Saldo fra risorse raccolte (+) e restituite (-) agli azionisti di società quotate italiane**  
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Consob, Borsa Italiana e Thomson Reuters relativi ad azioni e obbligazioni convertibili quotate sull'Mta. 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 dati sul *buy back* si riferiscono agli acquisti netti di titoli propri comunicati dagli emittenti alla Consob. I dividendi sono stimati.

Nel 2012 si è verificata una netta contrazione del controvalore delle negoziazioni su titoli azionari delle società domestiche, da 706 nel 2011 a 504 miliardi di euro (-28,6 per cento).

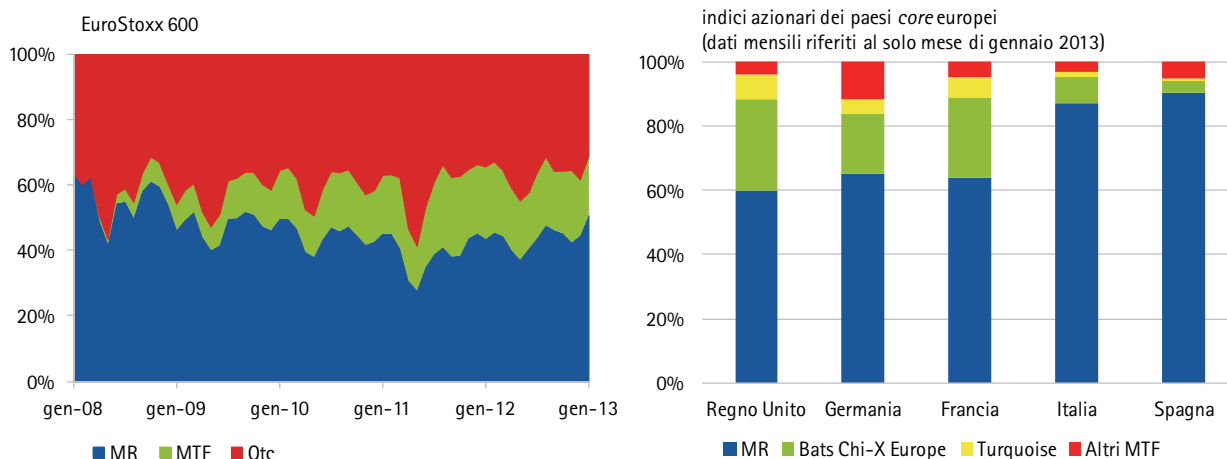
A livello europeo, nel corso del 2012, la quota degli scambi dei titoli azionari europei inclusi nell'indice Euro Stoxx 600 riferibile a mercati regolamentati si è mediamente attestata attorno al 44 per cento circa (+5 punti percentuali rispetto al 2011).

A gennaio 2013 la quota dei mercati regolamentati risulta pari al 51 per cento, nettamente inferiore al 64 per cento rilevato a gennaio 2008, mentre per gli Mtf e gli scambi bilaterali *over the counter* (Otc) il dato si attesta, rispettivamente, al 18 e al 31 per cento (Fig. 115).

Il fenomeno della frammentazione degli scambi fra mercati regolamentati e *trading venues* alternative continua a essere più accentuato per Regno Unito, Francia e Germania, dove la quota delle negoziazioni concluse in mercati regolamentati è risultata pari, a gennaio 2013, a circa il 60 per cento del totale. Tale dato si è attestato, invece, a circa l'85 per cento in Italia e Spagna. Dopo Borsa Italiana la piattaforma più importante per la negoziazione di azioni italiane risulta essere Bats - Chi X Europe.

A fronte della frammentazione degli scambi prosegue il processo di consolidamento delle infrastrutture di mercato, su impulso di fattori regolamentari, economici e tecnologici (Riquadro 9).

**Fig. 115 Frammentazione degli scambi azionari in Europa**  
(dati mensili da gennaio 2008 a gennaio 2013)



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 DJ Euro Stoxx 600. Nel grafico di destra si riporta la distribuzione del volume degli scambi azionari per *trading venues*; gli indici presi in considerazione sono Ftse 100 per Regno Unito, Dax30 per la Germania, Cac40 per la Francia, Ibex35 per la Spagna e Ftse Mib per l'Italia.

Per quanto riguarda gli *exchange traded products* (Etp), nel corso del 2012, il patrimonio gestito dagli Etp negoziati nel mercato EtfPlus di Borsa Italiana è aumentato rispetto al 2011 da 18,6 a 20,7 miliardi di euro (+11 per cento), portandosi ai massimi dall'avvio del mercato degli Etp in Italia (Tav. 3).

A fine 2012 circa 18,2 miliardi di euro del patrimonio gestito sono investiti in Etf - *exchange traded funds* (con un incremento di circa il 9 per cento rispetto al 2011), e circa 2,6 miliardi di euro in Etc (*commodities*) e Etn (*notes*), complessivamente in crescita del 32 per cento. Anche il numero degli Etp quotati è aumentato portandosi a 800 a fine 2012 (670 nel 2011).

## Riquadro 9

### Il consolidamento delle *trading venues*

Negli ultimi anni diversi fattori di natura regolamentare, tecnologica ed economica hanno dato impulso al consolidamento delle infrastrutture di mercato. Nel corso del 2012, in particolare, l'integrazione di piattaforme di negoziazione e *clearing houses* è proseguita su scala globale interessando Europa, America del nord e Asia.

In Europa, in particolare, nel mese di aprile il London Stock Exchange Group (LSE) ha acquisito la quota di maggioranza della *clearing house* LCH-Clearnet attiva anche nel *clearing* dei derivati tramite la sussidiaria SwapClear. A tale operazione è poi seguita, nel mese di agosto, l'acquisizione da parte di LCH-Clearnet dell'International Derivatives Clearing Group, ceduto dal Nasdaq-OMX in cambio di una partecipazione nel capitale di LCH-Clearnet. Tali operazioni riflettono anche le innovazioni regolamentari già introdotte ovvero in corso di elaborazione in ambito europeo, che, come si è già avuto modo di ricordare, assegnano o assegneranno alle controparti centrali e ai *Central securities depositories* nuove competenze e riserve di attività, ad esempio in materia di obblighi di *clearing* e di trasparenza per i derivati *over the counter*, ovvero in materia di armonizzazione delle regole di *settlement* a livello europeo (si veda anche il capitolo VI 'Il quadro normativo comunitario'). Non ha avuto seguito, invece, la proposta di fusione tra Deutsche Börse e NYSE-Euronext, bloccata dalla Commissione Europea nel febbraio 2012 poiché tale operazione è stata ritenuta restrittiva della concorrenza nel mercato degli strumenti derivati negoziati in Europa.

Negli Stati Uniti un'operazione di rilievo è consistita nell'acquisizione nel febbraio 2012 della maggioranza del Dubai Exchange, specializzato nei derivati petroliferi in Canada, da parte del Chicago Mercantile Exchange (CME); a fine anno, inoltre, il NYSE-Euronext è stato oggetto di un'offerta di acquisizione da parte dell'Intercontinental Exchange (ICE), con sede ad Atlanta, la cui attuazione è subordinata all'approvazione dei *regulators* europei e statunitensi. Le operazioni menzionate vanno nella direzione di un rafforzamento delle società di gestione di mercati derivati (CME e ICE) rispetto alle società di gestione di mercati *cash* (NYSE). Sempre in America del nord il Toronto Stock Exchange (TMX) e il Canadian Depository Services sono stati acquisiti, nel luglio 2012, da Maple Group, un consorzio di istituzioni finanziarie canadesi.

Per quanto riguarda l'Asia, infine, dopo l'integrazione fra la Borsa di Tokyo e di Osaka divenuta operativa nel 2012, l'acquisizione del London Metal Exchange da parte della Borsa di Hong Kong nel luglio 2012 ha evidenziato la crescente importanza della Cina anche nell'ambito delle infrastrutture di mercato.

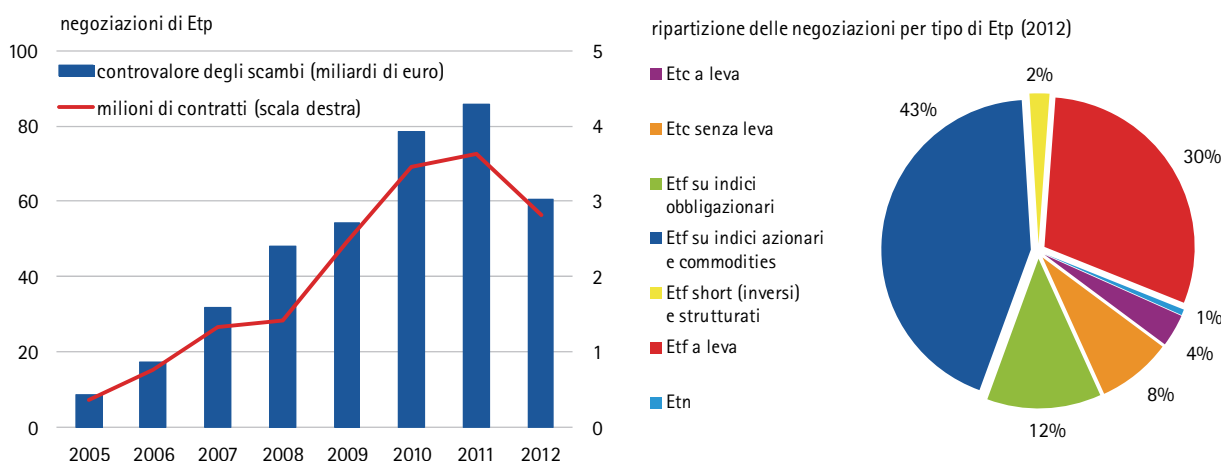
**Tav. 3 Patrimonio gestito da Etp ammessi alle negoziazioni sul mercato EtfPlus**  
(valori monetari in miliardi di euro)

|      | ammontare | variazione percentuale rispetto all'anno precedente |
|------|-----------|---|
| 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  |
| 2012 | 20,7      | 11  |

Fonte: Borsa Italiana.

In analogia con quanto verificatosi per gli scambi azionari, il controvalore complessivo delle negoziazioni è invece diminuito, rispetto al 2011, da 85,8 a 60,5 miliardi di euro (-29 per cento circa). Parallelamente il numero di contratti è diminuito da 3,6 a 2,8 milioni. Per quanto riguarda la ripartizione del controvalore degli scambi per tipologia di Etp, nel 2012 il 43 per cento circa delle negoziazioni ha riguardato Etf collegati a indici azionari o all'andamento di *commodities*, il 30 per cento Etf con effetto leva, il 12 per cento Etf su indici obbligazionari e, per il medesimo peso, gli Etc (Fig. 116).

**Fig. 116 Exchange traded products quotati su EtfPlus**



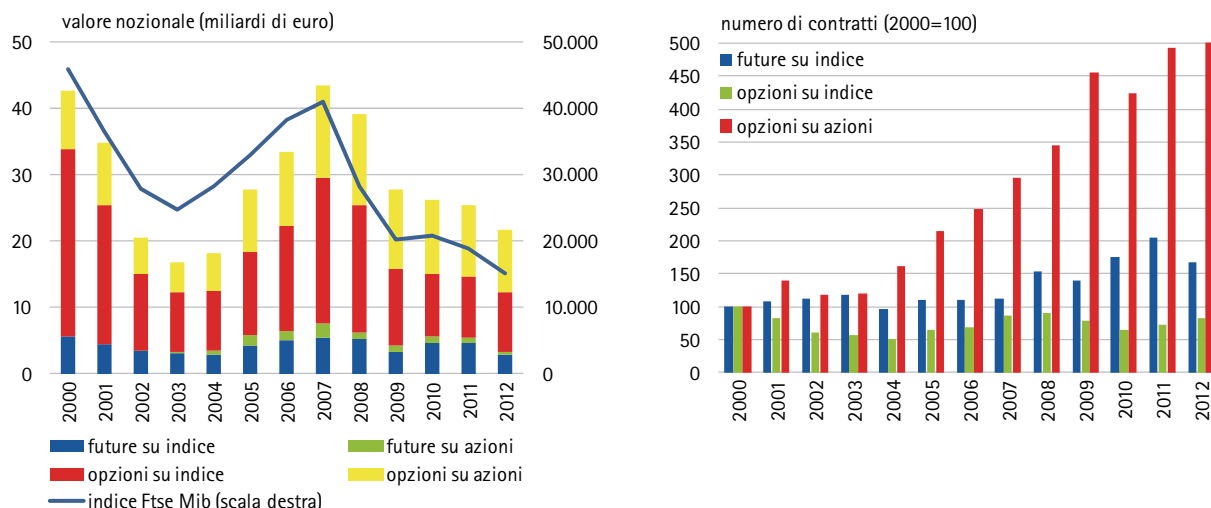
Fonte: Borsa Italiana.

Nel corso del 2012 il controvalore degli scambi di Etc e di Etf *short* si è sostanzialmente dimezzato rispetto al 2011, mentre si è ridotto di circa un quarto per gli Etf collegati a indici azionari e obbligazionari, all'andamento di *commodities* o con effetto leva.

Per quanto riguarda gli strumenti derivati negoziati sul mercato Idem gestito da Borsa Italiana, nel 2012 la media giornaliera del controvalore nozionale delle posizioni aperte (cosiddetto *open interest*) è diminuita del 15 per cento circa (da 25,4 a 21,6 miliardi di euro; Fig. 117). La quota preponde-

rante dell'*open interest* appare equamente distribuita fra opzioni su azioni e su indice, con un quota prossima rispettivamente al 44 e 41 per cento circa in termini di controvalore nozionale.

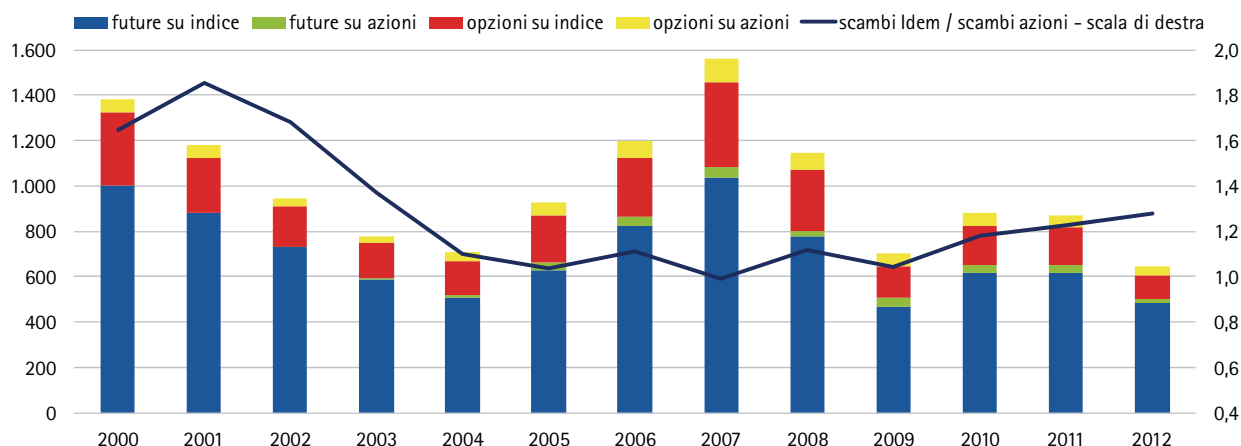
**Fig. 117 Valore nozionale e numero delle posizioni aperte in strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem**  
(valori medi giornalieri)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e Thomson Reuters. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria 'future su indice' include i *minifuture* su indice. I valori annuali dell'indice Ftse Mib sono medie dei dati di fine mese.

Riflettendo la netta contrazione degli scambi azionari sul mercato a pronti, anche il nozionale degli strumenti derivati azionari negoziati sull'Idem nel 2012 è fortemente diminuito rispetto al 2011, passando da 869 a 648 miliardi di euro circa (-25 per cento circa; Fig. 118). Il rapporto fra il controvalore nozionale degli scambi su derivati azionari e su azioni è rimasto sostanzialmente stabile attorno 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. 118 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.

Nel 2012 il controvalore degli scambi sul SeDeX, il mercato dei *securitised derivatives* gestito da Borsa Italiana sul quale vengono negoziati *covered warrants* e *certificates*, è diminuito del 9 per cento circa, da 11 a 10 miliardi di euro (Tav. 4). Il numero delle emissioni in essere, invece, è aumentato del 23 per cento circa, per effetto del saldo fra nuove emissioni ed emissioni scadute.

**Tav. 4 Covered warrant e certificates quotati sul SeDeX**  
(valori monetari in miliardi di euro)

|      | numero di emissioni    |                    |                      | controvalore degli scambi |
|------|------------------------|--------------------|----------------------|---------------------------|
|      | in essere <sup>1</sup> | nuove <sup>2</sup> | scadute <sup>3</sup> |                           |
| 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                        |
| 2012 | 4.759                  | 4.917              | 4.038                | 10                        |

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

Anche nel 2012 la categoria più rilevante degli strumenti è costituita dai *covered warrant plain vanilla*, che rappresentano il 62 per cento delle emissioni in essere a fine anno; seguono gli *investment certificates*, che rappresentano il 22 per cento delle emissioni (Tav. 5). Ai *leverage certificates* corrisponde una quota delle emissioni del 14 per cento circa, mentre risulta marginale la categoria degli strumenti esotici.

**Tav. 5 Tipologie di covered warrant e certificates quotati sul SeDeX**  
(situazione al 31 dicembre)

| segmento e categoria | plain vanilla       |                              | esotici             |                              | leverage            |                              | investment          |                              | totale              |                              |
|----------------------|---------------------|------------------------------|---------------------|------------------------------|---------------------|------------------------------|---------------------|------------------------------|---------------------|------------------------------|
|                      | numero di emissioni | peso sul totale <sup>1</sup> | numero di emissioni | peso sul totale <sup>1</sup> | numero di emissioni | peso sul totale <sup>1</sup> | numero di emissioni | peso sul totale <sup>1</sup> | numero di emissioni | peso sul totale <sup>1</sup> |
| 2007                 | 2.839               | 59,7                         | 154                 | 3,2                          | 399                 | 8,4                          | 1.016               | 21,3                         | 4.408               | 100,0                        |
| 2008                 | 1.728               | 36,3                         | 108                 | 2,3                          | 215                 | 4,5                          | 1.149               | 24,1                         | 3.200               | 100,0                        |
| 2009                 | 1.672               | 35,1                         | 96                  | 2,0                          | 399                 | 8,4                          | 1.122               | 23,6                         | 3.289               | 100,0                        |
| 2010                 | 1.846               | 38,8                         | 100                 | 2,1                          | 438                 | 9,2                          | 959                 | 20,2                         | 3.343               | 100,0                        |
| 2011                 | 2.176               | 45,7                         | 92                  | 1,9                          | 511                 | 10,7                         | 1.101               | 23,1                         | 3.880               | 100,0                        |
| 2012                 | 2.935               | 61,7                         | 87                  | 1,8                          | 667                 | 14,0                         | 1.070               | 22,5                         | 4.759               | 100,0                        |

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

Dall'analisi della cosiddetta *moneyness*, ossia dalla distribuzione dei *covered warrant* sulla base del profitto derivante dall'immediato esercizio dell'opzione, emerge che nel 2012 il 61 per cento circa dei *covered warrant plain vanilla call* è stato emesso con prezzo di esercizio superiore del 10 per cento rispetto al prezzo di mercato del sottostante (l'emissione è *deep out of the money*) e che, al momento della scadenza, la percentuale di *covered warrant call 'deep out of the money'* è leggermente aumentata (66 per cento; Tav. 6).

**Tav. 6 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> <sup>1</sup> all'emissione <sup>2</sup> |              | grado di <i>moneyness</i> <sup>1</sup> alla scadenza <sup>3</sup> |              |
|--|---|--------------|---|--------------|
|  | numero titoli   | percentuale  | numero titoli   | percentuale  |
| <b>prezzo di esercizio rispetto a prezzo del sottostante (<i>call</i>)</b> |   |              |   |              |
| > 10 per cento ( <i>deep out of the money</i> )                            | 1.263   | 61,3         | 1.120   | 65,9         |
| da 10 a 1 per cento ( <i>out of the money</i> )                            | 362   | 17,6         | 73  | 4,3          |
| da 1 a -1 per cento ( <i>at the money</i> )                                | 53  | 2,6          | 64  | 3,8          |
| da -1 a -10 per cento ( <i>in the money</i> )                              | 214   | 10,4         | 81  | 4,8          |
| < -10 per cento ( <i>deep in the money</i> )                               | 168   | 8,2          | 362   | 21,3         |
| <i>totale</i>  | <i>2.060</i>  | <i>100,0</i> | <i>1.700</i>  | <i>100,0</i> |
| <b>prezzo di esercizio rispetto a prezzo del sottostante (<i>put</i>)</b>  |   |              |   |              |
| < -10 per cento ( <i>deep out of the money</i> )                           | 1.769   | 77,7         | 1.437   | 73,7         |
| da -10 a -1 per cento ( <i>out of the money</i> )                          | 196   | 8,6          | 123   | 6,3          |
| da -1 a 1 per cento ( <i>at the money</i> )                                | 39  | 1,7          | 25  | 1,3          |
| da 1 a 10 per cento ( <i>in the money</i> )                                | 154   | 6,8          | 92  | 4,7          |
| > 10 per cento ( <i>deep in the money</i> )                                | 118   | 5,2          | 274   | 14,0         |
| <i>totale</i>  | <i>2.276</i>  | <i>100,0</i> | <i>1.951</i>  | <i>100,0</i> |

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. <sup>1</sup> Differenza percentuale tra prezzo di esercizio del *covered warrant* e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza. <sup>2</sup> Dati relativi ai *covered warrant plain vanilla* su azioni italiane e indice Ftse Mib emessi nel 2012. <sup>3</sup> Dati relativi ai *covered warrant plain vanilla* su azioni italiane e indice Ftse Mib scaduti nel 2012.

Anche per gli strumenti di tipo *put* si rileva un andamento simile, con una quota preponderante degli strumenti *deep out of the money* al momento dell'emissione e alla scadenza (rispettivamente, pari al 78 e 74 per cento circa del totale).

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, nel 2012 il volume degli scambi sui mercati regolamentati italiani è complessivamente diminuito del 4 per cento circa, passando da 1.743 a 1.671 miliardi di euro (Tav. 7).

In forte calo sono risultati gli scambi sul mercato all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), passati da 868 a 567 miliardi di euro (-35 per cento). Il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato Bond Vision registra, invece, un incremento del 15 per cento circa, passando da 562 a 645 miliardi; anche il mercato obbligazionario Mot, gestito da Borsa Italiana, ha mostrato un aumento degli scambi pari al 57 per cento circa (da 204 a 321 miliardi di euro).



**Tav. 7 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani<sup>1</sup>**  
(miliardi di euro)

|      | Mts - mercato all'ingrosso dei titoli di Stato | Bondvision - mercato all'ingrosso | Mts - mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative | Mot <sup>2</sup> | EuroTlx <sup>3</sup> | altri sistemi multilaterali di negoziazione <sup>4</sup> | <i>totale</i> |
|------|--|-----------------------------------|---|------------------|----------------------|--|---------------|
| 2000 | 2.020  | —                                 | ..  | 154              | —                    | —  | 2.174         |
| 2001 | 2.324  | 18                                | 12  | 137              | —                    | —  | 2.491         |
| 2002 | 2.205  | 100                               | 24  | 161              | —                    | —  | 2.490         |
| 2003 | 2.160  | 176                               | 23  | 146              | 2                    | —  | 2.507         |
| 2004 | 1.949  | 339                               | 31  | 151              | 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   | 1.743         |
| 2012 | 567  | 645                               | 1   | 321              | 104                  | 33   | 1.671         |

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

## 2 La vigilanza sui mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici

Nel 2012 la Commissione ha svolto un'intensa attività di vigilanza sulle modifiche apportate da Borsa Italiana ai Regolamenti dei mercati gestiti e organizzati dalla stessa società di gestione.

Nel mese di aprile 2012 l'Istituto ha approvato alcune modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, deliberate dall'assemblea della società di gestione del 16 febbraio 2012, ai sensi dell'art. 63, comma 2 del Tuf. Le principali modifiche hanno fatto seguito alla sostituzione della piattaforma di negoziazione TradeElect con la piattaforma Millennium; sono state approvate, inoltre, deroghe alla trasparenza *pre*-negoziazione, concernenti alcuni tipi di proposte, sottoposte all'esame dell'Esma e ritenute conformi alla disciplina dettata dalla MiFID.

Con decisione del 25 luglio 2012 la Commissione ha verificato la compatibilità con i requisiti previsti dall'art. 61 del Tuf delle modifiche apportate allo Statuto di Borsa Italiana; tra queste le principali hanno riguardato l'intervento in assemblea dei soci intestatari dei titoli in gestione accentrata, la trasparenza dei patti parasociali e le modalità di intervento in assemblea; i requisiti di eleggibilità degli amministratori della società, la composizione del consiglio di amministrazione e i criteri di

nomina del presidente e del vicepresidente; i requisiti di eleggibilità dei componenti il collegio sindacale.

Nel mese di agosto 2012 l'Istituto ha approvato ulteriori modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, deliberate dall'assemblea della società di gestione il 26 giugno 2012. Le principali modifiche hanno riguardato la nuova procedura per la distribuzione di obbligazioni attraverso il Mot (modalità distributiva qualificata dalla Commissione quale 'offerta al pubblico' e quindi oggetto di prospetto di offerta il cui onere di redazione spetta all'emittente); il mercato Mta International, ove è stato chiarito che le disposizioni in tema di ammissione si applicano nell'ipotesi di domanda da parte di un operatore o su iniziativa di Borsa Italiana per i titoli già quotati; una migliore identificazione del regime informativo applicabile agli strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari a seguito del recepimento della Direttiva *Transparency*.

Successivamente la Commissione, con decisione del 12 settembre 2012, ha espresso il proprio assenso alle modifiche alle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana riguardanti il mercato Idem e, in particolare, l'introduzione dei contratti minifuture sull'indice Ftse 100 e dei relativi obblighi di quotazione per *market maker* e operatori specialisti; l'introduzione della seconda scadenza settimanale per le opzioni sull'indice Ftse Mib e dei relativi obblighi di quotazione per *market maker* e operatori specialisti. Infine, con decisione del 20 dicembre 2012, è stato espresso dalla Commissione l'assenso alle ulteriori modifiche alle Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana riguardanti il mercato Idem e, in particolare, le modalità di generazione dei prezzi di esercizio delle opzioni sull'indice Ftse Mib.

Nel corso del 2012 sono, inoltre, proseguiti gli incontri con la *Financial Services Authority (FSA)* finalizzati allo scambio di informazioni in merito alla supervisione sui mercati finanziari. Gli incontri rientrano nelle attività ordinarie di cooperazione fra le due Autorità di vigilanza avviate a seguito dell'integrazione fra Borsa Italiana e il London Stock Exchange e la conclusione dei *Memorandum of Understanding (MoU)* in materia di *trading* (dicembre 2007) e *post-trading* (settembre 2010).

Nel corso dell'anno, a seguito di modifiche precedentemente deliberate da Borsa Italiana, è stata resa operativa la trasformazione del mercato Tah (*Trading after hours*) in sistema multilaterale di negoziazione. Nel mese di marzo 2012 è, inoltre, entrata in vigore la disciplina del nuovo sistema multilaterale Aim Italia/Mac, nato dall'accorpamento dei preesistenti sistemi Aim Italia e Mac.

Nel mese di luglio la Consob e la Banca d'Italia, nell'esercizio delle rispettive competenze e al fine di assicurare unitarietà e coerenza dell'azione di vigilanza, hanno firmato un accordo di cooperazione diretto a coordinare gli interventi, effettuati ai sensi dell'art. 77-*bis*, comma 2, lettera c), del Tuf, sulle regole e sulle procedure di funzionamento dei sistemi multilaterali di

negoziato all'ingrosso in cui sono negoziati sia titoli di Stato sia strumenti finanziari diversi dai titoli di Stato.

Nel corso dell'anno la Consob ha condotto 14 istruttorie per le modifiche intervenute nelle regole di funzionamento dei sistemi multilaterali di negoziazione e 4 istruttorie per quelle intervenute nelle regole di funzionamento degli internalizzatori sistematici, finalizzate alla verifica di conformità delle stesse agli indirizzi comunitari.

A fine 2012 i sistemi di internalizzazione attivi risultano pari a 19 (di cui 17 relativi a strumenti diversi dalle azioni e 2 relativi ad azioni), con un gestore attivo nell'internalizzazione sistematica sia su azioni sia su strumenti diversi dalle azioni. Alla fine del mese di settembre 2012, nei 17 sistemi di internalizzazione attivi nel settore degli strumenti finanziari diversi dalle azioni risultano ammessi alla negoziazione circa 3.400 strumenti finanziari, la maggior parte dei quali rappresentata da titoli di Stato e obbligazioni proprie o emesse da società del gruppo; circa l'85 per cento dei suddetti strumenti finanziari fanno capo a sei sistemi di internalizzazione. Nei listini dei due sistemi di internalizzazione in azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati risultano ammessi circa 120 titoli azionari.

### 3 La vigilanza sulla trasparenza delle negoziazioni

Nel 2012 la Commissione, nell'ambito della vigilanza sull'adempimento degli obblighi di trasparenza *post*-negoziato, ha provveduto ad aggiornare l'elenco dei canali utilizzati dai soggetti abilitati per l'adempimento dei suddetti obblighi con l'indicazione, per ciascun canale, del gestore, dell'indirizzo internet e del numero di soggetti che ne hanno scelto l'utilizzo, nonché l'elenco dei canali utilizzati per l'adempimento degli obblighi di *transaction reporting*.

Nel 2012 è inoltre proseguita l'attività di verifica della correttezza delle informazioni trasmesse in osservanza degli obblighi di *transaction reporting*, con particolare riferimento al monitoraggio della tempestività e della correttezza delle segnalazioni pervenute all'Istituto. I controlli, condotti con riferimento ai circa 450 intermediari tenuti agli obblighi di *transaction reporting*, hanno fatto emergere casi di omessa o scorretta segnalazione delle operazioni, dando impulso all'avvio di accertamenti nei confronti dei soggetti interessati.

La Consob ha altresì partecipato ai lavori effettuati in sede ESMA per la definizione di linee guida per il corretto adempimento degli obblighi di segnalazione alle autorità competenti delle operazioni concluse.

Nel 2012 la Consob ha autorizzato, ai sensi dell'art. 113-ter, comma 4, lett. a), del Tuf, l'esercizio del sistema di diffusione delle informazioni

regolamentate denominato 'SDIR-NIS', gestito da Blt Market Services Spa. Il sistema ha iniziato a operare dal 28 maggio 2012.

La Direttiva 2004/109/CE (cosiddetta Direttiva *Transparency*) consente agli emittenti di scegliere se adempiere agli obblighi di diffusione delle informazioni regolamentate in proprio ovvero tramite soggetti terzi autorizzati dalla Consob, purché la diffusione avvenga nel rispetto delle norme minime indicate nella Direttiva 2007/14/CE di secondo livello e recepite nel Regolamento Emittenti.

Nel corso del 2011 la Commissione aveva deciso di anticipare in ambito domestico l'applicazione di alcune misure del 'Regolamento relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (*credit default swap*)', il cosiddetto Regolamento *Short selling*, ossia l'obbligo di reporting delle posizioni nette corte su azioni e il divieto di effettuare vendite allo scoperto su azioni senza provvista di titoli garantita (cosiddette vendite allo scoperto *naked* o *nude*). Tali misure sono state mantenute fino all'entrata in vigore del nuovo regime previsto dal Regolamento comunitario.

Il 23 luglio 2012, tenuto conto della straordinarietà delle condizioni di mercato, la Commissione ha inoltre deciso l'adozione di misure restrittive eccezionali sulle vendite allo scoperto su società del comparto finanziario. Sono state vietate, pertanto, anche le vendite allo scoperto con provvista di titoli garantita su azioni emesse da banche e assicurazioni. Il divieto, originariamente in vigore per una settimana, è stato prorogato con successiva delibera fino al settembre 2012, quando è stato rimosso alla luce del miglioramento del contesto di mercato.

In seguito all'entrata in vigore del Regolamento *Short selling* la Commissione ha pubblicato un'apposita comunicazione (DME/12083249 del 19 ottobre 2012). Nella comunicazione, oltre a richiamare l'attenzione degli investitori sulle nuove norme comunitarie di imminente applicazione, sono state date indicazioni sulle modalità per effettuare il reporting alla Consob delle posizioni nette corte su azioni e sul regime delle esenzioni al Regolamento. Per quanto concerne i titoli di Stato, si è fatto rimando ad analoga Comunicazione della Banca d'Italia.

Dal 1° novembre 2012, è operativo il nuovo sistema di teleraccolta per la trasmissione alla Consob delle posizioni nette corte su azioni. Il sistema provvede anche alla pubblicazione, sul sito internet dell'Istituto, delle posizioni nette corte su azioni che eccedono le soglie individuate dal Regolamento *Short selling*.

Nel corso del 2012, la Commissione ha svolto le valutazioni di competenza in merito ai provvedimenti di Borsa Italiana relativi ad ammissione, esclusione e sospensione di strumenti finanziari dalle negoziazioni, ai sensi dell'art. 64, comma 1-*bis*, lett. a), del Tuf.

In particolare, nel corso del 2012, la Consob si è espressa in merito a 5 provvedimenti di Borsa Italiana di sospensione a tempo indeterminato dalle negoziazioni e a due provvedimenti di revoca dalle negoziazioni per fallimento dell'emittente,

riscontrando in tutti i casi l'assenza dei presupposti per l'esercizio del potere di vietare l'esecuzione del provvedimento di esclusione ovvero di ordinare la revoca della decisione di sospensione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni, ai sensi del citato art. 64 del Tuf.

#### 4 La vigilanza sui servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nel marzo 2012 la Consob ha approvato, d'intesa con la Banca d'Italia, il Regolamento del servizio di *collateral management* di Monte Titoli, che modifica e integra il Regolamento del servizio di gestione accentrata.

Il servizio consiste nelle attività di selezione e trasferimento di strumenti finanziari tra due soggetti aderenti, a garanzia di operazioni di finanziamento, nonché di gestione delle connesse attività operative e amministrative e di valorizzazione delle garanzie per controllarne l'adeguatezza rispetto all'esposizione bilaterale. Il servizio, in cui Monte Titoli svolge il ruolo di *'Triparty Agent'*, interessa le attività svolte dalla stessa società nell'ambito dei servizi di liquidazione, per quanto attiene al regolamento delle operazioni di trasferimento degli strumenti finanziari a garanzia, e del servizio di gestione accentrata, per quanto riguarda la tenuta dei conti dedicati e l'amministrazione delle garanzie stesse. L'operatività è stata avviata nel mese di settembre 2012.

Nel settembre 2012 la Consob ha rilasciato l'intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione delle modifiche al Regolamento della Cassa di Compensazione e Garanzia volte a estendere il servizio di controparte centrale ai contratti derivati su *commodities* agricole con consegna fisica, in particolare i *futures* sul grano duro. Il nuovo contratto *future* sul grano è uno strumento finanziario per il quale Borsa Italiana ha previsto l'ammissione alle negoziazioni in un nuovo segmento, denominato Agrex (*Agricultural Exchange*), del mercato degli strumenti finanziari derivati Idem. Le negoziazioni sono state avviate nel gennaio 2013.

Tali strumenti sono garantiti dalla Cassa di Compensazione e Garanzia nell'ambito di un apposito comparto, anch'esso di nuova introduzione. In linea generale, la garanzia della Cassa è fornita, come per tutti gli altri contratti garantiti, tramite l'interposizione da parte della stessa. Nel caso specifico, peraltro, il regolamento finale delle posizioni avviene mediante abbinamento delle singole controparti e con consegna fisica della merce tra queste ultime. Ciò determina alcune peculiarità nelle modalità operative della Cassa: più precisamente, alla fine della fase di negoziazione del *future* viene meno l'interposizione della controparte centrale, che continua comunque a garantire l'adempimento degli obblighi di consegna tra le parti.

Nel settembre 2012 la Consob ha rilasciato l'intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione delle modifiche al Regolamento operativo dei

servizi di liquidazione (EXPRESS II) inerenti ai momenti di definitività, irrevocabilità e all'introduzione di nuove funzionalità nell'ambito del servizio X-TRM.

Per quanto concerne il momento di definitività, ai sensi e per gli effetti del d.lgs. 210/2001, in virtù delle citate modifiche esso coincide: per quanto riguarda la liquidazione netta, con il momento della determinazione dei saldi multilaterali titoli e contanti da regolare nel ciclo notturno della liquidazione netta della data di regolamento prevista; per quanto riguarda la liquidazione lorda, con il momento dell'addebito del contante, ovvero dei titoli laddove il regolamento del contante non sia previsto.

Con riferimento al momento di irrevocabilità, si prevede che le operazioni non garantite e trasmesse dai partecipanti X-TRM siano irrevocabili dal momento del riscontro nel Servizio X-TRM. Le citate modifiche riguardano inoltre l'introduzione delle nuove funzionalità di cancellazione bilaterale e *hold & release* nell'ambito del Servizio X-TRM. Le nuove regole in materia di irrevocabilità entreranno in vigore nel corso del 2013, in occasione del rilascio delle funzionalità di *hold & release*, prevista per la fine del primo semestre.

## 5 La vigilanza sulle società di rating

Nel corso del 2012 è proseguita l'attività di verifica della conformità al Regolamento europeo 1060/2009 dell'istanza di registrazione presentata dall'agenzia di rating italiana Cerved Group Spa, ancora soggetta alle norme originarie del suddetto Regolamento (poi modificato nel 2011), che attribuiva le competenze in materia di registrazione alle autorità di vigilanza nazionali.

Cerved Group emette rating *unsolicited* (cioè non richiesti dall'emittente) su imprese non finanziarie, di solito destinati a una clientela formata da intermediari bancari.

Nell'ambito del processo di registrazione la Commissione ha richiesto talune integrazioni informative e talune modifiche procedurali e ne ha verificato l'attuazione da parte di Cerved Group. In particolare l'attività istruttoria ha riguardato l'esame del contenuto dei giudizi di rating emessi nonché l'esame delle procedure relative alle fasi di emissione e successivo monitoraggio dei rating. Ad esito di tale attività, la Consob ha deliberato in data 19 dicembre 2012 la concessione della registrazione a Cerved Group.

Nel corso del 2012 l'Istituto ha proseguito la propria attività di vigilanza nei confronti delle agenzie di rating, con particolare riguardo al monitoraggio degli effetti sul mercato derivanti dalla diffusione dei giudizi di rating relativi a emittenti e a strumenti finanziari quotati.

In tale contesto, sono state segnalate all'ESMA, ai sensi dell'art. 31 del Regolamento 1060/2009, come successivamente modificato, alcune possibili violazioni della disciplina, inerenti all'elaborazione e alla diffusione

di giudizi di rating e di *outlook* sul debito sovrano italiano e sulle maggiori banche italiane, da parte di alcune agenzie di rating internazionali.

Inoltre, con riferimento ad alcuni di questi casi, la Commissione ha verificato la correttezza del quadro informativo e dell'operatività posta in essere sul mercato in concomitanza della diffusione dei giudizi di rating e di *outlook*, al fine di individuare comportamenti che potessero integrare ipotesi di abuso di mercato. Tale attività si è accompagnata a frequenti scambi di informazioni con le competenti Procure della Repubblica, titolari di indagini penali in merito ad alcuni dei casi sopra evidenziati.

In particolare l'attività di vigilanza si è concentrata sulle modalità e tempistica di diffusione dei rating e degli *outlook*, anche alla luce del relativo impatto sui mercati, sulla coerenza e trasparenza dei criteri valutativi utilizzati e degli elementi alla base dei relativi giudizi di rating e *outlook*, nonché sulla prevenzione e trasparenza dei possibili conflitti di interessi.

## 6 Gli abusi di mercato

Nel corso del 2012 la vigilanza si è avvalsa, come di consueto, dello strumento delle indagini preliminari, al fine di giungere a una più efficace e rapida selezione delle ipotesi di abuso di mercato da approfondire in una successiva fase di accertamento.

In particolare sono state svolte analisi preliminari su 208 casi (a fronte dei 157 nel 2011), di cui 76 relative a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, 104 a ipotesi di manipolazione operativa e 28 di manipolazione informativa.

L'Istituto ha altresì proseguito l'attività di confronto con l'industria sul tema dell'obbligo di segnalazioni delle operazioni sospette, al fine di potenziare la rilevazione di ipotesi di abuso. Rispetto agli anni precedenti la Commissione ha ricevuto un numero inferiore di segnalazioni, che tuttavia si sono caratterizzate per un livello qualitativo più elevato. In diverse occasioni, inoltre, gli intermediari sono stati invitati a richiamare l'attenzione della clientela sul rispetto delle norme.

Nel 2012 la Consob ha concluso 26 indagini in materia di abusi di mercato, accertando illeciti amministrativi in 12 casi, relativi, rispettivamente, ad abuso di informazioni privilegiate (4 casi), manipolazione del mercato di tipo informativo (2 casi), di tipo operativo (4 casi) e di tipo misto (2 casi). In 8 delle 26 indagini sono state trasmesse relazioni all'Autorità Giudiziaria (2 per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e 6 per ipotesi di manipolazione del mercato; Tav. 8).

Un'ulteriore relazione per ipotesi di manipolazione del mercato di tipo operativo è stata trasmessa all'Autorità Giudiziaria in esito a un'indagine a seguito della quale era stato accertato e contestato un illecito amministrativo alla fine del 2011.

I due 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.

In due casi di manipolazione del mercato sono stati accertati illeciti amministrativi di manipolazione del mercato di tipo operativo ma non sono state trasmesse segnalazioni all'Autorità Giudiziaria, in un caso perché i fatti erano già noti alla Procura competente, nell'altro perché non sussistevano i presupposti per configurare reati, data l'evidente natura colposa della condotta accertata.

**Tav. 8 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     |
| 2012 | 12  | 4   | 14   | 26     |

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

In tutti i quattro casi in cui sono stati accertati illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate, le informazioni privilegiate concernevano la promozione di un'offerta pubblica di acquisto (Opa), in tre casi funzionale al successivo *delisting* delle società *target* (Tav. 9).

**Tav. 9 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      |
| 2012 | 4                             | --  | --  | --    | --                                  | 4      |

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.



Un primo caso di abuso di informazioni privilegiate ha riguardato l'illecita comunicazione da parte di un dipendente di una banca d'investimento, *advisor* di una società non quotata per la promozione di un'Opa funzionale al *delisting* delle azioni della controllata quotata, a un amico ed ex collega, il quale ha poi abusato dell'informazione acquistando azioni sul mercato il giorno precedente l'annuncio al pubblico dell'informazione e vendendole il giorno successivo. Gli illeciti sono stati accertati anche grazie all'esame del traffico telefonico delle persone coinvolte e dei loro movimenti di denaro contante. La Commissione ha accertato illeciti amministrativi a carico sia della persona che ha compravenduto le azioni sia dell'*insider* primario che aveva illecitamente comunicato la notizia privilegiata al di fuori dell'esercizio delle proprie funzioni (*tipping*); la condotta di quest'ultimo è stata anche segnalata all'Autorità Giudiziaria.

Un'altra indagine ha portato all'individuazione di acquisti illeciti da parte di un socio di una società offerente non quotata prima della promozione di un'Opa totalitaria finalizzata al *delisting* di azioni di una società quotata. Gli acquisti sono iniziati lo stesso giorno in cui l'*insider* ha partecipato a una riunione del consiglio di amministrazione della società offerente e si sono sviluppati lungo il mese precedente l'annuncio. L'Istituto ha accertato un illecito amministrativo e ha altresì segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

In un terzo caso di abuso di informazioni privilegiate relative a un'Opa finalizzata al successivo *delisting* di azioni quotate, rientrante in una più ampia operazione, le indagini hanno permesso di appurare che una persona venuta in possesso dell'informazione privilegiata in virtù di rapporti di amicizia con un amministratore della controllante e con la moglie del medesimo aveva effettuato acquisti nei due giorni immediatamente precedenti l'annuncio dell'operazione. La Commissione ha accertato un illecito amministrativo ma non ha segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini, in quanto riferiti esclusivamente alla condotta di un cosiddetto *insider* secondario.

L'ultimo caso di abuso di informazioni privilegiate ha riguardato alcuni acquisti di azioni effettuati prima della diffusione del comunicato che annunciava la sottoscrizione di un protocollo d'intesa per l'integrazione di un emittente quotato con la società che deteneva la maggioranza delle azioni, integrazione che implicava la promozione di un'Opa sulle azioni dell'emittente quotato. Gli ordini sono stati disposti da una persona che era entrata in possesso dell'informazione privilegiata nell'ambito di rapporti con soci, esponenti e dipendenti dell'offerente e che ha operato a valere sul conto di un soggetto terzo che, a sua volta posto a conoscenza dell'informazione, aveva provveduto ad aprire un conto presso un intermediario e a immettervi adeguata liquidità. L'Istituto ha accertato illeciti amministrativi a carico di entrambi i soggetti ma non ha segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini in quanto riferiti esclusivamente alla condotta di cosiddetti *insider* secondari.

Un primo caso di manipolazione informativa ha tratto origine da nuovi elementi trasmessi alla Commissione dall'Autorità Giudiziaria in merito

a fatti in relazione ai quali erano già state irrogate sanzioni amministrative da parte della Consob.

In particolare, tali elementi hanno consentito di accertare il concorso di una persona fisica nell'accreditare pubblicamente, anche grazie alla propria reputazione professionale, una 'cordata' di imprenditori italiani e stranieri nell'ambito del processo di cessione del controllo di una compagnia aerea con azioni quotate, pur in assenza di qualsiasi concreto impegno da parte di tali imprenditori a mettere a disposizione le risorse necessarie a sostenere l'iniziativa. La Consob ha accertato l'illecito amministrativo ma non ha effettuato ulteriori segnalazioni all'Autorità Giudiziaria perché i fatti erano già noti alla Procura competente.

Le indagini su un secondo caso di manipolazione informativa hanno portato alla contestazione di una dichiarazione non veritiera resa da un importante investitore istituzionale riguardo alla riduzione della propria partecipazione nel capitale di una primaria banca nei giorni immediatamente precedenti un consistente aumento di capitale, dichiarazione suscettibile di produrre aspettative negative sulla solidità della banca e mettere a repentaglio l'esito della cruciale operazione di aumento di capitale.

La dichiarazione non veritiera aveva avuto origine da un segnale del sistema di reportistica delle partecipazioni rilevanti generato in maniera non corretta. La Consob ha accertato l'illecito amministrativo in capo all'investitore istituzionale a titolo di responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) per l'impossibilità di individuare le responsabilità personali ma non ha effettuato segnalazioni all'Autorità Giudiziaria perché non sussistevano elementi per ipotizzare reati, data l'evidente natura colposa della condotta accertata.

Una prima indagine di manipolazione di tipo misto ha riguardato l'attività posta in essere dal Presidente e Amministratore Delegato, nonché socio, di una società quotata al fine di sostenere il prezzo delle azioni e ridurre i rischi di natura finanziaria per sé stesso e per la società, favorendo, tra l'altro, l'emissione di un prestito obbligazionario.

Tale attività, realizzata dal 2008 al 2010 nell'ambito di un'ampia strategia manipolativa, si è articolata nell'esecuzione di operazioni di acquisto delle azioni sul mercato e nella diffusione di informazioni false attraverso il bilancio consolidato della società e nei connessi comunicati. La Consob ha accertato illeciti amministrativi in capo all'autore delle condotte nonché di due società, sia ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf) sia a titolo di responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981), e ha altresì segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

Un secondo caso di manipolazione cosiddetta 'mista' ha riguardato le attività svolte in un periodo di oltre due anni dai *top manager* e principali azionisti di una società quotata rientrante in un gruppo attivo nel settore della moda i quali hanno posto in essere, in concorso con altre persone, un'ampia strategia di manipolazione del mercato tramite la diffusione di

informazioni false e un'intensa attività di sostegno dei prezzi basata sull'acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente quotato.

Le false informazioni derivavano principalmente dalla fittizia cessione di marchi e partecipazioni a prezzi che consentivano l'iscrizione in bilancio di significative plusvalenze e crediti in realtà inesigibili nonché, per un periodo di circa un mese e mezzo, dalla diffusione (e dalla mancata correzione) di informazioni sull'andamento corrente e prospettico del fatturato. L'operatività sulle azioni proprie, effettuata per il tramite di più intermediari, ha assunto carattere manipolativo nel corso di almeno sei mesi. La Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti dei 6 autori delle condotte nonché di 3 società, sia ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf) sia a titolo di responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981), e ha altresì segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

Già alla fine del 2011 un'indagine conclusa dalla Consob aveva condotto ad accertare un illecito amministrativo di manipolazione del mercato in relazione all'operatività 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*, potendo così concludere con profitto operazioni di dimensioni significative alle quotazioni preventivamente manipolate. Tale condotta è stata descritta in una relazione per l'Autorità Giudiziaria nel corso del 2012.

Una prima indagine di manipolazione del mercato di tipo operativo conclusa nel 2012 ha portato all'individuazione di schemi operativi attuati da un *trader* nelle prime giornate in cui un titolo azionario è stato scambiato presso un sistema multilaterale di negoziazione.

Tali schemi si basavano nella ripetuta attuazione di scalate del *book* e di operazioni incrociate nelle fasi sia di negoziazione continua sia di asta. Le operazioni hanno ampliato i volumi degli scambi e provocato incrementi di prezzo, fornendo segnali rialzisti al mercato e generando così l'apparenza di un forte interesse per il titolo. La Consob ha accertato un illecito amministrativo e ha altresì segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

Una seconda indagine di manipolazione del mercato di tipo operativo ha avuto ad oggetto uno schema attuato da un *on-line trader* su alcuni titoli di Stato negoziati in più *trading venues*.

Lo schema era articolato in due fasi. Nella prima fase il *trader* inseriva in una *trading venue* ordini di compravendita di dimensioni limitate che fornivano indicazioni fuorvianti al fine di indurre altri operatori (tipicamente, *market maker*) a modificare le migliori quotazioni in acquisto e in vendita in una seconda *trading venue*. Nella seconda fase il *trader* concludeva compravendite di dimensioni significative a prezzi per lui vantaggiosi nella seconda *trading venue*. La Consob ha accertato un illecito amministrativo e ha segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

Un'altra indagine di manipolazione operativa ha avuto ad oggetto acquisti di azioni effettuati nelle aste di chiusura del mercato, mediante enti esteri, da tre persone fisiche che agivano di concerto tra loro.

Gli acquisti sono risultati idonei a sostenere artificialmente e in via continuativa per un periodo di circa 11 mesi il prezzo dell'asta di chiusura, nonché, in ragione della loro dimensione, il prezzo ufficiale, e, di conseguenza, a far artificialmente divergere il corso di mercato delle azioni dal relativo *net asset value*. La Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti dei tre autori delle condotte nonché di tre enti, a titolo di responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981), e ha altresì segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

Infine, un'indagine di manipolazione operativa ha avuto ad oggetto acquisti di azioni effettuati da una persona fisica tramite due società a lui riferibili nell'arco di un mese con modalità e tempistica idonee a produrre un aumento del prezzo delle azioni sul mercato, ottenendo altresì l'effetto di stabilizzarlo intorno a un livello raggiunto.

Le operazioni sono state poste in essere nel contesto della preparazione di un accordo tra una società estera e un gruppo industriale-finanziario italiano che prevedeva, tra l'altro, l'acquisizione da parte della società estera di una partecipazione nella società italiana emittente delle azioni oggetto delle operazioni manipolative, controllata dal suddetto gruppo industriale-finanziario, tramite un aumento di capitale con emissione di nuove azioni a un prezzo prossimo a quello raggiunto con le condotte manipolative. La Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti dell'autore della condotta nonché di due società a lui riferibili, sia ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-*quinquies* del Tuf) sia a titolo di responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981), e ha altresì segnalato all'Autorità Giudiziaria gli esiti delle indagini.

Nel 2012 la Consob ha complessivamente avviato procedimenti amministrativi per abusi di mercato nei confronti di 20 persone fisiche e di 11 enti per la responsabilità solidale e per la responsabilità amministrativa (Tav. 10).

Riguardo ai procedimenti amministrativi avviati per abusi di mercato accertati negli anni precedenti si rinvia al successivo capitolo V *'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'*.

Il numero di soggetti a cui sono state inviate richieste di notizie, dati e documenti nel 2012 è stato complessivamente pari a 364. In 50 casi la Consob si è avvalsa della collaborazione di autorità di vigilanza estere, mentre in 40 casi le richieste sono state finalizzate ad assistere autorità estere in indagini condotte da queste ultime (Tav. 11).

**Tav. 10 Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato**

|   | intermediari autorizzati <sup>1</sup> | insider istituzionali <sup>2</sup> | altri soggetti <sup>3</sup> | operatori esteri | <i>totale</i> |
|---|---------------------------------------|------------------------------------|-----------------------------|------------------|---------------|
| <b>abuso di informazioni privilegiate</b> |                                       |                                    |                             |                  |               |
| 2005                                      | --                                    | 1                                  | 2                           | --               | 3             |
| 2006                                      | --                                    | 7                                  | --                          | --               | 7             |
| 2007                                      | --                                    | 11                                 | 1                           | --               | 12            |
| 2008                                      | --                                    | 2                                  | 20                          | 12               | 34            |
| 2009                                      | --                                    | 2                                  | 9                           | --               | 11            |
| 2010                                      | --                                    | 4                                  | 1                           | 2                | 7             |
| 2011                                      | 1                                     | 4                                  | 5                           | --               | 10            |
| 2012                                      | --                                    | 2                                  | 4                           | --               | 6             |
| <b>manipolazione di mercato</b>           |                                       |                                    |                             |                  |               |
| 2005                                      | --                                    | 1                                  | 7                           | --               | 8             |
| 2006                                      | --                                    | 6                                  | 2                           | --               | 8             |
| 2007                                      | 1                                     | 4                                  | 2                           | --               | 7             |
| 2008                                      | --                                    | --                                 | 5                           | --               | 5             |
| 2009                                      | 2                                     | 1                                  | 10                          | 1                | 14            |
| 2010                                      | 1                                     | 2                                  | 8                           | --               | 11            |
| 2011                                      | --                                    | 7                                  | 7                           | --               | 14            |
| 2012                                      | 1                                     | 8                                  | 6                           | --               | 25            |

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. <sup>2</sup> Soci, amministratori, dirigenti di società quotate. <sup>3</sup> Insider secondari (art. 187-bis, comma 4, del Tuf).

**Tav. 11 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato**

(numero soggetti destinatari delle richieste)

|      | intermediari autorizzati <sup>1</sup> | società quotate e loro controllanti o controllate | soggetti privati        |    | pubbliche amministrazioni | autorità estere | <i>totale</i> | <i>di cui per conto di autorità estere</i> |
|------|---------------------------------------|---|-------------------------|----|---------------------------|-----------------|---------------|--|
|      |                                       |   | <i>di cui audizioni</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   |
| 2012 | 207                                   | 9   | 71                      | 30 | 27                        | 50              | 364           | 40   |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio.

**Tav. 12 Costituzioni di parte civile dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e aggioaggio su strumenti finanziari (manipolazione del mercato)**

| anno | costituzioni    | reato <sup>1</sup>                         | esito al 31 dicembre 2012  |
|------|-----------------|--|--|
| 2004 | 2               | aggioaggio                                 | 2 sentenze di patteggiamento<br>1 sentenze di condanna <sup>2</sup><br>1 sentenza di proscioglimento per prescrizione  |
| 2005 | 6               | insider trading e aggioaggio               | 4 sentenze di condanna <sup>3</sup><br>2 sentenze di patteggiamento<br>3 sentenze di non luogo a procedere   |
| 2006 | 9               | insider trading, manipolazione del mercato | 4 sentenze di condanna <sup>4</sup><br>6 sentenze di patteggiamento<br>3 sentenze di assoluzione <sup>5</sup><br>1 sentenza di proscioglimento per prescrizione  |
| 2007 | 12 <sup>6</sup> | insider trading, manipolazione del mercato | 4 sentenze di condanna <sup>7</sup><br>5 sentenze di patteggiamento<br>2 sentenze di proscioglimento per prescrizione<br>1 sentenza di non luogo a procedere <sup>8</sup><br>2 sentenza di assoluzione |
| 2008 | 5               | insider trading, manipolazione del mercato | 1 sentenza di condanna<br>1 sentenza di patteggiamento<br>1 sentenza di proscioglimento per prescrizione<br>3 sentenze di assoluzione <sup>9</sup>   |
| 2009 | 1               | manipolazione del mercato                  | 1 sentenza di condanna   |
| 2010 | 3               | insider trading, manipolazione del mercato | 1 sentenza di condanna<br>1 sentenza di assoluzione  |
| 2011 | 6 <sup>10</sup> | manipolazione del mercato                  | 1 sentenza di patteggiamento<br>1 sentenza di proscioglimento per prescrizione   |
| 2012 | 2 <sup>11</sup> | insider trading, manipolazione del mercato |  |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; aggioaggio: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del c.c., ora art. 185 del Tuf. <sup>2</sup> La Corte d'Appello di Milano ha parzialmente riformato la sentenza di primo grado, statuendo, tra l'altro, la condanna di un esponente aziendale già assolto in primo grado per i reati al medesimo ascritti e la condanna dello stesso al risarcimento dei danni all'immagine e da ostacolo a favore della Consob, confermando nel resto la sentenza di prime cure; la Corte di Cassazione ha, poi, parzialmente riformato la sentenza di secondo grado, 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. <sup>3</sup> In un caso la competente Corte d'Appello ha ridotto la somma liquidata alla Consob a titolo di risarcimento del danno, confermando, nel resto, la sentenza di primo grado; la Corte di Cassazione ha, poi, assolto per prescrizione gli imputati e annullato le statuizioni civili a favore della Consob. In un altro 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 il Tribunale ritenuto competente. <sup>4</sup> Una sentenza di condanna è stata emessa all'esito di giudizio abbreviato; all'esito del giudizio di secondo grado, la competente Corte d'Appello ha assolto per prescrizione l'imputato, confermando le statuizioni civili a favore della Consob. In un altro caso la Corte d'Appello, in riforma della sentenza di primo grado, ha assolto per prescrizione l'imputato e ha revocato le statuizioni civili a favore della Consob. In un ulteriore caso, la Corte d'Appello ha assolto per prescrizione gli imputati, ma ha confermato le statuizioni civili a favore della Consob. In un ulteriore caso ancora la competente Corte d'Appello ha confermato la condanna e le statuizioni civili nei confronti di un imputato e, in riforma dell'impugnata sentenza, ha assolto l'altro imputato per non aver commesso il fatto, revocando le statuizioni civili nei suoi confronti. <sup>5</sup> In un caso il Giudice ha altresì disposto la trasmissione degli atti ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie ex art. 187-bis del Tuf. In un altro, la sentenza è stata emessa con la formula dubitativa ai sensi dell'art. 530, comma 2, c.p.p. <sup>6</sup> In un caso, a seguito della regressione alla fase delle indagini preliminari, il procedimento è stato archiviato nel corso del 2008. In un caso la competente Corte d'Appello ha parzialmente riformato la sentenza di primo grado, assolvendo taluni imputati per non aver commesso il fatto, prosciogliendo altri per prescrizione o per difetto di condizioni di procedibilità, revocando la condanna al risarcimento del danno nei confronti della Consob limitatamente a taluni capi di imputazioni e confermando nel resto l'impugnata sentenza. In un ulteriore caso, la competente Corte d'Appello ha parzialmente riformato la sentenza di primo grado, assolvendo taluni imputati o riducendo le pene loro comminate, revocando, altresì, la condanna al risarcimento dei danni già pronunciata in favore della Consob. In un altro caso, la Corte d'Appello di Milano ha parzialmente riformato la sentenza di primo grado prosciogliendo un imputato per morte e altri per prescrizione e riducendo la somma liquidata alla Consob a titolo di risarcimento del danno. <sup>8</sup> Con la sentenza in questione il Giudice ha disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale contestazione della violazione amministrativa prevista dall'art. 187-bis del Tuf. <sup>9</sup> In un caso, la Corte di Cassazione, in sede di ricorso immediato, ha annullato la sentenza assolutoria di primo grado, rinviando alla competente Corte d'Appello per il giudizio di secondo grado. <sup>10</sup> Tra i sei, successivamente alla costituzione di parte civile, due procedimenti sono stati riuniti per connessione oggettiva e soggettiva. <sup>11</sup> Giudizi pendenti in primo grado.

Nel corso del 2012, la Consob si è costituita parte civile in due nuovi procedimenti penali in materia di abusi di mercato, di cui uno relativo a manipolazione del mercato, e un altro relativo ad abuso di informazioni privilegiate (Tav. 12).

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.

Nel 2012 sono stati definiti in primo grado due procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali la Consob 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; nel secondo procedimento il giudice ha pronunciato una sentenza di assoluzione.

Inoltre, si sono conclusi tre procedimenti innanzi alla Corte d'Appello con una sentenza favorevole alla Consob (un caso di aggio) e due parzialmente favorevoli (un caso di abuso di informazioni privilegiate e uno di aggio e ostacolo alle funzioni di vigilanza).

In relazione al caso di aggio, la sentenza della Corte d'Appello di Milano n. 4061 del 20 ottobre 2011, depositata il 17 febbraio 2012, ha confermato la condanna al risarcimento in favore della Consob in dipendenza della manipolazione operativa realizzata mediante operazioni su azioni Unipol privilegiate tra il 19 marzo 2003 e il 1° aprile 2003.

Nel processo per aggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni della Consob concernente la 'vicenda Antonveneta', la Corte d'Appello di Milano, con sentenza n. 3830 del 13 marzo 2012, ha parzialmente riformato la sentenza del Tribunale di Milano n. 10229/2008 del 28 maggio 2011.

La sentenza ha revocato la condanna al risarcimento del danno in favore della Consob disposta dal Tribunale in relazione al reato di aggio, sul presupposto che le condotte poste in essere si sono realizzate prima dell'entrata in vigore dell'art. 187-*undecies*, del Tuf, che legittima espressamente la Consob a costituirsi parte civile nei processi penali riguardanti gli abusi di mercato. Nella citata sentenza la Corte d'Appello ha confermato la condanna al risarcimento del danno subito dall'Istituto in relazione all'ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob. In merito all'individuazione dei danni subiti dall'Istituto, la Corte d'Appello ha precisato che l'assenza, nel caso di specie, di profili di inadeguatezza dell'azione di vigilanza della Consob «non vuol dire che in concreto l'autorità di vigilanza non abbia patito un danno d'immagine». La sentenza della Corte d'Appello è stata confermata dalla Corte di Cassazione, anche con riferimento alle statuizioni civili in favore della Consob, nonostante il parere contrario del Procuratore Generale in relazione alla questione della competenza territoriale.

Nel corso del 2012 si precisa che la Corte di Cassazione, con sentenza n. 40393/12 del 20 giugno 2012, nell'ambito della 'vicenda IFIL-Exor', ha annullato la sentenza del Tribunale di Torino del 21 dicembre 2010, che aveva assolto gli imputati per insussistenza del fatto di manipolazione del mercato di cui al capo di imputazione.

La Suprema Corte, riferendosi al reato di manipolazione del mercato di tipo informativo, precisa che «il delitto di cui all'art. 185 Tuf è reato di mera condotta, che si consuma nel momento in cui ha luogo la diffusione della notizia, l'accertamento di esso richiede che la verifica del requisito di 'idoneità' della falsa notizia a produrre gli effetti distorsivi sul mercato finanziario sia attuata, bensì, in termini di concretezza come impone la norma (il che comporta un'analisi della situazione complessiva del mercato) ma abbia comunque il suo riferimento cronologico al momento terminale del comportamento commissivo sub iudice: con la conseguenza per cui l'unico criterio utilmente applicabile è quello della prognosi postuma».



# La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione

II

## 1 Gli assetti proprietari

Le evidenze sugli assetti proprietari e di controllo delle società italiane confermano come il modello più diffuso rimanga il controllo solitario (Tav. 13). A fine 2012 circa il 70 per cento delle società sono controllate da un unico azionista (173 emittenti su 253).

**Tav. 13 Modelli di controllo delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre)

|      | società controllate di diritto |                   | società controllate di fatto |                   | società controllate da patto <sup>2</sup> |                   | società cooperative |                   | società non controllate <sup>3</sup> |                   | totale |                   |
|------|--------------------------------|-------------------|------------------------------|-------------------|---|-------------------|---------------------|-------------------|--------------------------------------|-------------------|--------|-------------------|
|      | numero                         | peso <sup>1</sup> | numero                       | peso <sup>1</sup> | numero                                    | peso <sup>1</sup> | numero              | peso <sup>1</sup> | numero                               | peso <sup>1</sup> | numero | peso <sup>1</sup> |
| 1998 | 122                            | 31,2              | 34                           | 40,8              | 28  | 8,3               | 10                  | 3,1               | 22                                   | 16,6              | 216    | 100,0             |
| 2008 | 137                            | 17,4              | 55                           | 48,8              | 57  | 13,4              | 8                   | 5,2               | 32                                   | 15,2              | 289    | 100,0             |
| 2009 | 135                            | 16,5              | 50                           | 38,3              | 57  | 15,1              | 8                   | 4,4               | 29                                   | 25,7              | 279    | 100,0             |
| 2010 | 129                            | 20,6              | 45                           | 43,2              | 51  | 12,0              | 8                   | 3,4               | 38                                   | 20,8              | 271    | 100,0             |
| 2011 | 123                            | 22,7              | 52                           | 45,7              | 48  | 11,3              | 8                   | 3,2               | 30                                   | 17,1              | 261    | 100,0             |
| 2012 | 125                            | 22,7              | 48                           | 44,0              | 43  | 10,2              | 8                   | 3,2               | 29                                   | 19,9              | 253    | 100,0             |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun modello di controllo e la capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate italiane. <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> Categoria residuale che comprende le società non assimilabili a nessuno dei precedenti modelli di controllo.

Nella maggior parte dei casi (125 società) l'azionista di controllo esercita il controllo di diritto, detenendo oltre la metà del capitale ordinario in società che, complessivamente, rappresentano circa un quinto della capitalizzazione di mercato. Per un più ristretto gruppo di società (48 casi), invece, l'azionista di maggioranza, pur detenendo una partecipazione inferiore alla metà del capitale, appare in grado di esercitare un'influenza dominante sulla società. Si tratta in questo caso di società a più elevata capitalizzazione, che rappresentano il 44 per cento del complessivo valore di mercato. Rispetto al 2011 si evidenzia una flessione del numero di società controllate di fatto e un lieve aumento di quelle controllate di diritto.

Da un confronto nel medio termine emergono due tendenze. Da un lato il peso in termini di capitalizzazione delle società controllate di diritto ha subito una flessione rispetto al 1998 (data di introduzione del Tuf), pur non

essendo variata in misura sostanziale 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 numerici sia di valori di mercato.

Le rilevazioni confermano inoltre l'importanza per il mercato italiano di 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.

Alla fine del 2012 le società controllate da un patto parasociale sono 43, pari a circa il 10 per cento del mercato. Da un confronto di breve termine emerge, tuttavia, una evidente riduzione del numero di società controllate da una coalizione di azionisti (nel 2008 erano 57) mentre, in un'ottica di medio termine, i dati evidenziano come il peso di tali società sia notevolmente aumentato (nel 1998 erano solo 28 le società controllate da un patto).

La diffusione delle cooperative quotate rimane costante, contandosi a fine 2012 otto casi di società operanti nel settore finanziario che rappresentano circa il 3 per cento della capitalizzazione del mercato. La numerosità è rimasta invariata rispetto al quadriennio precedente, mentre la riduzione del peso in termini di capitalizzazione appare 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, sia in termini di numerosità sia di peso sulla capitalizzazione di mercato di tali società.

Le evidenze sulle partecipazioni rilevanti confermano le tradizionali caratteristiche del mercato italiano in termini di concentrazione proprietaria, che non ha subito variazioni di rilievo nel breve come nel medio termine (Tav. 14).

Nel 2012, la quota media detenuta dal primo azionista è pari al 46 per cento del capitale ordinario con diritto di voto, in lieve crescita rispetto al 2011 e sostanzialmente in linea con il valore registrato nel 1998. La partecipazione media complessivamente detenuta dagli altri azionisti rilevanti è nel 2012 pari al 16,7 per cento, in leggera flessione rispetto al quadriennio precedente ma in crescita rispetto al 1998. L'azionariato diffuso, misurato dalla quota degli azionisti che detengono partecipazioni inferiori alla soglia di trasparenza proprietaria, è pari a circa il 37 per cento del capitale. Anche in questo caso i valori sono sostanzialmente in linea con quelli riscontrati dal 2008 in poi. Tuttavia, la quota detenuta dal mercato nel 1998 era di circa due punti percentuali più elevata.

**Tav. 14 Concentrazione proprietaria delle società quotate italiane<sup>1</sup>**  
(situazione al 31 dicembre)

|      | primo<br>azionista | altri azionisti<br>rilevanti | mercato <sup>2</sup> |
|------|--------------------|------------------------------|----------------------|
| 1998 | 46,7               | 14,1                         | 39,2                 |
| 2008 | 45,5               | 18,3                         | 36,2                 |
| 2009 | 45,7               | 17,0                         | 37,4                 |
| 2010 | 44,6               | 17,7                         | 37,7                 |
| 2011 | 44,8               | 17,4                         | 37,7                 |
| 2012 | 46,0               | 16,7                         | 37,3                 |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> Media semplice della quota del capitale ordinario non detenuta da azionisti rilevanti.

I dati per il 2012 relativi alla presenza di investitori istituzionali rilevanti nel capitale delle società quotate italiane sono sostanzialmente in linea con l'anno precedente (Tav. 15). Le società che hanno almeno un investitore istituzionale quale azionista rilevante rappresentano circa il 36 per cento del totale degli emittenti, a fronte del 38 per cento circa nel 2011.

Il dato è, tuttavia, significativamente inferiore al valore raggiunto nel 2009, quando si era attestato a poco più del 50 per cento, e al dato del più lontano 1998, quando era risultato pari al 41 per cento del totale. La quota media detenuta dagli azionisti istituzionali oscilla tra il 6 e il 7 per cento in tutte le finestre temporali osservate e scende lievemente al di sotto della soglia inferiore nel 2012.

Si noti peraltro che le recenti modifiche alla disciplina della trasparenza proprietaria in attuazione della Direttiva *Transparency* hanno esentato gli investitori istituzionali (come definiti dall'art. 11 della Direttiva 2011/49/CE) dalla prima soglia di comunicazione del 2 per cento. Conseguentemente i dati osservati al 31 dicembre 2012 potrebbero sottostimare la diffusione degli stessi rispetto agli anni precedenti. Viceversa, in assenza di comunicazioni tra il 2 e il 5 per cento, la quota media di partecipazione potrebbe risultare alterata in senso inverso, pregiudicando anche in questo caso la comparabilità dei risultati aggregati rispetto agli anni precedenti. Pertanto la quota media detenuta da investitori istituzionali in società quotate italiane potrebbe essere decresciuta in modo più sensibile di quanto riportato in Tav. 15.

Dalla disaggregazione per nazionalità degli investitori istituzionali emerge una conferma della tendenza, già delineatasi nel precedente quadriennio, alla riduzione del numero di società in cui gli investitori istituzionali italiani detengono partecipazioni rilevanti.

La numerosità delle società in cui investitori istituzionali italiani sono azionisti si attesta nel 2012 a circa il 3,6 per cento degli emittenti, mentre la quota mediamente detenuta è pari al 4,1 per cento, anche essa in riduzione rispetto ai valori passati. L'evoluzione della presenza di investitori istituzionali stranieri rilevanti

nel capitale delle società quotate mostra invece un decremento meno marcato (da 33,7 nel 2011 a 32,4 nel 2012); anche la quota media di partecipazione si mostra sostanzialmente stabile rispetto agli anni precedenti.

**Tav. 15 Partecipazione al capitale degli investitori istituzionali rilevanti<sup>1</sup>**  
(situazione al 31 dicembre; dati in percentuale)

|  | 1998 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|------|------|------|------|------|------|
| società con investitori istituzionali italiani o esteri rilevanti <sup>2</sup> | 41,0 | 48,8 | 50,5 | 43,9 | 37,5 | 35,6 |
| quota media investitori istituzionali italiani o esteri rilevanti <sup>3</sup> | 7,1  | 7,2  | 6,8  | 7,1  | 6,1  | 5,9  |
| società con investitori istituzionali italiani rilevanti <sup>2</sup>          | 26,0 | 13,8 | 11,8 | 8,5  | 4,6  | 3,6  |
| quota media investitori istituzionali italiani rilevanti <sup>3</sup>          | 3,9  | 5,7  | 4,4  | 5,1  | 4,9  | 4,1  |
| società con investitori istituzionali esteri rilevanti <sup>2</sup>            | 25,0 | 41,5 | 44,1 | 39,1 | 33,7 | 32,4 |
| quota media investitori istituzionali esteri rilevanti <sup>3</sup>            | 7,5  | 6,6  | 6,6  | 6,9  | 6,2  | 6,0  |

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

## 2 Le assemblee e gli organi societari

Per quanto attiene alla partecipazione assembleare delle società quotate italiane, nel 2012 si osserva un significativo incremento del numero dei partecipanti, che ha raggiunto un valore medio di 160, e un leggero decremento degli investitori istituzionali (73 contro 86 dell'anno precedente; Tav. 16). Questi ultimi detengono una quota pari al 5,2 per cento, in calo di quasi un punto percentuale rispetto al dato registrato nel 2011.

**Tav. 16 Partecipazione alle assemblee 2012 delle società quotate italiane da parte degli investitori istituzionali**

|                          |         | numero di partecipanti |                                  | quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea |   |   |
|--------------------------|---------|------------------------|----------------------------------|---|---|---|
|                          |         | totale                 | di cui investitori istituzionali | totale  | di cui quota investitori istituzionali italiani | di cui quota investitori istituzionali esteri |
| tutte le società quotate | media   | 160                    | 73                               | 65,1  | 0,4   | 4,8   |
|                          | min     | 1                      | --                               | 17,7  | 0,0   | 0,0   |
|                          | max     | 5.240                  | 1.248                            | 93,8  | 15,4  | 64,7  |
|                          | mediana | 21                     | 7                                | 66,8  | 0,0   | 0,5   |
| Ftse Mib e Mid Cap       | media   | 395                    | 185                              | 68,4  | 0,4   | 10,4  |
|                          | min     | 4                      | --                               | 44,3  | 0,0   | 0,0   |
|                          | max     | 5.240                  | 1.248                            | 91,7  | 7,9   | 64,7  |
|                          | mediana | 133                    | 85                               | 70,1  | 0,0   | 7,7   |

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

I dati sulla partecipazione in assemblea confermano inoltre una marcata differenza di comportamento tra investitori italiani ed esteri. La quota complessiva rappresentata in assemblea dagli investitori istituzionali risulta infatti in massima parte attribuibile agli investitori esteri (4,8 per cento), mentre lo 0,4 per cento è detenuto da investitori italiani. Coerentemente, il valore mediano della quota di pertinenza di investitori istituzionali italiani è pari a zero, indicando che in più della metà delle società quotate italiane non è intervenuto alcun investitore istituzionale domestico.

La partecipazione assembleare degli investitori istituzionali esteri risulta ancora più elevata se si concentra l'attenzione sulle società di maggiori dimensioni (ovvero quelle appartenenti agli indici Ftse Mib e Mib Cap).

Alle assemblee di tali società partecipano mediamente circa 400 soci; gli investitori istituzionali intervenuti detenevano circa l'11 per cento del capitale presente in assemblea. Gli investitori istituzionali esteri rimangono largamente maggioritari: il valore medio della relativa quota è pari al 10,4 per cento (0,4 per gli italiani), mentre il valore mediano è pari al 7,7 per cento (nullo per gli italiani).

Con riferimento agli organi di amministrazione, si rileva una correlazione tra indice di appartenenza delle società e composizione dell'organo.

Le società a più elevata capitalizzazione, appartenenti agli indici Ftse Mib e Mid Cap, sono caratterizzate da organi di amministrazione più numerosi (rispettivamente 12,4 e 13,2 componenti in media) rispetto alla media complessiva di mercato, che per il 2012 è pari a circa 10 membri. Le società a minore capitalizzazione, quali quelle incluse nell'indice Star e le altre non comprese in nessuno degli indici considerati, sono caratterizzate da organi amministrativi più piccoli (rispettivamente 9,2 e 8,4 componenti in media). L'organo di amministrazione più numeroso è composto da 25 membri mentre quello più piccolo da soli due componenti (Tav. 17).

**Tav. 17 Composizione degli organi di amministrazione delle società quotate italiane per indice di appartenenza**  
(situazione al 31 dicembre 2012)

| indice               | numero società | peso sulla capitalizzazione <sup>1</sup> | numero componenti dell'organo di amministrazione |          |           |          |
|----------------------|----------------|--|--|----------|-----------|----------|
|                      |                |  | medio  | minimo   | massimo   | mediano  |
| Ftse Mib             | 37             | 85,8                                     | 12,4   | 5        | 24        | 11       |
| Mid Cap <sup>2</sup> | 39             | 8,4                                      | 13,2   | 7        | 25        | 13       |
| Star <sup>2</sup>    | 67             | 3,7                                      | 9,2  | 5        | 15        | 9        |
| altro                | 110            | 2,1                                      | 8,4  | 2        | 17        | 7        |
| <i>totale</i>        | <i>253</i>     | <i>100,0</i>                             | <i>9,9</i>                                       | <i>2</i> | <i>25</i> | <i>9</i> |

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. <sup>1</sup> Peso percentuale della capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun indice sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate. <sup>2</sup> Le società che appartengono sia al segmento Star sia all'indice MidCap vengono incluse solo nella categoria Star.

Con riferimento alla composizione per genere i dati mostrano che, a fine 2012, l'11,6 per cento dei componenti degli organi di amministrazione delle società italiane quotate è costituito da donne e circa il 67 per cento delle società vede entrambi i generi rappresentati nel proprio *board* (Tav. 18).

L'evoluzione degli ultimi anni mostra un *trend* positivo sia del numero di donne che siedono negli organi di amministrazione sia del numero di società in cui entrambi i generi sono rappresentati nel *board*. La partecipazione femminile è cresciuta di circa 4 punti percentuali dal 2011 al 2012, mentre la percentuale di società in cui almeno una donna è presente è cresciuta di circa il 15 per cento.

Tale evoluzione è conseguenza dell'entrata in vigore nell'agosto 2012 della legge n. 120 del 12 luglio 2011, che 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 quota di genere stabilendo che al primo rinnovo la quota del genere meno rappresentato sia almeno pari a un quinto degli organi sociali. Pertanto, le società che hanno eletto i membri dei propri organi sociali dall'entrata in vigore della legge hanno dovuto garantire l'attribuzione di almeno un quinto dei posti al genere meno rappresentato.

**Tav. 18 Presenza femminile nei consigli di amministrazione delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre)

|      | donne componenti gli organi di amministrazione |                   | società in cui è presente almeno una donna nell'organo di amministrazione |                   |
|------|--|-------------------|---|-------------------|
|      | numero   | peso <sup>1</sup> | numero  | peso <sup>2</sup> |
| 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              |
| 2012 | 288  | 11,6              | 169   | 66,8              |

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. <sup>1</sup> Peso percentuale sul totale dei componenti degli organi di amministrazione. <sup>2</sup> Peso percentuale sul numero totale delle società quotate italiane.

Dall'analisi della relazione tra composizione di genere e indici di mercato emerge come il peso relativo dei consiglieri appartenenti al genere femminile sia più elevato nelle società a minor capitalizzazione, intese come quelle appartenenti all'indice Star e quelle non comprese in nessuno degli indici considerati (rispettivamente 11,7 e 12,5 per cento; Tav. 19).

Tuttavia, la percentuale di società in cui almeno una donna è presente è maggiore tra le società a più elevata capitalizzazione, ovvero tra quelle incluse negli indici Ftse Mib e Mid Cap, dove le donne sono presenti rispettivamente nel 73 e nel 74,4 per cento delle società quotate.

**Tav. 19 Presenza femminile negli organi di amministrazione delle società quotate italiane per indice di appartenenza**  
(situazione al 31 dicembre 2012)

| indice               | numero società | peso sulla capitalizzazione <sup>1</sup> | percentuale delle società in cui è presente almeno una donna | percentuale media delle donne nei Cda |
|----------------------|----------------|--|--|---------------------------------------|
| Ftse Mib             | 37             | 85,8                                     | 73,0   | 10,6                                  |
| Mid Cap <sup>2</sup> | 39             | 8,4                                      | 74,4   | 10,3                                  |
| Star <sup>2</sup>    | 67             | 3,7                                      | 68,7   | 11,7                                  |
| altro                | 110            | 2,1                                      | 60,9   | 12,5                                  |
| <i>totale</i>        | <i>253</i>     | <i>100,0</i>                             | <i>66,8</i>  | <i>11,7</i>                           |

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. <sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> Le società che appartengono sia al segmento Star sia all'indice MidCap vengono incluse solo nella categoria Star.

Con riferimento al fenomeno dell'*interlocking* a fine 2012 lo svolgimento di incarichi in più società quotate interessa almeno un componente dell'organo di amministrazione per la maggior parte delle società quotate.

In particolare la presenza di almeno un consigliere con incarichi in altre società quotate riguarda 177 società, pari a circa il 71 per cento del mercato in termini numerici e al 95 per cento in termini di capitalizzazione (Tav. 20). Il fenomeno risulta particolarmente rilevante per 33 società, per le quali oltre la metà dei consiglieri esercita incarichi in altri emittenti. Con particolare riguardo alle società operanti nel settore finanziario, ovverosia banche, assicurazioni e altri intermediari quotati, le evidenze mostrano che in circa il 20 per cento delle società (ossia 11 su 54) non sono presenti *interlocker*; il dato si attesta, invece, al 31 per cento nel settore non finanziario (60 casi su 194). Nella gran parte dei casi in cui sono presenti *interlocker*, il fenomeno più frequente è lo svolgimento di incarichi in altre quotate da parte di meno della metà dei componenti del *board* (nel 74 per cento delle società finanziarie e nel 54 per cento delle società non finanziarie).

**Tav. 20 Società quotate italiane interessate da *interlocking***  
(situazione al 31 dicembre 2012)

| quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica | società finanziarie |                   | società non finanziarie |                   | totale     |                   |
|---|---------------------|-------------------|-------------------------|-------------------|------------|-------------------|
|   | numero              | peso <sup>1</sup> | numero                  | peso <sup>1</sup> | numero     | peso <sup>1</sup> |
| 0%  | 11                  | 3,7               | 60                      | 5,5               | 71         | 5,0               |
| < 25%   | 18                  | 38,1              | 63                      | 27,7              | 81         | 30,6              |
| dal 25 al 50%   | 22                  | 57,3              | 41                      | 38,9              | 63         | 44,0              |
| dal 50 al 75%   | 3                   | 0,9               | 27                      | 22,4              | 30         | 16,4              |
| > 75%   | 0                   | 0,0               | 3                       | 5,5               | 3          | 4,0               |
| <i>totale</i>   | <i>54</i>           | <i>100,0</i>      | <i>194</i>              | <i>100,0</i>      | <i>248</i> | <i>100,0</i>      |

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. I dati si riferiscono alle società italiane che alla data del 31 dicembre 2012 non erano in liquidazione. <sup>1</sup> Percentuale sulla capitalizzazione totale del settore.

Al riguardo 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 n. 214 del 22 dicembre 2011).

Dalle Relazioni sul governo societario delle società quotate italiane pubblicate nel 2012 per l'esercizio 2011 emerge che la presenza di amministratori indipendenti, sia ai sensi del Codice di autodisciplina sia secondo i criteri di indipendenza previsti dal Tuf, è più elevata tra le imprese che operano nel settore dei servizi, seguite dalle finanziarie e dalle industriali.

Complessivamente, gli amministratori indipendenti ai sensi del Tuf rappresentano il 39,6 del totale mentre la percentuale media di amministratori indipendenti ai sensi del Codice di autodisciplina è leggermente più bassa (37,6 per cento; Tav. 21). Gli amministratori eletti dai soci di minoranza risultano presenti in 96 società e il numero medio è 0,7.

**Tav. 21 Presenza di amministratori indipendenti e di minoranza negli organi di amministrazione delle società quotate italiane**

(situazione al 31 dicembre 2011)

| settore       | numero società | peso sulla capitalizzazione <sup>1</sup> | % media amministratori indipendenti <sup>2</sup> |                             | amministratori di minoranza <sup>3</sup>                 |              |
|---------------|----------------|--|--|-----------------------------|--|--------------|
|               |                |  | da Tuf   | da Codice di autodisciplina | numero società con almeno un amministratore di minoranza | numero medio |
| finanziario   | 59             | 26,0                                     | 40,2   | 37,1                        | 22   | 0,8          |
| industriale   | 145            | 46,0                                     | 37,7   | 34,7                        | 45   | 0,5          |
| servizi       | 57             | 28,0                                     | 43,9   | 45,5                        | 29   | 0,9          |
| <i>totale</i> | <i>261</i>     | <i>100,0</i>                             | <i>39,6</i>                                      | <i>37,6</i>                 | <i>96</i>  | <i>0,7</i>   |

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario delle società quotate italiane pubblicate nel 2012 per l'esercizio 2011; classificazione settoriale Borsa Italiana. <sup>1</sup> Peso percentuale della capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun settore di attività sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate. <sup>2</sup> I dati si riferiscono alle società quotate italiane per le quali sono disponibili le relazioni sul governo societario (pari a 257 su 261). <sup>3</sup> I dati si riferiscono alle società quotate italiane per le quali sono disponibili le relazioni sul governo societario (pari a 257 su 261). Sono escluse le società che adottano il sistema dualistico, per le quali sono presenti membri del consiglio di sorveglianza eletti dalla lista di minoranza in 5 casi; il numero medio di consiglieri di minoranza è pari a 2,2.

Per quanto concerne la costituzione di comitati interni all'organo di amministrazione, i dati evidenziano l'ampia diffusione tra le società del comitato per le remunerazioni (presente in 226 società, per una capitalizzazione pari a quasi il 100 per cento) e del comitato controllo interno, recentemente rinominato comitato controllo e rischi (istituito da 229 società, che rappresentano il 98,6 per cento del mercato); meno diffuso risulta, invece, il comitato per le nomine (adottato solo da 52 società; Tav. 22).

La minore diffusione del comitato per le nomine si può ricondurre al fatto che esso non era raccomandato dal Codice di autodisciplina preso a riferimento dalle Relazioni di governo societario relative all'esercizio 2011, che rimetteva la scelta relativa alla sua costituzione alla discrezione delle società. L'ultima versione del Codice, approvata nel dicembre 2011, adotta invece un diverso orientamento, raccomandando esplicitamente la costituzione di tale comitato.



I comitati per le remunerazioni e per il controllo interno non si differenziano in modo significativo in termini di composizione (il numero medio di componenti è circa 3); con riguardo al funzionamento, invece, quelli per il controllo interno si riuniscono più frequentemente, tenendo in media quasi 6 riunioni all'anno, a fronte delle 3,5 riunioni medie del comitato per le remunerazioni. In entrambi i casi le riunioni sono più frequenti nelle società finanziarie.

**Tav. 22 Presenza, composizione e funzionamento del comitato per le remunerazioni, del comitato per le nomine e del comitato per il controllo interno nelle società quotate italiane per settore di attività**  
(situazione al 31 dicembre 2011)

| settore       | comitato per le remunerazioni |                   |                         |                                    | comitato per le nomine      |                   |                         |                                    | comitato per il controllo interno |                   |                         |                       |
|---------------|-------------------------------|-------------------|-------------------------|------------------------------------|-----------------------------|-------------------|-------------------------|------------------------------------|-----------------------------------|-------------------|-------------------------|-----------------------|
|               | numero società <sup>1</sup>   | peso <sup>2</sup> | numero medio componenti | numero medio riunioni <sup>3</sup> | numero società <sup>1</sup> | peso <sup>2</sup> | numero medio componenti | numero medio riunioni <sup>3</sup> | numero società <sup>1</sup>       | peso <sup>2</sup> | numero medio componenti | numero medio riunioni |
| finanziario   | 54                            | 99,7              | 3,3                     | 5,2                                | 23                          | 83,8              | 4,3                     | 5,0                                | 54                                | 97,5              | 3,5                     | 8,3                   |
| industriale   | 121                           | 98,2              | 3,1                     | 2,7                                | 21                          | 70,9              | 3,0                     | 2,1                                | 123                               | 98,6              | 2,7                     | 4,8                   |
| servizi       | 51                            | 99,6              | 3,2                     | 3,7                                | 8                           | 30,1              | 3,5                     | 3,3                                | 52                                | 99,6              | 3,1                     | 5,5                   |
| <i>totale</i> | <i>226</i>                    | <i>99,0</i>       | <i>3,2</i>              | <i>3,5</i>                         | <i>52</i>                   | <i>62,8</i>       | <i>3,6</i>              | <i>3,5</i>                         | <i>229</i>                        | <i>98,6</i>       | <i>3,0</i>              | <i>5,8</i>            |

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario delle società quotate italiane pubblicate nel 2012 per l'esercizio 2011; classificazione settoriale Borsa Italiana. I dati si riferiscono alle società quotate italiane per le quali sono disponibili le relazioni sul governo societario (pari a 257 su 261). <sup>1</sup> Numero società che hanno istituito il comitato. <sup>2</sup> Rapporto percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società che hanno istituito il comitato in un dato settore e la capitalizzazione del capitale ordinario delle società quotate appartenenti allo stesso settore. <sup>3</sup> Nei casi in cui il comitato per le nomine è unificato con il comitato per le remunerazioni, è stato attribuito lo stesso numero di riunioni a entrambi i comitati.

Il Codice di autodisciplina raccomanda agli organi di amministrazione di effettuare almeno una volta all'anno un'autovalutazione sul funzionamento del consiglio stesso e dei suoi comitati, nonché sulla loro dimensione e composizione. Nelle relazioni sul governo societario delle società quotate relative all'esercizio 2011 le società che dichiarano di avere effettuato l'autovalutazione sono 176, pari a quasi il 70 per cento del mercato (Tav. 23).

Infine solo 7 società dichiarano di aver predisposto dei piani di successione: tra questi, 5 riguardano gli amministratori e 2 esclusivamente i dirigenti.

La predisposizione di piani per la successione per gli amministratori esecutivi non era raccomandata dal Codice di autodisciplina preso a riferimento dalle Relazioni di governo societario relative all'esercizio 2011. Tuttavia la Consob aveva sottolineato la rilevanza del tema intervenendo con una comunicazione di carattere temporaneo in cui richiedeva alle società di fornire nella Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari informazioni sull'esistenza di piani di successione. Nella nuova versione del Codice si raccomanda che il consiglio di amministrazione valuti se adottare un piano per la successione degli amministratori esecutivi e che, in caso di adozione, l'emittente ne dia informativa nella relazione sul governo societario.

**Tav. 23 Autovalutazione dell'organo di amministrazione delle società quotate italiane e piani di successione**  
(situazione al 31 dicembre 2011)

| settore       | autovalutazione             |                              | piani di successione        |                              |
|---------------|-----------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------------------------|
|               | numero società <sup>1</sup> | peso sul totale <sup>2</sup> | numero società <sup>3</sup> | peso sul totale <sup>2</sup> |
| finanziario   | 46                          | 17,6                         | 3                           | 1,1                          |
| industriale   | 93                          | 35,6                         | 2                           | 0,8                          |
| servizi       | 37                          | 14,2                         | 2                           | 0,8                          |
| <i>totale</i> | <i>176</i>                  | <i>67,4</i>                  | <i>7</i>                    | <i>2,7</i>                   |

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario delle società quotate italiane pubblicate nel 2012 per l'esercizio 2011; classificazione settoriale Borsa Italiana. I dati si riferiscono alle società quotate italiane per le quali sono disponibili le relazioni sul governo societario (pari a 257 su 261). <sup>1</sup> Numero di società che dichiarano che l'organo di amministrazione ha realizzato il processo di autovalutazione. <sup>2</sup> Peso percentuale sul totale delle società quotate. <sup>3</sup> Numero di società che dichiarano di aver predisposto un piano di successione. Sono inclusi due casi nei quali il piano non riguarda gli amministratori ma solo i dirigenti.

Con riferimento al collegio sindacale, i dati a fine 2011 mostrano che i suoi componenti sono in media 3 e che il numero medio di sindaci di minoranza è 0,4. Questi ultimi sono più presenti nelle imprese operanti nel settore dei servizi e meno nel settore industriale. In media i collegi sindacali si sono riuniti circa 11 volte nel corso dell'anno. Il numero di riunioni medie è sensibilmente più elevato nelle società operanti nel settore finanziario (Tav. 24).

**Tav. 24 Composizione e funzionamento del collegio sindacale delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre 2011)

| settore       | numero medio componenti | numero medio sindaci di minoranza | numero medio riunioni |
|---------------|-------------------------|-----------------------------------|-----------------------|
| finanziario   | 3,2                     | 0,4                               | 18,9                  |
| industriale   | 3,1                     | 0,3                               | 9,0                   |
| servizi       | 3,0                     | 0,6                               | 10,0                  |
| <i>totale</i> | <i>3,1</i>              | <i>0,4</i>                        | <i>11,3</i>           |

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario delle società quotate italiane pubblicate nel 2012 per l'esercizio 2011; classificazione settoriale Borsa Italiana. I dati si riferiscono alle società quotate italiane per le quali sono disponibili le relazioni sul governo societario (pari a 257 su 261).

Da ultimo, le evidenze sulla diffusione dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo confermano lo scarso ricorso ai sistemi dualistico e monistico (Tav. 25).

Il numero di società che adottano i sistemi alternativi si è ridotto rispetto al 2011 ed è pari a 8. In particolare due sono i casi di società che adottano il sistema monistico, mentre 6 sono gli emittenti organizzati secondo il modello dualistico. Nel corso del 2012 è stata disposta la revoca dalla quotazione per due società, una

organizzata secondo il modello monistico (Buongiorno) e una secondo il modello dualistico (Monti Ascensori).

Come confermato dai dati sul peso sulla capitalizzazione di mercato, tra le società dualistiche, che rappresentano il 7,5 per cento del mercato, figurano alcune società a elevata capitalizzazione mentre le due società monistiche hanno dimensione ridotta.

**Tav. 25 Sistemi di amministrazione e controllo adottati dalle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre 2012)

| modello       | numero società | peso <sup>1</sup> |
|---------------|----------------|-------------------|
| tradizionale  | 245            | 92,4              |
| dualistico    | 6              | 7,5               |
| monistico     | 2              | 0,1               |
| <i>totale</i> | <i>253</i>     | <i>100,0</i>      |

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

### 3 Le offerte al pubblico di acquisto e scambio

Nel corso del 2012 la Commissione ha approvato la pubblicazione di 13 documenti di offerta (relativi a 9 offerte pubbliche di acquisto e a 4 offerte pubbliche di scambio) aventi ad oggetto in 11 casi titoli quotati o diffusi, in 2 casi titoli non quotati e in un caso titoli diffusi. Delle 9 offerte pubbliche di acquisto 3 sono state obbligatorie (Tav. 26).

Le offerte di scambio hanno avuto ad oggetto in due casi azioni proprie (KME Group e Intek), in un caso prestiti obbligazionari senior emessi dallo stesso offerente (Unipol Banca) e in un caso titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'art. 116 del Tuf (Credito Siciliano). Le tre offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, aventi ad oggetto azioni ordinarie emesse da Edison, Greenvision Ambiente e Marcolin, sono state promosse a seguito del passaggio della quota di controllo. Nell'ambito delle offerte pubbliche di acquisto volontarie si segnala che in un caso l'operazione si è sostanziata nel riacquisto, da parte dell'Offerente (UBI Banca), di strumenti finanziari innovativi di capitale, finalizzato a ottimizzare la struttura del patrimonio di vigilanza dell'Offerente medesimo e del Gruppo a esso riferibile, in linea con le indicazioni di Basilea 3. In Italia l'Offerta è stata rivolta esclusivamente ai portatori *retail*, mentre ai portatori qualificabili come investitori qualificati, residenti o domiciliati in o al di fuori dell'Italia, è stata indirizzata una offerta internazionale promossa, in regime di esenzione dalla pubblicazione di un documento di offerta, sui medesimi titoli oggetto dell'offerta italiana e alle medesime condizioni economiche. Nei rimanenti 5 casi le offerte hanno avuto ad oggetto azioni quotate in mercati regolamentati (Buongiorno, Benetton Group, Apulia Prontopresto, RCF Group, Screen Service Broadcasting Technologies). Si evidenzia inoltre che

le offerte aventi ad oggetto titoli quotati (sia volontarie che obbligatorie) sono state promosse al fine di addivenire alla revoca dalla quotazione delle azioni dell'Emittente.

Delle predette offerte pubbliche di acquisto, 7 sono state promosse da soggetti indicati nell'art. 39-*bis* del Regolamento Emittenti. Pertanto, è stato predisposto dagli amministratori indipendenti dell'emittente, ai sensi del predetto articolo, un parere motivato contenente le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo offerto. Alle predette offerte è risultato inoltre applicabile l'art. 40-*bis* del Regolamento Emittenti concernente la riapertura dei termini dell'offerta pubblica.

In 5 casi gli amministratori indipendenti che hanno rilasciato il parere hanno espresso una valutazione di congruità in merito al prezzo offerto; in un caso, il parere di congruità del corrispettivo offerto è stato assunto dagli amministratori indipendenti a maggioranza, avendo uno degli stessi espresso voto contrario; in un altro caso l'amministratore indipendente, facendo proprie le conclusioni formulate dall'esperto indipendente in merito alla non congruità del prezzo d'Opa, ha espresso parere di non congruità.

Nel corso del 2012 ha avuto luogo la riapertura dei termini di un'offerta pubblica volontaria promossa nel corso del medesimo anno, nonché di 5 offerte promosse nel 2011.

Nel corso dell'anno la Commissione ha inoltre determinato, ai sensi dell'art. 108, comma 4, del Tuf, il corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto delle azioni ordinarie Gruppo Minerali Maffei da parte di Iniziative Minerarie srl e di Pavim srl, delle azioni ordinarie Benetton Group da parte di Edizione srl e delle azioni ordinarie Apulia Prontoprestito da parte di Banca Apulia spa e Hdi Assicurazioni spa.

**Tav. 26 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 2012**

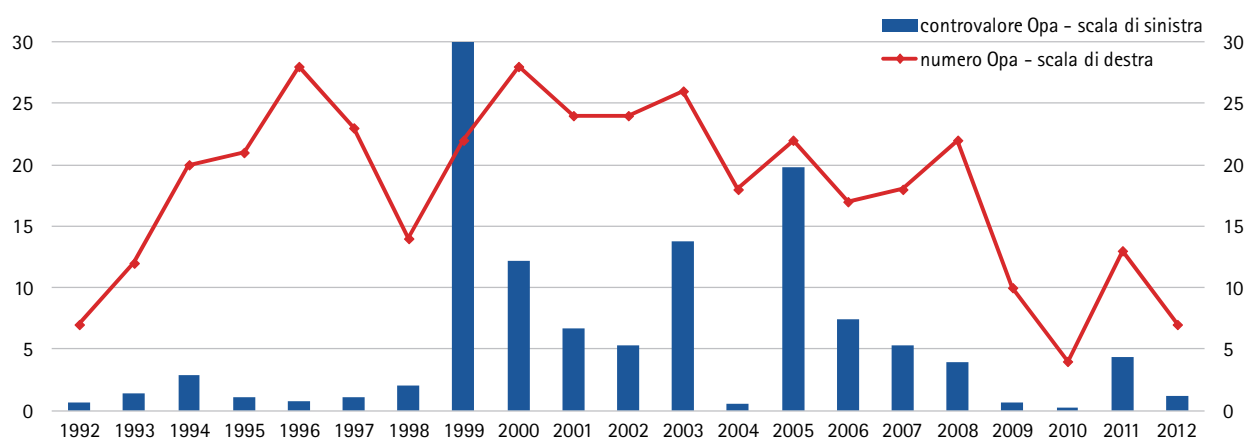
|  | su azioni<br>quotate <sup>1</sup> | su azioni<br>non quotate <sup>2</sup> | totale    |
|--|-----------------------------------|---------------------------------------|-----------|
| volontarie                                     | 4                                 | 3                                     | 7         |
| preventive                                     | 1                                 |                                       | 1         |
| successive                                     | 3                                 |                                       | 3         |
| su azioni proprie <sup>3</sup>                 | 2                                 |                                       | 2         |
| <i>totale</i>                                  | <i>10</i>                         | <i>3</i>                              | <i>13</i> |
| <i>obbligo/diritto di acquisto<sup>4</sup></i> | <i>4</i>                          |                                       |           |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Sono incluse azioni ordinarie, privilegiate e di risparmio. <sup>2</sup> È incluso anche un caso di offerta avente ad oggetto titoli diffusi. <sup>3</sup> Nell'ambito dell'offerta pubblica di scambio volontaria promossa su azioni proprie da KME Group Spa ai fini della configurabilità dell'Opa esimente, la Commissione si è espressa ritenendo che tali strumenti non potessero essere considerati 'quotati' ai sensi dell'art. 106, comma 4, del Tuf. Pertanto, per effetto del superamento delle soglie da parte dell'azionista di controllo è scaturito l'obbligo di Opa da consolidamento realizzata mediante il ricorso alla procedura della riapertura dei termini di adesione. <sup>4</sup> Documenti integrativi finalizzati ad assolvere agli adempimenti informativi connessi all'obbligo/diritto di acquisto ex artt. 108 e 111 del Tuf.

Le offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su titoli di società quotate italiane, il cui periodo di offerta è iniziato nel 2012, hanno mostrato una forte flessione rispetto all'anno precedente, sia in termini di valore complessivo delle operazioni attestatosi a 1,2 miliardi di euro circa (4,3 nel 2011), sia in termini di numero di offerte, pari a 7 (13 nel 2011; Fig. 119).

Il 68 per cento circa del controvalore delle offerte eseguite nel 2012 è riferibile all'Opa successiva obbligatoria, finalizzata alla revoca dei titoli oggetto dell'offerta, lanciata da Transalpina di Energia su azioni Edison.

**Fig. 119 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su titoli di società italiane quotate**  
(miliardi di euro)



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

Con riferimento alle operazioni di *buyback*, si segnala che nel primo trimestre del 2012 sono state poste in essere quattro operazioni da parte di banche italiane che hanno usufruito, in sede di prima applicazione, del regime di esenzione previsto dall'art. 35-*bis* del Regolamento Emittenti (Riquadro 10). Le operazioni hanno interessato complessivamente 28 titoli, per un valore nominale complessivo di circa 13 miliardi di euro.

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 particolare la Commissione in tre casi si è pronunciata in merito alla sussistenza dei presupposti dell'obbligo di promuovere un'Opa, in un caso si è espressa in merito alla congruità del prezzo di un'Opa obbligatoria, ai sensi dell'art. 106, comma 1, del Tuf, e in cinque casi ha fornito chiarimenti interpretativi in merito all'applicabilità di specifiche ipotesi di esenzione dall'obbligo di promuovere una offerta pubblica di acquisto.

## Riquadro 10

### La semplificazione delle operazioni di *buy back* su strumenti finanziari *non equity*

Nel corso dell'anno la Commissione ha dato luogo, previa consultazione con il mercato, a una seconda *tranche* di modifiche regolamentari volte sia a semplificare gli adempimenti regolamentari a carico degli operatori che a favorire l'accesso al mercato da parte delle imprese, garantendo nel contempo la tutela dei risparmiatori.

In particolare, sono state apportate talune modifiche alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio al fine di semplificare le procedure d'offerta e allineare la normativa italiana alle analoghe disposizioni vigenti in altri paesi dell'Unione Europea, attraverso l'eliminazione di alcune disposizioni regolamentari non espressamente richieste dalla disciplina comunitaria (cosiddetto *gold plating*) e non giustificate da specificità del mercato italiano.

Con riferimento alle operazioni di *buy back* di strumenti finanziari *non equity*, è stato esteso l'ambito applicativo dell'esenzione relativa all'obbligo di pubblicazione di un documento di offerta contenuta nell'art. 35-*bis*, quarto comma, del Regolamento Emittenti, anche allo scopo di evitare l'esclusione dei risparmiatori italiani da operazioni di *buy back* obbligazionario poste in essere da emittenti esteri.

In particolare, alla luce delle osservazioni pervenute nel corso della procedura di consultazione, si è ritenuto di: esentare integralmente dalla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio le offerte promosse dall'emittente sulle proprie obbligazioni; estendere la nozione di offerta ricomprendendo nella fattispecie di 'offerta promossa dall'emittente' anche alcuni casi prima esclusi (ad esempio, le offerte promosse non solo da società, ma anche da società o enti che controllano l'emittente, ne sono controllati o sono soggetti a comune controllo con esso); modificare l'ambito applicativo oggettivo delle esenzioni previste dal quarto comma dell'art. 35-*bis*, ricomprendendovi tutti i prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche su singoli argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria, dalle azioni di risparmio, dalle quote di Oicr e dai prodotti finanziari convertibili in titoli.

Tra i casi più emblematici si ricorda l'operazione di ristrutturazione del debito di un gruppo di società facenti capo a Seat Pagine Gialle, che prevedeva, tra l'altro, la fusione per incorporazione di una società di diritto lussemburghese nell'emittente medesimo.

In esito alla fusione per incorporazione gli obbligazionisti della incorporanda società sarebbero divenuti titolari di una partecipazione nell'emittente quotato complessivamente pari all'88 per cento circa del capitale sociale *post-fusione* e, in particolare, il 51 per cento del predetto capitale sarebbe stato detenuto da soggetti

riuniti in un comitato. La Commissione, alla luce dell'analisi della documentazione concernente l'operazione, ha ritenuto che, a seguito della fusione, gli obbligazionisti della incorporanda società non sarebbero stati tenuti, ai sensi del combinato disposto degli artt. 106, comma 1 e 109 del Tuf, a promuovere un'Opa totalitaria sulle azioni dell'emittente quotato, in quanto non risultava ricorrere, nel caso di specie, alcuna delle ipotesi di concerto previste dagli artt. 101-*bis*, commi 4, 4-*bis* e 4-*ter* e 109 del Tuf e 44-*ter* del Regolamento Emittenti.

**Con riferimento alla complessa operazione di integrazione di Unipol Assicurazioni (controllata da Unipol Gruppo Finanziario) con le società Premafin, Fondiaria Sai e Milano Assicurazioni, la Commissione si è pronunciata in merito ai distinti profili.**

In primo luogo l'Istituto ha ritenuto applicabile all'acquisto da parte di Unipol Gruppo Finanziario del controllo diretto di Premafin l'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2, del Regolamento Emittenti, a condizione che non fosse concesso da Unipol Gruppo Finanziario alcun beneficio agli azionisti di controllo uscenti; in secondo luogo, preso atto delle richieste indirizzate dall'ISVAP a Premafin e a Fondiaria Sai volte al rafforzamento patrimoniale di quest'ultima, al fine di prevenire il ricorso a procedure concorsuali, si è espressa in favore dell'applicabilità all'acquisto indiretto da parte di Unipol Gruppo Finanziario di una partecipazione in Fondiaria Sai superiore al 30 per cento dell'ipotesi di esenzione disciplinata dall'art. 49, comma 1, lett. b), n. 1, punto (iii), del Regolamento Emittenti; inoltre, con riguardo all'ulteriore acquisto indiretto da parte di Unipol Gruppo Finanziario di una quota del capitale sociale di Milano Assicurazioni superiore al 60 per cento, la Commissione non ha ritenuto sussistenti le condizioni previste dall'art. 45 del Regolamento Emittenti per il sorgere dell'obbligo di Opa cosiddetta a cascata; infine, alla fase finale dell'operazione consistente nella fusione per incorporazione di Premafin, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni in Fondiaria Sai e nel conseguente incremento della partecipazione detenuta da Unipol Gruppo Finanziario in Fondiaria Sai in misura superiore al 5 per cento nell'arco dei dodici mesi, la Commissione, a condizione che l'Isvap in sede di autorizzazione della fusione considerasse la medesima strumentale rispetto al rafforzamento patrimoniale di Fondiaria Sai, ha ritenuto non applicabile a tal incremento la disciplina dell'obbligo di Opa cosiddetta da consolidamento e si è espressa in favore dell'applicabilità dell'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. b), n. 1, (iii), del Regolamento Emittenti.

**Con riferimento a un caso di trasferimento di una partecipazione azionaria tra società appartenenti al medesimo gruppo (Cassa Depositi e Prestiti e Snam) e tale da determinare, da parte di una delle società coinvolte, il superamento della soglia del 30 per cento del capitale sociale dell'emittente quotato, la Commissione ha ritenuto non applicabile la previsione di cui al combinato disposto degli artt. 106, comma 5, lett. b), del Tuf e 49, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti.**

Tuttavia, ritenendo che il caso di specie presentasse la medesima *ratio* sottesa all'ipotesi di esenzione predetta e fosse, pertanto, a essa riconducibile, la Commissione ha disposto, con provvedimento motivato emesso ai sensi dell'art. 106,

comma 6, del Tuf, che l'acquisto della predetta partecipazione non avrebbe comportato l'obbligo di promuovere un'Opa ai sensi dell'art. 106, comma 1, del Tuf.

Nel corso dell'anno la Commissione ha risposto alla richiesta di parere in merito alla corretta applicazione del criterio di cui all'art. 106, comma 2, del Tuf, con riferimento all'offerta pubblica di acquisto obbligatoria avente ad oggetto azioni ordinarie Edison, esprimendo l'avviso che il prezzo indicato dall'offerente fosse coerente con l'applicazione del criterio *ex lege* di determinazione del prezzo dell'Opa obbligatoria stabilito dalle disposizioni appena richiamate.

In relazione alla medesima offerta la Commissione si è inoltre pronunciata, per la prima volta, relativamente a una istanza di aumento del prezzo di un'offerta pubblica obbligatoria formulata dalla Carlo Tassara Spa, ai sensi degli artt. 106, terzo comma, lett. d), del Tuf e 47-*sexies* e 47-*octies*, del Regolamento Emittenti. In particolare la Commissione ha respinto detta istanza di aumento reputando la non sussistenza di elementi tali da far ritenere che il prezzo della predetta offerta dovesse essere rettificato in aumento.

## 4 L'informativa sugli assetti proprietari

Nel corso del 2012 sono state pubblicate circa 830 comunicazioni (1.100 nel 2011) relative a partecipazioni in società quotate, effettuate ai sensi dell'art. 120 del Tuf (Fig. 120).

Le dichiarazioni hanno riguardato, per circa il 58 per cento dei casi, il superamento della soglia del due per cento del capitale o la riduzione entro la medesima soglia, equamente ripartite tra le due tipologie di dichiarazioni, e per il restante 42 per cento la variazione di partecipazioni rilevanti già detenute. Tale ultimo dato ricomprende anche le comunicazioni concernenti le variazioni nel titolo del possesso o nella catena partecipativa, ovvero comunicazioni effettuate per aggiornamento della partecipazione anche a seguito di esplicite richieste della Consob nell'ambito dell'attività di vigilanza (per un valore pari a circa il 18 per cento del totale delle dichiarazioni).

Nel corso del 2012 le comunicazioni da parte degli emittenti quotati relative a operazioni su azioni proprie sono state circa il 5 per cento del totale, con una minima prevalenza degli acquisti rispetto alle vendite.

Come già rilevato negli anni scorsi, anche nel 2012 si è registrata un'ulteriore sensibile riduzione del numero delle comunicazioni ricevute e pubblicate. Tale dato, oltre a rispecchiare il trend degli anni passati, si spiega anche alla luce di una razionalizzazione del *corpus* normativo che ha avuto come obiettivo principale quello di aumentare l'attrattività del mercato italiano anche attraverso l'abrogazione di norme non previste dalle normative comunitarie e non giustificate da precise specificità nazionali. In questo ambito di particolare rilievo è stato il provvedimento, entrato in vigore nella seconda metà dell'anno, che ha abrogato l'obbligo delle

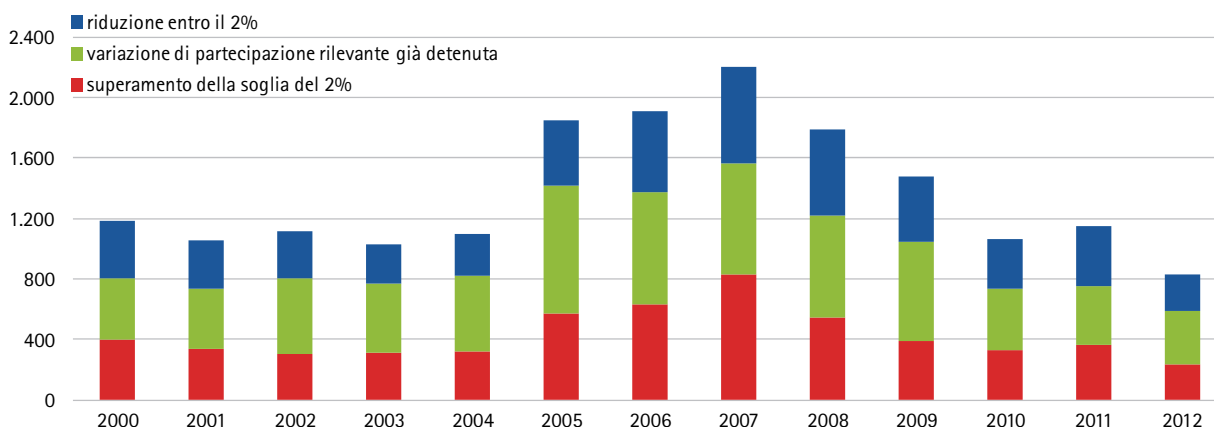


comunicazioni delle partecipazioni rilevanti relative alle soglie dal 35 al 75 per cento, mantenendo quella del 50. Inoltre, è stata introdotta una nuova esenzione a favore degli investitori qualificati che abbiano acquisito partecipazioni inferiori al 5 per cento in occasione di offerte al pubblico e di aumenti di capitale, qualora si impegnino a cederle entro 18 mesi. È stata, infine, riformulata l'esenzione nei confronti delle società di gestione del risparmio, nell'ottica di una sua più agevole applicazione.

A differenza di quanto accaduto negli anni precedenti nel 2012 le dichiarazioni sono pervenute in gran parte da soggetti italiani (circa il 56 per cento). Le comunicazioni sono riferibili per circa il 30 per cento alle società di capitali, seguono le società di gestione del risparmio con il 29 per cento, le persone fisiche con il 24 per cento e infine le banche con circa il 17 per cento.

Nel corso del 2012 sono state inoltre pubblicate 5 dichiarazioni relative all'acquisizione, cessione o modifica di partecipazioni potenziali relative a 3 società quotate, mentre non sono state effettuate comunicazioni relative alla dichiarazione della 'posizione lunga complessiva', fattispecie introdotta nel 2011 con l'obiettivo di rendere note agli investitori alcune informazioni utili a fornire un quadro il più possibile fedele dei potenziali azionisti delle società quotate.

**Fig. 120 Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane**



Fonte: Consob.

Nel 2012 sono stati pubblicati 155 annunci di patti parasociali (214 nel 2011) relativi a 67 società quotate. In 95 casi si è trattato di variazioni di patti parasociali già esistenti, in 21 casi si è trattato di scioglimento o venir meno degli scopi previsti nel patto stesso, mentre i restanti 39 casi hanno riguardato la pubblicazione degli estratti di nuovi patti parasociali. Per una delle due società che sono state ammesse a quotazione nel corso del 2012 è stato stipulato un accordo parasociale.

## 5 L'informativa sulle operazioni con parti correlate

Nel 2012 sono stati pubblicati 79 documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate (Tav. 27). Il dato è in linea con quello relativo al 2011 (80 documenti informativi), anno di prima applicazione della disciplina di trasparenza contenuta nel Regolamento sulle operazioni con parti correlate.

Nella maggior parte dei casi, i documenti informativi riguardano operazioni di finanziamento e acquisizioni o cessioni di *asset* e partecipazioni. In un numero considerevole di casi (17) si è trattato di operazioni sul capitale, quali fusioni e aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione in favore di parti correlate. In 8 casi il documento informativo ha riguardato delibere quadro aventi ad oggetto serie di operazioni omogenee con determinate categorie di parti correlate, il cui prevedibile ammontare supera la soglia di rilevanza.

In oltre tre casi su quattro la controparte dell'operazione è l'azionista di maggioranza, anche tramite una società dallo stesso controllata, o un socio titolare di una partecipazione significativa nel capitale dell'emittente. Meno frequentemente le operazioni sono state poste in essere (esclusivamente) con società controllate o collegate; tali operazioni, infatti, sono oggetto di una facoltà di esenzione a condizione che non sussistano nell'operazione interessi significativi di altre parti correlate. Più raramente, infine, la controparte dell'operazione è riferibile ad amministratori o dirigenti della società quotata che non detengono partecipazioni rilevanti nel capitale della stessa.

**Tav. 27 Operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2012 dalle società quotate – documenti informativi**

| tipologia di operazione   | controparte   |              |                         |                |           |
|---|---|--------------|-------------------------|----------------|-----------|
|   | amministratori / società riferibili ad amministratori | controllante | controllata / collegata | soci rilevanti | totale    |
| aumento di capitale riservato                                   | 1   |              |                         | 3              | 4         |
| contratti di fornitura, servizi, sponsorizzazione, investimento |   | 11           | 1                       | 1              | 13        |
| finanziamento   | 5   | 10           | 4                       | 9              | 28        |
| fusione   |   | 8            | 5                       |                | 13        |
| trasferimento di <i>asset</i>                                   |   | 16           | 2                       | 3              | 21        |
| <i>totale</i>   | <i>6</i>  | <i>45</i>    | <i>12</i>               | <i>16</i>      | <i>79</i> |

Fonte: Consob.

Nel corso del 2012 la Consob ha ricevuto 28 comunicazioni relative a operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate qualificate come ordinarie e concluse a condizioni di mercato e oggetto di deroga agli obblighi di informazione al pubblico.

Ai sensi dell'art. 13, comma 3 del Regolamento sulle operazioni con parti correlate, infatti, le operazioni ordinarie e concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard possono essere escluse dall'applicazione degli obblighi procedurali e di informativa al pubblico. In particolare possono essere esentate le operazioni afferenti all'ordinario esercizio dell'attività operativa o della connessa attività finanziaria, secondo la classificazione contenuta nello IAS 7, e concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard. Il Regolamento prevede che le operazioni 'ordinarie' di maggiore rilevanza per le quali si è derogato alla pubblicazione del documento informativo siano comunicate alla Consob e riportate nelle relazioni finanziarie annuali e semestrali.

Le operazioni 'ordinarie', effettuate da 13 società, sono in prevalenza riferibili all'attività ordinaria delle società (come i contratti per la fornitura di servizi e le operazioni di finanziamento per società bancarie). In alcuni casi le operazioni di finanziamento hanno interessato società non bancarie, che hanno beneficiato dell'esenzione prevista per le operazioni rientranti nell'attività finanziaria strettamente connessa a quella operativa.

Nella maggior parte dei casi le operazioni 'ordinarie' sono state poste in essere con la società controllante, con società dalla stessa controllate ovvero con azionisti titolari di partecipazioni significative al capitale della società quotata (12,7 e 3 casi, rispettivamente). Più raramente le controparti delle operazioni ordinarie di maggiore rilevanza sono state società controllate o collegate e controparti riferibili agli amministratori.

Nel corso del 2012 le società con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante hanno pubblicato 47 documenti informativi per operazioni con parti correlate (Tav. 28). Si tratta per lo più di operazioni di finanziamento realizzate con l'azionista di maggioranza.

Gli emittenti azioni diffuse hanno, inoltre, comunicato 62 operazioni di maggiore rilevanza ordinarie ed effettuate a condizioni equivalenti a quelle di mercato.

**Tav. 28 Operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2012 dagli emittenti azioni diffuse – documenti informativi**

| tipologia di operazione                                 | controparte  |             |                |                | totale    |
|---|--------------|-------------|----------------|----------------|-----------|
|   | controllante | controllata | organi sociali | soci rilevanti |           |
| contratti di fornitura, servizi, operazioni commerciali | 7            | 2           |                |                | 9         |
| finanziamento   | 18           |             | 7              | 6              | 31        |
| fusione   | 3            |             |                |                | 3         |
| trasferimento di asset                                  | 4            |             |                |                | 4         |
| <i>totale</i>   | <i>32</i>    | <i>2</i>    | <i>7</i>       | <i>6</i>       | <i>47</i> |

Fonte: Consob.

## 6 La vigilanza sugli organi di controllo interno

Nel 2012 la Commissione ha formulato nei confronti degli organi di controllo richieste informative mirate al fine di acquisire le considerazioni dei sindaci sull'osservanza da parte degli amministratori di specifiche disposizioni e prassi e sull'adeguatezza del sistema dei controlli interni.

Tale approccio intende favorire la più tempestiva valutazione da parte dei sindaci dei profili di potenziale maggiore criticità della *governance* delle società quotate e l'adempimento in via preventiva e continuativa dei doveri di vigilanza a cui sono tenuti ai sensi dell'art. 149 del Tuf.

I profili per i quali è stata richiamata l'attenzione dei sindaci hanno riguardato la verifica della sussistenza dei requisiti di indipendenza degli amministratori, in relazione alla quale non solo la legge ma anche il Codice di autodisciplina assegna al collegio sindacale importanti compiti di verifica della corretta applicazione dei requisiti previsti da legge e autodisciplina.

Nell'ambito della vigilanza sulle operazioni con parti correlate la Consob ha costantemente formulato richieste ai sindaci volte a ricevere le loro considerazioni in ordine all'applicazione delle regole di correttezza sostanziale e procedurale nonché di trasparenza, ad esempio in occasione di importanti operazioni di maggiore rilevanza. È stata, inoltre, oggetto di approfondimenti la corretta applicazione di alcune ipotesi di esenzione, in particolare quelle per operazioni ordinarie e concluse a condizioni di mercato e per indennità di fine carica deliberate in favore di amministratori non previste dalla politica della remunerazione o differenti rispetto a quelle eventualmente previste.

Nel corso di vicende societarie che potevano configurare esempi di *mala gestio* i collegi sindacali sono stati inoltre destinatari di richieste informative, alla Consob e al mercato, in ordine alle attività di verifica svolte e all'intenzione di promuovere l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori, utilizzando l'autonomo potere di iniziativa che l'art. 2393, comma 3, del codice civile assegna agli organi di controllo.

Numerosi interventi hanno riguardato la verifica da parte del collegio sindacale dell'adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema dei controlli interni nonché l'efficacia dei modelli adottati ai sensi del d.lgs. 231/2001. Tale ambito di attività del collegio è risultato particolarmente critico in alcuni casi, al centro di vicende giudiziarie.

Nel corso del 2012 sono stati avviati alcuni rilevanti procedimenti sanzionatori nei confronti degli organi di controllo per violazioni nell'adempimento dei doveri di vigilanza previsti dall'art. 149, comma 1, del Tuf. In particolare le contestazioni hanno riguardato violazioni del dovere di vigilare sull'osservanza da parte degli amministratori della legge e dei principi di corretta amministrazione, sulla concreta attuazione delle regole di governo societario adottate in adesione al Codice di autodisciplina nonché sull'adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema di controllo interno.

Tali violazioni sono state riscontrate principalmente in occasione di operazioni con parti correlate di particolare rilevanza che includono sia casi recenti, per i quali sono state ritenute violate specifiche previsioni del Regolamento Consob in vigore dal 2011, sia operazioni meno recenti, per le quali si sono riscontrate ripetute violazioni dei generali doveri degli amministratori di agire nell'interesse sociale, in modo informato e con la diligenza richiesta dal loro incarico e una carente applicazione delle prassi dell'autodisciplina a cui le società dichiaravano di aderire. Alcune contestazioni hanno riguardato la mancata vigilanza dell'organo di controllo sull'adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema di controllo interno della società in presenza di evidenti carenze di questi ultimi e a fronte di relazioni dei sindaci all'assemblea, redatte ai sensi dell'art. 153 del Tuf, completamente rassicuranti.

## 7 La vigilanza sulle società di revisione

Dal 13 settembre 2012 è stato istituito, come previsto dalla nuova normativa di settore, il Registro dei revisori legali presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, nel quale sono migrate anche le società di revisione in precedenza vigilate dalla Consob in quanto iscritte nell'Albo Speciale di cui all'art. 161 del Tuf. L'Albo Speciale risulta, quindi, definitivamente abrogato a partire dal 13 settembre 2012. Sino a tale data la Consob ha esercitato i poteri che ancora le competevano.

In particolare ha provveduto ad approvare l'iscrizione nell'Albo Speciale di una società di revisione, cancellare due società, confermare la delibera di iscrizione di una società di revisione che ha mutato la propria ragione sociale e cancellare un ente di revisione di paesi terzi dalla sezione A del medesimo Albo. Al 12 settembre 2012 risultavano iscritte all'Albo Speciale 20 società di revisione soggette all'azione di vigilanza della Consob, una in meno rispetto al 31 dicembre 2011.

Dai dati comunicati dalle società di revisione nel luglio 2012 si evince che gli enti di interesse pubblico (cosiddetti Pie) hanno complessivamente conferito 2.750 incarichi di revisione legale per l'*audit* 2012 dei bilanci (2.838 nel luglio 2011). Tali incarichi sono riferibili a 300 partner (295 nel 2011), facenti capo a 19 società di revisione legale.

Il mercato della revisione legale, come noto, presenta storicamente un alto grado di concentrazione. L'analisi della distribuzione degli incarichi di revisione legale dei conti annuali e consolidati dei Pie, in essere al 30 giugno 2012, conferma un'elevata concentrazione delle quote del mercato della revisione legale tra i primi quattro operatori del mercato nazionale, le cosiddette *big four*, leader internazionali del settore. Le prime quattro società di revisione legale rappresentano, infatti, complessivamente una quota di mercato (basata sul numero di incarichi conferiti) di poco superiore all'83 per cento, mentre le prime dieci società giungono a coprire il 97 per cento degli incarichi di revisione dei bilanci dei Pie. Le singole quote di mercato delle *big four* oscillano tra circa il 15 e il 24 per cento (Tav. 29).

La distribuzione degli incarichi per settore di attività degli enti di interesse pubblico evidenzia un minor grado di concentrazione per i segmenti relativi alle assicurazioni e agli intermediari mobiliari, finanziari e altre Pie, per i quali la quota di mercato delle *big four* è di poco superiore al 75 per cento a fronte dell'82 per cento circa relativo alle banche e all'86 per cento relativo alle società con valori mobiliari quotati.

**Tav. 29 Distribuzione degli incarichi di revisione legale in essere al 30 giugno 2012 per classi di revisori legali**  
(dato riferito agli enti di interesse pubblico ex art. 16, d.lgs. 39/2010)

| società di revisione legale | società con valori mobiliari quotati <sup>1</sup> |                    | banche     |                    | assicurazioni |                    | intermediari mobiliari, finanziari e altri |                    | totale incarichi di revisione |                    |
|-----------------------------|---|--------------------|------------|--------------------|---------------|--------------------|--|--------------------|-------------------------------|--------------------|
|                             | numero  | quota % di mercato | numero     | quota % di mercato | numero        | quota % di mercato | numero                                     | quota % di mercato | numero                        | quota % di mercato |
| <i>big four</i>             | 1.497   | 86,1               | 301        | 81,6               | 109           | 75,2               | 380  | 76,5               | 2.287                         | 83,2               |
| società medie               | 206   | 11,8               | 50         | 13,6               | 36            | 24,8               | 88   | 17,7               | 380                           | 13,8               |
| società piccole             | 36  | 2,1                | 18         | 4,9                | -             | -                  | 29   | 5,8                | 83                            | 3,0                |
| <i>totale</i>               | <i>1.739</i>                                      | <i>100,0</i>       | <i>369</i> | <i>100,0</i>       | <i>145</i>    | <i>100,0</i>       | <i>497</i>                                 | <i>100,0</i>       | <i>2.75</i>                   | <i>100,0</i>       |

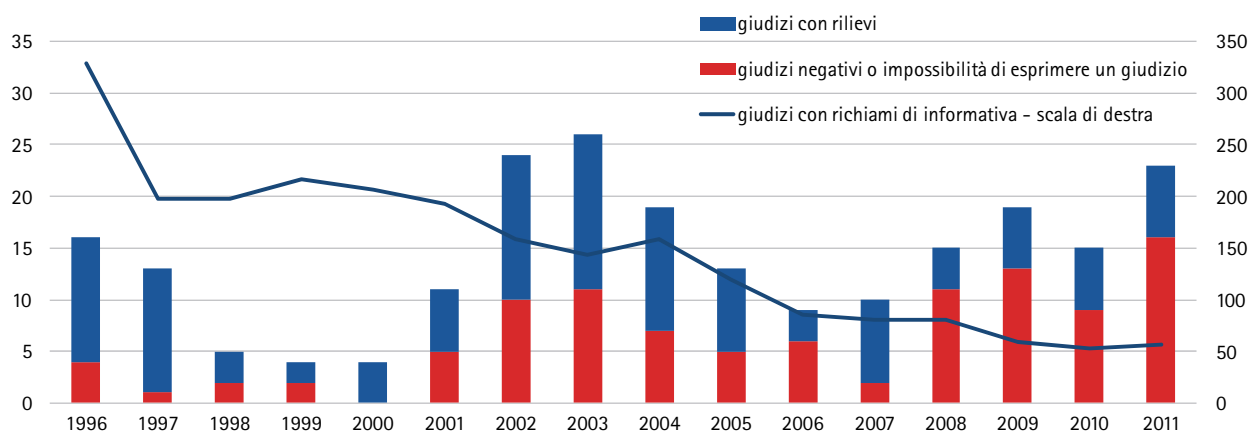
Fonte: Consob. Le società di revisione legale sono state ordinate in 3 classi dimensionali in funzione decrescente del numero di incarichi Pie a esse conferiti. La classe denominata '*big four*' include le prime 4 società di revisione legale con il maggior numero di incarichi Pie conferiti. La classe denominata 'società medie' include il secondo gruppo di 6 società di revisione legale per numero di incarichi Pie conferiti, con una quota di mercato compresa tra lo 0,7 e il 6 per cento. La classe denominata 'società piccole' include il terzo gruppo di 9 società di revisione legale con il minor numero di incarichi Pie conferiti e con una quota di mercato tra lo 0,1 e lo 0,7 per cento. <sup>1</sup> Società con valori mobiliari quotati e società loro controllanti, controllate, sottoposte a comune controllo.

Al proposito rilevano le innovazioni introdotte dal citato d.lgs. 39/2010, che ha comportato non soltanto un ampliamento delle categorie ricomprese nella definizione di enti di interesse pubblico (tra cui le banche, in precedenza non soggette all'obbligo *de quo*) e un conseguente incremento nel numero degli incarichi di revisione oggetto di vigilanza da parte della Consob, ma anche e soprattutto un potenziale incremento del perimetro delle società e dei revisori legali che potranno entrare nel mercato della revisione legale dei conti delle Pie. Quest'ultimo aspetto nel tempo potrebbe determinare una graduale riduzione del grado di concentrazione del mercato della revisione legale dei conti.

Con particolare riferimento alla revisione legale per l'esercizio 2011 dei bilanci annuali e consolidati delle società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani, i revisori e le società di revisione legale hanno espresso un giudizio negativo per una sola società (come per l'esercizio 2010) e l'impossibilità di esprimere un giudizio per 15 società (9 nel 2010, 13 nel 2009); per altre 7 società sono stati invece espressi giudizi con rilievi (6 nel 2010 e nel 2009). Il numero di società per le quali, invece, i revisori hanno inserito richiami di informativa si è attestato a 57 (53 nel 2010, 59 nel 2009; Fig. 121).

In particolare per 15 di quest'ultime società il richiamo di informativa ha messo in evidenza l'esistenza di una significativa incertezza relativa a eventi o circostanze tali da far sorgere dubbi significativi circa la capacità dell'impresa di proseguire la propria attività in continuità aziendale.

Fig. 121 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.

Anche nel corso del 2012 la vigilanza sulle società di revisione è stata realizzata mediante interventi preventivi di controllo di qualità, che hanno assunto natura sistematica, e interventi successivi su casi specifici (*enforcement*).

Per quanto riguarda i controlli di qualità finalizzati alla verifica dell'esistenza e della corretta applicazione delle procedure di controllo interno previste dall'art. 22, comma 1, del d.lgs. 39/2010, nel corso del 2012 sono state completate le verifiche su due società di revisione. Si è così concluso il primo ciclo di controlli su tutte le società di revisione dell'ex Albo Consob (*big four* e società medio-piccole). Tali controlli hanno evidenziato criticità rispetto alle quali la Commissione ha formulato Raccomandazioni a cui le società si sono adeguate adottando opportune misure organizzative.

Per le *big four* la struttura organizzativa e i rapporti con i *network* di appartenenza hanno costituito il quadro di riferimento nell'ambito del quale è stata svolta la valutazione dell'adeguatezza delle procedure interne di controllo adottate dalle singole società, alla luce del fatto che le loro scelte organizzative sono fortemente condizionate dalle decisioni adottate a livello di *network* di appartenenza (soprattutto per gli aspetti legati alla qualità dei servizi professionali resi sul mercato). Complessivamente i diversi modelli organizzativi applicati dalle società di grandi dimensioni per il controllo della qualità sono stati valutati adeguati rispetto a quanto previsto nei principi di riferimento. Sono stati, tuttavia, riscontrati taluni profili di debolezza rispetto a specifici aspetti procedurali e organizzativi, che hanno portato all'adozione di interventi di rafforzamento in attuazione di quanto raccomandato dalla Consob.

Per quanto riguarda le procedure poste in essere dalle società di revisione per il rispetto delle regole sull'indipendenza, particolare rilievo assumono gli inter-

venti relativi alla prestazione dei servizi non *audit* ai clienti di revisione. Sono state infatti oggetto di integrazione le procedure esistenti per la verifica della corretta prestazione di servizi non *audit* ai sensi della normativa italiana. Tali interventi si sono resi necessari in considerazione della tipicità del sistema normativo italiano, che prevede numerosi divieti relativi ai non *audit services* ed estende il perimetro di applicazione delle situazioni di incompatibilità alle entità del *network*, rendendo piuttosto complessi i controlli in presenza di *network* molto articolati. In alcuni casi sono stati necessari anche interventi di rafforzamento del monitoraggio interno su tali fattispecie.

Con riferimento all'area della direzione e supervisione degli incarichi i controlli di qualità hanno evidenziato una scarsa sensibilità verso l'utilizzo di alcuni indicatori gestionali per l'individuazione di fattori di rischio potenzialmente in grado di incidere sulla qualità dei lavori di revisione svolti. La misura di rafforzamento adottata per valorizzare tali fattori si è concretizzata nell'introduzione di punti di controllo indipendenti all'interno della società di revisione, con il duplice compito di: i) analizzare gli scostamenti relativi ai tempi pianificati per lo svolgimento dell'incarico di revisione e le prestazioni riportate a consuntivo; ii) verificare la compatibilità della concentrazione degli incarichi in capo a partner e manager con un'adeguata attività di direzione, supervisione e riesame da parte dei suddetti soggetti.

Un importante presidio riscontrato all'interno delle società di revisione per la salvaguardia della qualità dell'audit riguarda, inoltre, la presenza di un *independent review* sugli incarichi di revisione più rilevanti/rischiosi, vale a dire la previsione di controlli sulla correttezza del processo di revisione da parte di un partner diverso da quello responsabile dell'incarico prima dell'emissione dell'*opinion*. Tenuto conto della rilevanza di tale figura si è provveduto a migliorare la documentazione delle verifiche svolte dal *reviewer*, essendo state diffusamente riscontrate difficoltà nell'apprezzamento della portata degli interventi effettivamente realizzati.

Infine, anche rispetto all'importante fase dell'accettazione di nuovi clienti, sono stati introdotti punti di controllo volti a garantire il completamento dell'intero processo di accettazione, compresi i diversi livelli autorizzativi, prima dell'emissione della proposta di prestazione di servizi professionali e dell'effettivo avvio dei relativi lavori. Ciò al fine di mitigare il rischio che considerazioni di natura commerciale possano eccessivamente influenzare le valutazioni che devono essere svolte in occasione del rilascio della proposta, soprattutto con riferimento alla determinazione dei tempi e delle risorse da impiegare per lo svolgimento dell'incarico, anche in funzione dei profili di rischio rilevati.

Per le società di revisione medie e piccole i controlli di qualità hanno evidenziato taluni profili di debolezza che hanno riguardato, in particolare, la 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), le modalità di acquisizione degli elementi probativi (verifiche sull'affidabilità dei dati contabili proveniente da entità esterne



non soggette a controllo da parte del revisore, così come modalità di svolgimento delle procedure di conferma esterna e verifiche dei rapporti con parti correlate), 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 degli incarichi esaminati (immobilizzazioni materiali, partecipazioni in società controllate e non, titoli in portafoglio, depositi e conti correnti e commissioni attive e passive), la documentazione nelle carte di lavoro delle valutazioni a supporto delle conclusioni espresse in tale relazione di revisione. A fronte delle criticità riscontrate la vigilanza dell'Istituto ha predisposto taluni interventi tesi al rafforzamento di importanti aree organizzative e procedurali.

In tal senso vanno sicuramente i miglioramenti apportati ai diversi manuali di *audit* adottati per lo svolgimento dell'attività di revisione, ora maggiormente allineati ai principi professionali di riferimento, soprattutto rispetto alla valutazione dei rischi, ovvero più adeguati con riferimento a specifici settori (quali quello bancario, assicurativo e dell'intermediazione finanziaria), in quanto tengono in maggior conto le specificità degli stessi. A tal fine è stato valorizzato quanto riscontrato attraverso l'esame degli incarichi selezionati in termini di 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.

Un ulteriore risultato conseguito rispetto all'obiettivo della qualità dell'attività di revisione riguarda l'area della formazione delle risorse, rispetto alla quale sono stati rafforzati gli interventi, anche attraverso la predisposizione 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. I programmi di formazione sono stati modulati anche in funzione delle specifiche esigenze formative delle diverse qualifiche del personale e, quindi, del diverso ruolo svolto dalle varie figure all'interno dei team di revisione, delle peculiarità di settori economici specifici (quali quello bancario, assicurativo e dell'intermediazione finanziaria). Un importante profilo oggetto di attenzione ha riguardato l'utilizzo di specialisti per affrontare temi che richiedono specifiche competenze (quali quello dell'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.

Sono stati, altresì, realizzati rafforzamenti nell'area della direzione e supervisione degli incarichi, attraverso il miglioramento della documentazione delle verifiche svolte dall'*independent review* (laddove previsto). Si è agito, inoltre, attraverso l'introduzione di punti di controllo indipendenti all'interno della società di revisione, con il duplice compito di verificare sistematicamente gli scostamenti relativi ai tempi pianificati per lo svolgimento dell'incarico di revisione e le prestazioni riportate a consuntivo nonché la compatibilità della concentrazione degli incarichi in capo a

partner e manager con un'adeguata attività di direzione, supervisione e riesame da parte dei suddetti soggetti.

Le contenute dimensioni di alcuni soggetti sottoposti a controllo rappresentano la causa delle debolezze procedurali riscontrate nell'archiviazione delle carte di lavoro, rispetto alle quali sono state rafforzate le procedure in essere, al fine di fornire un adeguato presidio per il rispetto dei termini per l'archiviazione delle carte di lavoro previsti dalle norme tecniche di riferimento (normalmente 60 giorni dal rilascio dell'*opinion*) e la loro integrità e sicurezza.

Specifici interventi sono stati effettuati anche con riferimento alle procedure di accettazione e mantenimento della clientela, importante fase nella quale la società deve valutare i 'rischi professionali' legati all'acquisizione di un nuovo cliente e la disponibilità quali/quantitativa di risorse per lo svolgimento dell'incarico. Al riguardo le misure adottate tendono a ottenere una più adeguata documentazione dei processi di valutazione compiuti, nelle fasi di accettazione di un nuovo cliente e di valutazione sul mantenimento della clientela in portafoglio, quest'ultima da svolgersi con cadenza annuale; sono state introdotte, inoltre, forme di controllo sull'effettivo svolgimento di tali valutazioni prima di giungere alla formulazione delle proposte di incarico e avviare i relativi lavori di revisione.

Infine anche l'area del monitoraggio è stata rafforzata attraverso interventi particolarmente rilevanti volti a garantire l'istituzione o il potenziamento delle procedure di controllo interno, superando così eventuali rischi di *self-review* e prevedendo adeguati piani di azione (*action plan*) finalizzati a superare le carenze emerse in sede di monitoraggio, con riferimento sia agli incarichi sia alle aree procedurali esaminate.

Nel corso dell'anno si è dato avvio a un nuovo ciclo di controlli di qualità, avente l'obiettivo di verificare l'effettiva implementazione operativa e l'efficacia delle misure organizzative/procedurali adottate dalle società di revisione in risposta alle carenze riscontrate dalla Consob nonché la corretta applicazione dei principi di revisione nello svolgimento di incarichi su bilanci di Pie, anche nelle società di revisione di grandi e medie dimensioni.

Ai fini dell'avvio del nuovo ciclo di controlli si è reso necessario definire un modello di campionamento per la selezione degli incarichi da sottoporre a *review* nelle società di revisione di grandi e medie dimensioni. Il modello di campionamento, realizzato seguendo un approccio *risk based*, è stato già applicato su tre società di revisione e la *review* sugli incarichi così selezionati è attualmente in corso. Inoltre è stato realizzato un controllo su una società di grandi dimensioni per verificare l'effettiva implementazione e l'efficacia delle misure organizzative e procedurali adottate in esito alle Raccomandazioni formulate dalla Consob nel precedente controllo di qualità.

Per quanto concerne l'attività di *enforcement*, nel corso dell'anno 2012 è stata trasmessa una lettera di contestazioni nei confronti di una società iscritta nell'Albo Speciale, a seguito dell'accertamento di irregolarità nello svolgimento di lavori di revisione relativi al bilancio di una banca. È

stata, inoltre, trasmessa 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 nell'elaborazione e nella rappresentazione dei dati previsionali in questione.

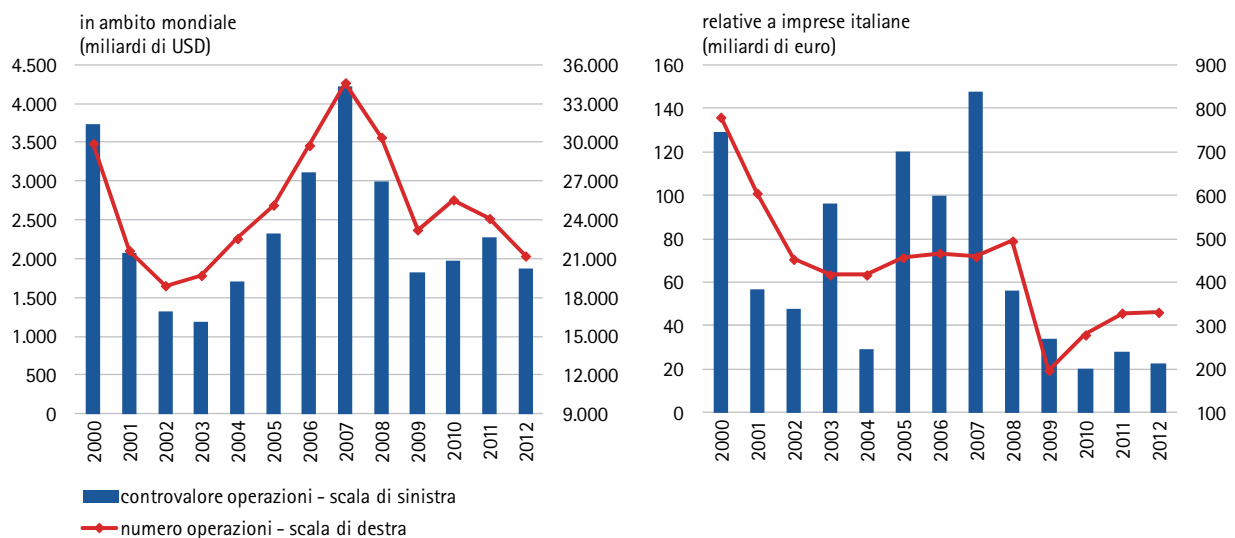
# III La vigilanza sull'informativa societaria

## 1 Le operazioni di finanza straordinaria

Nel 2012 sia il controvalore sia il numero di operazioni di fusioni e acquisizioni (M&A) realizzate nel mercato internazionale hanno registrato un calo, a fronte delle incertezze che hanno caratterizzato la congiuntura mondiale. In particolare il controvalore è diminuito di circa 400 miliardi di dollari rispetto al 2011 (-18 per cento), mentre per il numero di operazioni la flessione si è attestata a circa 3.000 (-12 per cento; Fig. 122).

Le operazioni che hanno coinvolto imprese italiane evidenziano una dinamica analoga: il controvalore delle transazioni concluse nel 2012, pari a 22,6 miliardi di euro (28,1 miliardi nel 2011), ha evidenziato un calo del 20 per cento, mentre è rimasto sostanzialmente stabile il numero delle operazioni (331 contro 329 nel 2011).

Fig. 122 Operazioni di acquisizione e fusione



Fonte: KPMG Corporate Finance e Bloomberg.

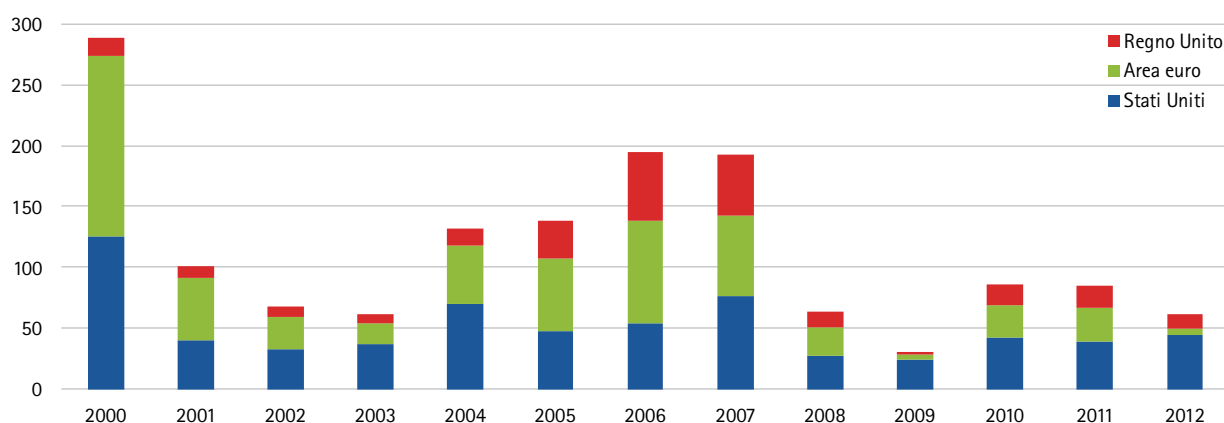
Per il mercato domestico si conferma la presenza di poche grandi operazioni: circa l'80 per cento del controvalore delle transazioni, infatti, è imputabile

alle prime 20 transazioni; è cresciuto il peso degli investimenti della Cassa Depositi e Prestiti (quasi il 40 per cento del totale nel 2012), mentre si sono ridotte di oltre il 60 per cento le operazioni di acquirenti stranieri (da 18 a 7 miliardi di euro).

Nel 2012, dopo i segnali di ripresa registrati nel biennio precedente, le risorse complessivamente raccolte dalle imprese di nuova quotazione nelle principali borse internazionali sono nuovamente calate, attestandosi a 62 miliardi di dollari Usa circa (85 nel 2011).

La contrazione della raccolta è stata più marcata nell'Area euro, dove è passata da oltre 27 a circa 5 miliardi di dollari (-81,5 per cento) rispetto al Regno Unito, che ha registrato un calo da quasi 19 a 12 miliardi di dollari circa (-36,9 per cento). Viceversa il dato è risultato in crescita per gli Stati Uniti da quasi 40 miliardi di dollari nel 2011 a 44,5 nel 2012 (+14 per cento; Fig. 123).

**Fig. 123 Risorse raccolte dalle società di nuova quotazione nelle borse dei principali paesi industrializzati**  
(miliardi di dollari Usa)

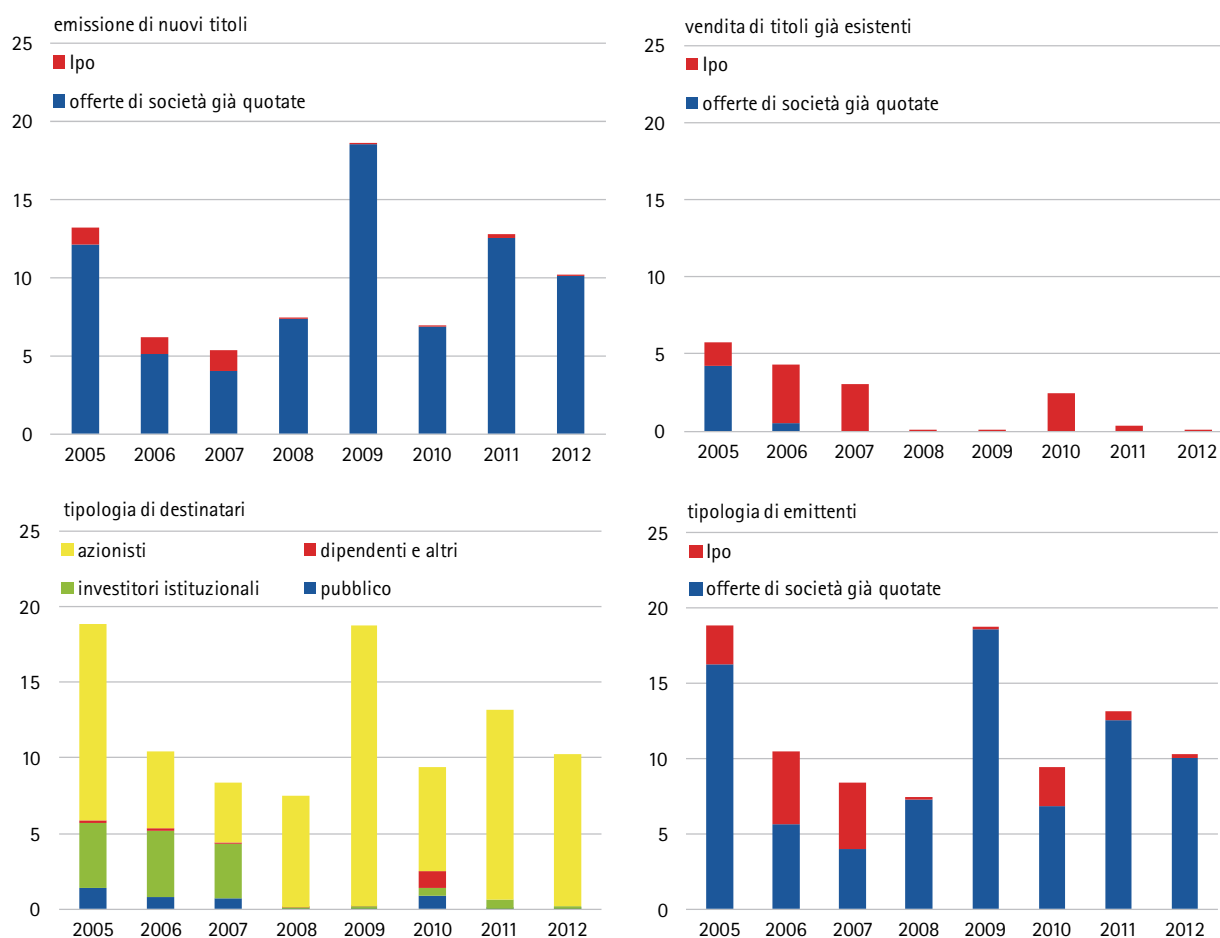


Fonte: elaborazioni su dati World Federation of Exchanges e London Stock Exchange. I dati relativi agli Stati Uniti si riferiscono alle società quotate sul Nyse e sul Nasdaq.

La raccolta complessiva di capitali sui mercati azionari italiani ha registrato un calo del 22 per cento circa, passando da 13 miliardi di euro nel 2011 a 10 miliardi nel 2012 (Fig. 124).

In linea con quanto già osservato negli anni precedenti, il principale canale di raccolta è risultato l'emissione di titoli offerti in sottoscrizione da parte di società già quotate. La quasi totalità delle risorse raccolte è riferibile alle operazioni di aumento di capitale in opzione, mentre risulta ulteriormente ridotta (dal 4,5 all'1,8 per cento circa) la quota imputabile alle offerte finalizzate alla quotazione destinate soprattutto agli investitori istituzionali e, in misura minore, al pubblico indistinto.

**Fig. 124 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.

Nel 2012 le offerte finalizzate alla quotazione sui mercati azionari gestiti da Borsa Italiana nel 2012 sono state complessivamente 6, di cui soltanto una ha riguardato la quotazione sull'Mta, mentre per le altre operazioni si è trattato di ammissioni alla negoziazione sul Mac (2) e sull'Aim Italia/Mac (3).

Mac e Aim Italia sono stati accorpati a inizio anno e per le imprese ammesse alle negoziazioni sul Mac è stato previsto un regime transitorio fino a dicembre 2012, entro il quale avrebbero dovuto nominare il *nominated advisor* o *nomad* e soddisfare gli ulteriori adempimenti previsti per il passaggio al nuovo Mtf. Delle due società ammesse al Mac soltanto una ha richiesto e ottenuto la quotazione sull'Aim Italia/Mac entro i termini stabiliti, mentre le azioni dell'altra società sono state sospese dalle negoziazioni con decorrenza dal 1° gennaio 2013, non avendo l'emittente soddisfatto i requisiti previsti.

L'ammontare delle offerte, in calo dal 2011, nel corso dell'anno ha registrato un'ulteriore contrazione in termini di controvalore (-58,2 per cento), attestandosi su valori prossimi a quelli registrati nel biennio 2008-2009; il controvalore dell'offerta risulta, invece, in lieve crescita se misurato in rapporto alla capitalizzazione complessiva delle società a seguito del collocamento. Le dimensioni delle società che si affacciano alla quotazione si sono ridotte; con riferimento alla capitalizzazione misurata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta, il valore registrato nel 2012 risulta infatti in netto calo rispetto al 2011 (poco più di un terzo), pur attestandosi su un livello superiore a quelli minimi registrati negli anni 2008-2009 (Tav. 30).

**Tav. 30 Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane<sup>1</sup>**  
(valori monetari in milioni di euro)

|                   | numero società | capitalizzazione <i>ante</i> offerta <sup>2</sup> | controvalore offerta |         |        | peso sulla capitalizzazione <i>post</i> offerta <sup>3</sup> |
|-------------------|----------------|---|----------------------|---------|--------|--|
|                   |                |   | sottoscrizione       | vendita | totale |  |
| 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              | 32             | 9.852   | 1.428                | 3.088   | 4.516  | 40,1   |
| 2008              | 8              | 341   | 147                  | 6       | 153    | 31,4   |
| 2009              | 5              | 342   | 52                   | 93      | 145    | 36,0   |
| 2010 <sup>4</sup> | 10             | 8.354   | 46                   | 2636    | 2.682  | 31,9   |
| 2011              | 8              | 1.602   | 61                   | 379     | 440    | 26,4   |
| 2012              | 6              | 602   | 71                   | 113     | 184    | 29,6   |

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia/Mac dal 2012 e sui singoli Mtf nei periodi precedenti all'accorpamento (dal 2007 al 2012 sul Mercato alternativo dei capitali; dal 2007 al 2011 sull'Aim Italia). <sup>2</sup> Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. <sup>3</sup> In rapporto alla capitalizzazione *post* quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004. <sup>4</sup> I dati includono la *tranche* dell'offerta di Enel Green Power rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti in Spagna (71 milioni di euro circa).

L'offerta più consistente è stata quella di 'Brunello Cucinelli' finalizzata alla quotazione sull'Mta (con un controvalore pari a quasi 174 milioni di euro), seguita dalle tre offerte sull'Aim Italia/Mac (mediamente pari a 3,3 milioni di euro) e dalle due già richiamate ammissioni sul Mac, di dimensioni molto più contenute (complessivamente meno di 500 mila euro). L'offerta 'Brunello Cucinelli' rappresenta la principale ammissione a quotazione del 2012, anche se si considera la capitalizzazione *ante* operazione, pari a 465 milioni di euro (77,3 per cento circa del totale).

Solo una delle società neoquotate presentava investitori istituzionali nella propria compagine azionaria, in linea con il dato del 2011. La quota *ante* offerta dell'unico azionista istituzionale presente era pari al 20 per cento ed è scesa a poco più del 15 dopo l'offerta (Tav. 31).

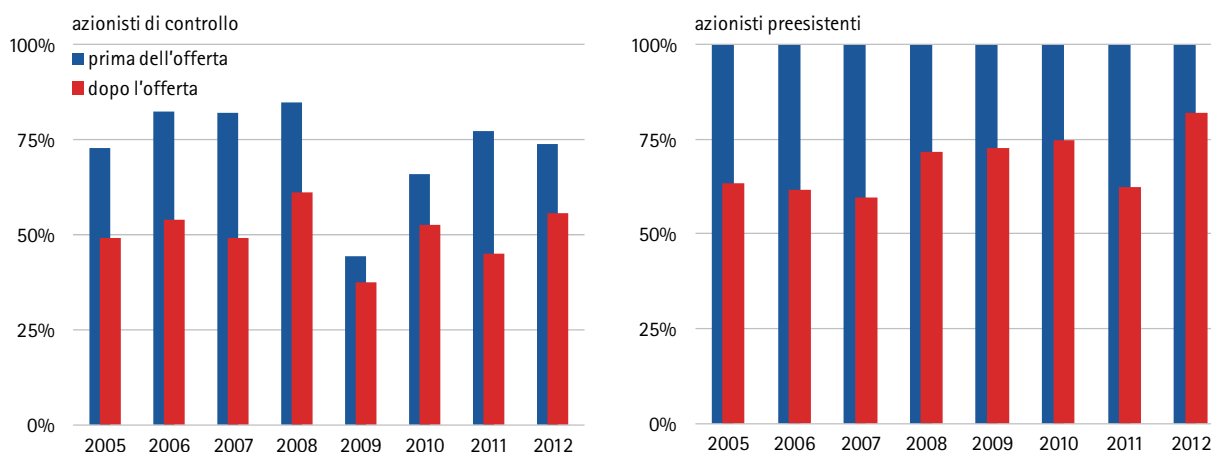
**Tav. 31 Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane<sup>1</sup>**

|      | società             |                   | numero medio investitori istituzionali <sup>4</sup> | quota media ante offerta <sup>5</sup> | quota media post offerta <sup>6</sup> |
|------|---------------------|-------------------|---|---------------------------------------|---------------------------------------|
|      | numero <sup>2</sup> | peso <sup>3</sup> |   |                                       |                                       |
| 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                                  |
| 2012 | 1                   | 25,0              | 1,0   | 20,0                                  | 15,3                                  |

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Per investitori istituzionali si intende fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento. Sono escluse le fondazioni e le casse di risparmio. I dati si riferiscono alle sole società nel cui azionariato era presente tale categoria di investitori, considerando sia le partecipazioni dirette sia quelle nelle società che controllano l'emittente. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia/Mac dal 2012 (sull'Aim Italia dal 2009). <sup>2</sup> Numero di società, quotate nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. <sup>3</sup> In percentuale del totale delle neoquotate nel corso dell'anno. <sup>4</sup> Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. <sup>5</sup> Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. <sup>6</sup> Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

La dinamica degli assetti proprietari conferma la scarsa contendibilità delle imprese italiane che si quotano; nel 2012 si evidenzia un deciso aumento delle partecipazioni di controllo a seguito dell'offerta, pari in media al 55,5 per cento del capitale con diritto di voto (44,9 nel 2011). Anche la quota degli azionisti preesistenti a seguito della quotazione risulta cresciuta (82 per cento a fronte del 62,3 nel 2011; Fig. 125).

**Fig. 125 Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione**  
(quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto; valori medi)



Fonte: Consob e Borsa Italiana. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia/Mac dal 2012 (sull'Aim Italia dal 2009). Confronta Note metodologiche.



La quota di titoli offerti agli investitori istituzionali, italiani ed esteri, si è attestata nel 2012 al 90 per cento, in linea con l'anno precedente (circa il 93 per cento). La tranche destinata al pubblico, se si eccettua il 2010, non si discosta significativamente dalla tendenza rilevata a partire dal 2008 (Tav. 32).

Il rapporto fra la domanda e il collocamento, riferibile esclusivamente all'offerta 'Brunello Cucinelli' segnala l'interesse degli investitori nella relativa operazione di Ipo, con un valore dell'*oversubscription* sia per l'offerta al pubblico sia per l'offerta istituzionale nettamente superiore ai valori registrati negli anni precedenti.

**Tav. 32 Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte<sup>1</sup>**

|                   | quota assegnata <sup>2</sup> |                                    |                                  |                             | rapporto domanda/offerta <sup>3</sup> |                       |
|-------------------|------------------------------|------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|-----------------------|
|                   | pubblico                     | investitori istituzionali italiani | investitori istituzionali esteri | altri soggetti <sup>4</sup> | offerta pubblica                      | offerta istituzionale |
| 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                         | 24,4                               | 57,7                             | 1,5                         | 2,8                                   | 4,0                   |
| 2008              | 10,4                         | 46,0                               | 28,0                             | 15,6                        | 1,0                                   | 1,1                   |
| 2009              | 6,9                          | 31,6                               | 56,7                             | 4,7                         | 1,0                                   | 4,0                   |
| 2010 <sup>5</sup> | 75,6                         | 12,7                               | 11,7                             | --                          | 1,0                                   | 1,4                   |
| 2011              | 6,8                          | 25,4                               | 67,4                             | 0,3                         | 1,0                                   | 1,9                   |
| 2012              | 10,0                         | 30,0                               | 60,0                             | --                          | 6,2                                   | 16,5                  |

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia/MAC dal 2012 e sui singoli Mtf nei periodi precedenti all'accorpamento (dal 2007 al 2012 sul Mercato alternativo dei capitali; dal 2007 al 2011 sull'Aim Italia). <sup>2</sup> Relativamente all'assegnazione agli investitori istituzionali, nei casi in cui la ripartizione tra italiani ed esteri non è nota, il dato riportato rappresenta una stima. <sup>3</sup> Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica che quelli della parte istituzionale. <sup>4</sup> Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione. <sup>5</sup> I dati includono la *tranche* dell'offerta di Enel Green Power rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti in Spagna.

## 2 La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni

Nel corso del 2012 la Commissione ha approvato la pubblicazione di 1.043 prospetti informativi relativi a operazioni di ammissione a quotazione sui mercati regolamentati o di offerta al pubblico (Tav. 33). La quasi totalità di tali prospetti è riconducibile a prodotti non azionari ossia prestiti obbligazionari (535), *covered warrant* e *certificates* (52) e quote di Oicr (415).

Nel corso dell'anno la Consob ha approvato il prospetto per la quotazione nel Mercato Telematico Azionario di 2 nuove società (5 nel 2011), la Brunello Cucinelli e la Sea (che non ha concluso positivamente l'offerta), oltre al documento di registrazione della società Avio Spa, finalizzato anch'esso a una Ipo non eseguita.

**Tav. 33 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni**  
(numero prospetti informativi)

|  | 2007         | 2008         | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| ammissione a quotazione di titoli azionari <sup>1</sup>          | 38           | 17           | 6            | 7            | 7            | 2            |
| <i>di cui</i> tramite offerta                                    | 27           | 9            | 1            | 2            | 5            | 2            |
| giudizi di equivalenza   | --           | 6            | 2            | 4            | 6            | 7            |
| aumenti di capitale in opzione ai soci <sup>2</sup>              | 14           | 16           | 23           | 16           | 23           | 7            |
| altre offerte <sup>3</sup>                                       | --           | --           | --           | --           | --           | 1            |
| offerte di titoli non quotati di emittenti italiani <sup>4</sup> | 18           | 23           | 28           | 29           | 31           | 24           |
| prestiti obbligazionari  | 1.163        | 986          | 748          | 655          | 777          | 535          |
| <i>di cui:</i> prospetti base                                    | 870          | 639          | 472          | 405          | 416          | 286          |
| prospetti informativi  | 115          | 45           | 36           | 24           | 14           | 7            |
| documenti di registrazione e supplementi                         | 178          | 302          | 240          | 226          | 347          | 242          |
| covered warrant <sup>5</sup> e certificates                      | 109          | 99           | 102          | 27           | 66           | 52           |
| ammissione a quotazione di warrant                               | 3            | 2            | 10           | --           | --           | --           |
| Oicr <sup>6</sup>  | 422          | 428          | 337          | 380          | 330          | 415          |
| <i>totale</i>  | <i>1.767</i> | <i>1.571</i> | <i>1.254</i> | <i>1.114</i> | <i>1.234</i> | <i>1.043</i> |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla-osta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. <sup>2</sup> Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrant* e obbligazioni convertibili). <sup>3</sup> Il dato riguarda offerte di vendita, pubbliche o private, o di sottoscrizione, non finalizzate all'ammissione a quotazione e include anche i piani di *stock options* riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. <sup>4</sup> 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. <sup>5</sup> Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più 'serie' di *covered warrant*. <sup>6</sup> Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero. Il dato include anche le commercializzazioni di nuovi comparti di Oicr esteri armonizzati. Si segnala che: i) a partire dal 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.

Nello stesso periodo si è confermata la preferenza da parte delle società impegnate in operazioni di ammissione alle negoziazioni per il cosiddetto 'prospetto tripartito', che consente di gestire i tempi di accesso al mercato in modo più flessibile.

Risultano sempre più frequenti, inoltre, i casi in cui talune società intraprendono contemporaneamente il processo di quotazione in borsa e la cessione per trattativa privata con uno o più investitori.

Tale doppio canale (cosiddetto *dual-track*) è generalmente utilizzato nelle fasi del ciclo di borsa sfavorevoli, al fine di mitigare i rischi di fallimento dell'Ipo. Per le società l'avvio in contemporanea delle due operazioni presenta vantaggi sia in termini di contenimento dei costi sia in termini di maggior controllo del prezzo finale al quale viene conclusa l'operazione (più difficile da prevedere nel caso di una Ipo). Il *dual-track*, tuttavia, presenta profili di criticità con riferimento al rispetto della normativa sulla trasparenza e sulla parità di trattamento degli investitori.

Nel 2012 sette emittenti quotati hanno usufruito dell'esenzione dalla pubblicazione del prospetto di quotazione prevista dall'art. 57, comma 1, lettera d) del Regolamento Emittenti, mettendo a disposizione del pubblico

documenti emessi in occasione di operazioni di fusione o scissione e giudicati equivalenti al prospetto informativo.

Tra questi si segnalano due operazioni particolarmente complesse che hanno coinvolto, rispettivamente, Intek e KME e Seat-Pagine Gialle. La prima operazione si è articolata in una fusione inversa della controllante Quattrotre Spa nella controllata Intek Spa e nella successiva fusione della nuova Intek Spa nella controllata KME Group Spa. Le due fusioni sono state precedute da due offerte pubbliche di scambio promosse da Intek e da KME sulle rispettive azioni ordinarie aventi come corrispettivo, rispettivamente, obbligazioni Intek e strumenti finanziari partecipativi KME. La seconda operazione ha comportato la fusione per incorporazione in Seat di Lighthouse International Company SA, società di diritto lussemburghese con sede operativa a Londra. La fusione si inserisce in un complesso piano di ristrutturazione dell'indebitamento finanziario della società quotata.

Nel 2012 la Consob si è pronunciata su tre quesiti relativi all'interpretazione di casi di esenzione dalla disciplina del Tuf e del Regolamento Emittenti previsti dall'art. 34-ter del Regolamento Emittenti.

In un caso la società intendeva utilizzare, per finanziare il proprio progetto industriale, lo strumento dell'associazione in partecipazione, disciplinata dagli artt. 2549-2554 c.c., contratto in base al quale l'associante attribuisce all'associato una partecipazione agli utili della sua impresa o di uno o più affari verso il corrispettivo di un determinato apporto. I soggetti eventualmente interessati a partecipare alla realizzazione del progetto, pertanto, dovevano sottoscrivere tale contratto e versare un contributo minimo di 100 mila euro, a fronte del quale assume rilevanza la previsione della lettera e) del comma 1 dell'art. 34-ter, secondo la quale la disciplina delle offerte al pubblico del Tuf e del Regolamento Emittenti non si applica alle offerte «*aventi ad oggetto prodotti finanziari [...] di valore nominale unitario minimo di almeno 50 mila euro*», limite portato a 100 mila euro ai sensi della delibera n. 18079 del 20 gennaio 2012.

Nel secondo quesito una società che intendeva effettuare un'operazione di *reverse takeover* e di riorganizzazione societaria che implicava diversi aumenti di capitale ha chiesto se gli stessi fossero esentati dalla disciplina dell'offerta al pubblico. Nel caso di specie si è osservato che il primo aumento di capitale, in quanto riservato a un solo soggetto, non pare riconducibile alla nozione di offerta al pubblico, che fa riferimento a «*ogni comunicazione rivolta a persone [...]*». In ogni caso l'operazione può essere ricondotta anche all'esenzione di cui all'art. 34-ter, comma 1, lett. a) del Regolamento Emittenti, in quanto sicuramente rivolta a un numero di soggetti inferiore a centocinquanta, diversi dagli investitori qualificati.

Nel terzo caso, infine, una fondazione culturale ha posto un quesito relativo a un'operazione di vendita di azioni emesse da una società controllata dallo stesso ente. Con riferimento a tale operazione, è stato chiesto se sia applicabile l'esenzione dall'obbligo di prospetto, in quanto la vendita avrebbe il fine di procurarsi i mezzi necessari al raggiungimento dei propri scopi non lucrativi. La fattispecie in esame si caratterizza, in realtà, per la circostanza che il fine di procurarsi i mezzi

necessari al raggiungimento dei propri scopi non lucrativi viene realizzato dalla fondazione non attraverso l'emissione di propri titoli, bensì attraverso la vendita di azioni di una società controllata. La Commissione ha valutato l'esenzione nel caso di specie dopo aver verificato che l'operazione non fosse finalizzata a eludere la disciplina dell'offerta al pubblico.

**Tra gli aumenti di capitale in opzioni ai soci, si segnalano, nell'ambito del comparto assicurativo, le operazioni di aumento di capitale di Unipol Gruppo Finanziario Spa e di Fondiaria Sai Spa, entrambe finalizzate alla realizzazione del più ampio progetto di integrazione tra le due società.**

In particolare, in data 29 gennaio 2012, Unipol e Premafin Finanziaria Holding di Partecipazioni hanno stipulato un accordo sui reciproci impegni per la realizzazione di un progetto che prevedeva: la ricapitalizzazione da parte di Unipol, mediante aumento di capitale riservato di Premafin e la connessa ristrutturazione dell'indebitamento finanziario a essa relativo; la ricapitalizzazione di Fonsai, al fine di consentire un rafforzamento patrimoniale del relativo gruppo e di riportare il margine di solvibilità consolidato all'obiettivo di Risk Tolerance; la successiva fusione per incorporazione di Unipol Assicurazioni, Premafin e Milano Assicurazioni in Fonsai.

Il Cda di Unipol, il 21 giugno 2012, ha dato attuazione alla delega ricevuta dall'assemblea straordinaria del 19 marzo 2012, deliberando di aumentare, a pagamento e in via scindibile, il capitale sociale, in una o più volte, per un importo massimo (comprensivo di eventuale sovrapprezzo) di 1.100 milioni di euro mediante emissione di azioni ordinarie e di azioni privilegiate, prive dell'indicazione del valore nominale, con godimento regolare, da offrirsi in opzione, rispettivamente, agli azionisti titolari di azioni ordinarie e a quelli titolari di azioni privilegiate. L'aumento di capitale era finalizzato a dotare Unipol delle risorse necessarie a sottoscrivere sia l'aumento di capitale di Premafin a essa riservato, sia l'aumento di capitale deliberato dalla propria controllata Unipol Assicurazioni, nonché ad attribuire all'entità risultante dalla fusione una dotazione patrimoniale adeguata. Il relativo prospetto informativo conteneva una dettagliata informativa sulle caratteristiche del progetto di integrazione e sui profili di rischio dell'operazione. Specifica evidenza è stata riservata a: i rischi connessi all'integrazione e all'eventuale mancato perfezionamento della fusione, anche in relazione alla ristrutturazione dell'indebitamento di Premafin; gli esiti degli interventi delle autorità di vigilanza (Consob, Isvap, Banca d'Italia, AGCM); la destinazione dei proventi dell'aumento di capitale; alcuni eventi rilevanti nel frattempo intervenuti (dichiarazione di fallimento di Imco e Sinergia disposta dal Tribunale di Milano; provvedimento dell'AGCM che prevede le misure che Unipol è tenuta a realizzare; provvedimento autorizzatorio dell'Isvap del 20 giugno 2012 e avvio da parte della Consob del procedimento ex art. 154-ter del Tuf); potenziali conflitti d'interesse dei *joint global coordinator* e *joint bookrunner*; l'impegno di manleva assunto da Unipol verso gli amministratori e sindaci di Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni (e rispettive controllate) in carica nel periodo 2007-2011; gli effetti dell'operazione di integrazione aziendale sulla struttura finanziaria consolidata e i contratti di finanziamento del gruppo Unipol; i dati previsionali contenuti nel Piano 2012-2015, quali l'evoluzione del margine di solvibilità del gruppo Unipol

*post-fusione*, gli investimenti previsti con l'indicazione delle relative fonti di finanziamento e l'evoluzione dell'indebitamento del gruppo Unipol *post* integrazione; rischi connessi al portafoglio titoli; le metodologie attuariali adottate per la quantificazione delle riserve sinistri del gruppo.

Con riferimento all'aumento di capitale di Fonsai, lo stesso è stato deliberato in data 19 marzo 2012, per un importo massimo (comprensivo di eventuale sovrapprezzo) di 1,1 miliardi di euro mediante emissione di azioni ordinarie e di azioni di risparmio, con godimento regolare, da offrirsi in opzione, rispettivamente, agli azionisti titolari di azioni ordinarie e a quelli titolari di azioni di risparmio. Le deliberazioni assunte dalla suddetta assemblea sono state confermate dall'assemblea straordinaria del 27 giugno 2012. Come precedentemente evidenziato l'aumento di capitale Fonsai, si inseriva nel più ampio progetto d'integrazione con Unipol, ed era specificamente finalizzato al rafforzamento patrimoniale dell'emittente, con particolare riguardo al livello del margine di solvibilità di cui l'Isvap, il 10 gennaio 2012, aveva rilevato la grave carenza.

Il prospetto riportava, tra le altre cose, la descrizione dei rischi specifici connessi a Fonsai. Tra questi, particolarmente rilevanti i dettagli relativi a: i rapporti con parti correlate, con particolare riguardo al Gruppo Premafin; la contestazione di violazioni da parte dell'Isvap e l'avvio da parte della Consob del procedimento ex art. 154-ter del Tuf; le valutazioni di Fonsai in merito all'adeguatezza delle proprie riserve sinistri; gli effetti dell'integrazione sull'attività commerciale, sui marchi, sugli obblighi dettati dalla normativa Solvency II; l'emissione, a seguito della fusione di una categoria di azioni di risparmio, ulteriore rispetto a quella già esistente, da attribuire ai titolari delle azioni di risparmio di Milano Assicurazioni; l'approvazione dei rapporti di concambio e i dati *pro-forma*.

Tra le altre operazioni di aumento di capitale alcune si sono connotate per le peculiari situazioni di tensione finanziaria in cui versava la società e per la particolare attenzione dedicata, in sede di istruttoria, ai profili relativi agli impegni di sottoscrizione dei soci.

In alcuni casi la Commissione ha proceduto a richiedere una integrazione alla documentazione di offerta; in particolare una richiesta è stata formulata in sede di vigilanza sul prospetto relativo all'offerta di sottoscrizione non finalizzata all'ammissione a quotazione delle azioni di IGD Siiq.

Con riguardo alle offerte di titoli non quotati di emittenti italiani i prospetti informativi approvati dall'Istituto, 24 in totale, hanno riguardato, tra gli altri, una banca sottoposta a procedura concorsuale e alcune costituite banche.

L'offerta in opzione ai soci (e al pubblico indistinto dell'eventuale inoptato) eseguita dalla Banca CARIM - Cassa di Risparmio di Rimini Spa si inquadra nell'ambito della procedura di amministrazione straordinaria a cui era sottoposta la banca all'epoca dell'offerta ed era finalizzata a superare lo stato di crisi patrimoniale, economica e finanziaria in cui versava l'emittente, perseguendo in particolare

l'obiettivo di ripristinare il rispetto delle soglie minime dei coefficienti patrimoniali previste dalla vigente regolamentazione prudenziale.

**In merito alle costituenti banche, i relativi prospetti sono riconducibili sia a nuove operazioni sia a proroghe di offerte durate dodici mesi, per le quali è stato necessario procedere alla pubblicazione di un nuovo prospetto informativo.**

In questa sede si segnala l'intervenuta modifica normativa dell'art. 34-ter, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti, che ha innalzato la soglia del controvalore delle offerte al pubblico esentate dalla disciplina del Tuf e del Regolamento Emittenti da 2,5 a 5 milioni di euro. La nuova soglia di esenzione è entrata in vigore il 22 febbraio 2012. Si sono verificati casi di comitati promotori che in base alla vecchia disciplina erano stati tenuti a predisporre un prospetto informativo e che, in sede di proroga dell'offerta, potevano beneficiare della nuova soglia di esenzione. A fronte di richieste di chiarimenti da parte di tali comitati, la Consob ha fornito precisazioni in merito all'applicazione della nuova disciplina, invitando comunque i comitati a valutare con attenzione la perdurante validità civilistica delle adesioni già date, laddove in sede di proroga siano state apportate sostanziali modifiche al programma di attività e all'offerta rispetto a quanto descritto nel prospetto precedentemente approvato.

**Sempre in tema di costituenti banche, nel 2012 si è intensificata l'attività di vigilanza sulle offerte.**

È stata vietata, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. c) del Tuf, l'offerta al pubblico delle azioni ordinarie della costituenda Banca Progetto da parte dell'omonimo comitato promotore, alla luce delle risultanze di un'attività ispettiva mirata, dalla quale è emerso il fondato sospetto della violazione dell'art. 94 del Tuf e dell'art. 34-sexies del Regolamento Emittenti. La Commissione ha inoltre sospeso in via cautelare l'offerta al pubblico di azioni ordinarie della costituenda Banca di Fabriano e Vallesina - Credito Cooperativo sapaarl - effettuata dal Comitato promotore della stessa banca, e la diffusione del relativo video promozionale per dieci giorni; la sospensione è stata poi revocata, prima del termine, per il venire meno dei presupposti in quanto il Comitato ha provveduto agli adempimenti necessari.

**Nell'ambito del comparto bancario si segnalano, inoltre, due operazioni accomunate da finalità e profili di vigilanza simili, nonostante la prima sia costituita da un'offerta di titoli non quotati convertibili (Banca Popolare di Bari) e la seconda da un'emissione obbligazionaria convertibile (Veneto Banca).**

Entrambe le operazioni contemplavano la facoltà per l'emittente di rimborsare le obbligazioni mediante consegna di proprie azioni. In considerazione della complessità degli strumenti offerti, la Commissione ha dedicato particolare attenzione al contenuto del prospetto informativo, affinché le informazioni rese consentissero agli investitori di acquisire piena consapevolezza delle caratteristiche degli strumenti stessi e dei connessi profili di rischio. Come di prassi, nei casi in cui l'emittente appartiene al comparto bancario, l'istruttoria su entrambi i prospetti ha

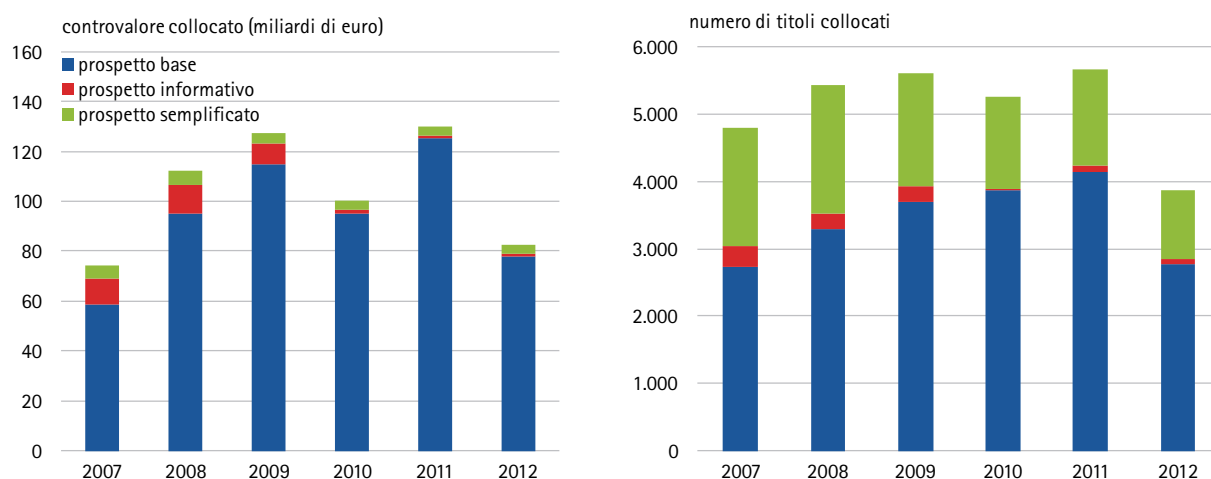
comportato la trasmissione alla Banca d'Italia di una richiesta di informazioni eventualmente rilevanti ai fini della vigilanza sul prospetto.

I prospetti relativi a prestiti obbligazionari complessivamente approvati dalla Consob nel corso del 2012 sono 535 (a fronte dei 777 nel 2011), di cui cinque riconducibili a emittenti *corporate* e 530 a emittenti bancari. La diminuzione dei documenti oggetto di istanza rispetto al 2011 sembra ascrivibile alle recenti modifiche riguardanti l'innalzamento della soglia rilevante per l'adozione del regime semplificato di cui all'art. 34-ter, comma 4 del Regolamento Emittenti. In particolare l'art. 34-ter stabilisce che il corrispettivo totale dell'offerta calcolato per un periodo di 12 mesi debba essere inferiore a 75 milioni di euro (a fronte dei 50 milioni previsti in precedenza).

Con riferimento agli emittenti *corporate* si segnalano un'offerta lanciata da una società in concordato preventivo (Eukedos Spa) e l'emissione obbligazionaria di una società quotata (Atlantia Spa); sono stati, inoltre, approvati anche 18 supplementi al prospetto.

Le segnalazioni di vigilanza inviate alla Consob dagli emittenti bancari evidenziato una sensibile flessione sia del controvalore collocato nel corso del 2012 (82,7 miliardi di euro a fronte dei 130 circa nel 2011) sia del numero di titoli collocati (3.876 a fronte dei 5.660 nel 2011; Fig. 126).

Fig. 126 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrant* di banche italiane



Fonte: Consob.

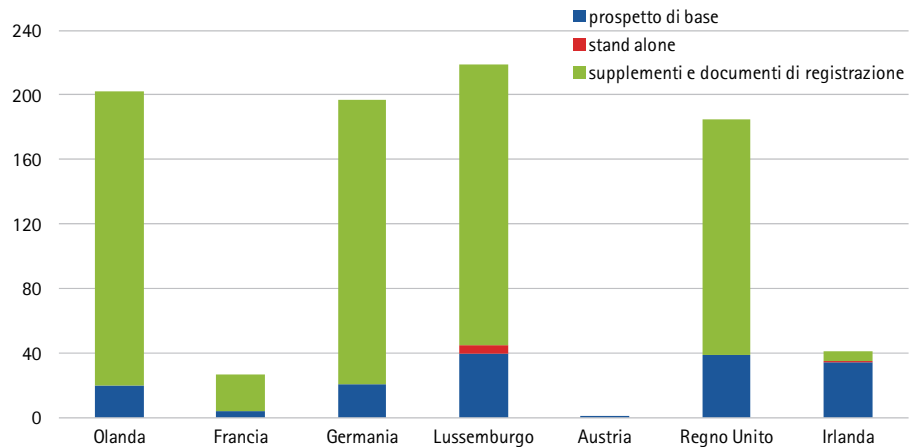
In particolare gli emittenti hanno segnalato 2.775 emissioni effettuate tramite condizioni definitive (4.144 nel 2011), a valere su prospetti di base approvati dalla Consob, 76 emissioni tramite prospetti informativi e 1.025 emissioni tramite prospetti semplificati.

Con riferimento ai prospetti cosiddetti 'passaportati' relativi a prodotti *non equity* emessi da banche, nel corso del 2012 la Commissione ha verificato la completezza documentale e la regolarità del certificato di appro-

vazione di 872 documenti notificati da autorità dell'Unione Europea ai sensi della Direttiva 71/2003/CE (Fig. 127).

Il 18 per cento di tali documenti è riconducibile alla tipologia del prospetto di base, l'uno per cento a prospetti *stand alone* e l'81 per cento a supplementi.

**Fig. 127 Offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari *non equity* - documenti 'passaportati'**



Fonte: Consob.

Nel corso del 2012 sono stati, inoltre, trasmessi alla Consob 981 *final terms* a valere su prospetti di base passaportati, dei quali 936 a far data dal 1° luglio 2012. La concentrazione dei documenti nel secondo semestre dell'anno deriva dal fatto che l'obbligo di trasmissione, a cura degli emittenti, dei *final terms* anche nei confronti delle autorità competenti degli Stati membri ospitanti è in vigore solo dal 1° luglio. Dei 936 documenti pervenuti nel secondo semestre, oltre il 50 per cento è stato approvato dall'autorità competente tedesca e quasi il 30 per cento da quella inglese.

In materia di 'Titoli di Risparmio per l'Economia Meridionale' dal d.l. 70/2011, nel corso del 2012, 46 soggetti sono stati autorizzati a procedere, nei limiti di quanto previamente comunicato, con 64 emissioni di titoli, per un importo complessivo pari a circa 970 milioni di euro. A fine febbraio 2013 il controvalore collocato risultava pari a circa 733 milioni di euro.

Nel corso del 2012 sono stati depositati presso la Consob 545 documenti d'offerta al pubblico di prodotti finanziario-assicurativi emessi da imprese assicurazione (667 nel 2011), di cui 271 con potenziali criticità informative (Tav. 34).

Tali criticità sono sostanzialmente riconducibili, come di consueto, alla rappresentazione dell'informativa riferita 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, in relazione al grado di rischio e all'orizzonte temporale a essa con-



nessi, al meccanismo di rivalutazione per i prodotti di capitalizzazione, agli scenari probabilistici relativi ai rendimenti potenziali offerti dall'investimento.

**Tav. 34 Interventi di *enforcement* sui prodotti assicurativi svolti nel 2012**

| tipologia di contratto | prospetti depositati | prospetti oggetto di monitoraggio | interventi di vigilanza distinti per area |                                 |                             |                       |           | totale     |
|------------------------|----------------------|-----------------------------------|---|---------------------------------|-----------------------------|-----------------------|-----------|------------|
|                        |                      |                                   | unbundling dell'investimento              | struttura finanziaria e rischio | meccanismi di rivalutazione | scenari di rendimento | altro     |            |
| unit linked            | 440                  | 249                               | 16  | 86                              | --                          | 70                    | 67        | 239        |
| index linked           | 27                   | 14                                | --  | 9                               | --                          | 5                     | --        | 14         |
| capitalizzazione       | 78                   | 8                                 | 2   | 1                               | --                          | 3                     | 4         | 10         |
| <i>totale</i>          | <i>545</i>           | <i>271</i>                        | <i>18</i>                                 | <i>96</i>                       | <i>--</i>                   | <i>78</i>             | <i>71</i> | <i>263</i> |

Fonte: Consob.

Le imprese di assicurazione, nei casi in cui è risultato necessario, hanno effettuato l'aggiornamento tempestivo dell'informativa agli investitori al fine di ripristinare la completezza e la coerenza, dandone opportuna evidenza nei casi più rilevanti attraverso appositi avvertimenti sui siti internet.

Complessivamente durante l'anno le imprese di assicurazione hanno depositato 1.787 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 associate talune clausole che modificano il profilo di rischio-rendimento dell'investimento, quali ad esempio servizi di *switch* automatici nel tempo tra differenti tipologie di strumenti finanziari, opzioni *stop-loss* ovvero piani d'investimento *lifecycle*.

Oltre alla rappresentazione del profilo di rischio-rendimento e dell'onerosità del prodotto veicolata dagli indicatori sintetici, nel 2012 l'attenzione della Consob è stata rivolta anche agli elementi informativi di natura qualitativa riportati nella documentazione predisposta dalle imprese assicurative. Tale approccio riflette l'evoluzione della normativa comunitaria in corso. In particolare la Direttiva Solvency II, che gli Stati membri devono recepire entro il 30 giugno 2013, prevede un ampliamento di alcuni contenuti informativi inclusi nella documentazione a consegna obbligatoria, in relazione alla solvibilità e alla condizione finanziaria dell'emittente nonché alla comprensione dei rischi assunti dal contraente.

Circa il 90 per cento dei volumi di vendita dei prodotti assicurativi a contenuto finanziario sono stati realizzati per il tramite della rete distributiva di gruppo (banche e Sim); la distribuzione dei prodotti in esame è stata monitorata, pertanto, anche attraverso interventi di natura cartolare e ispettiva sui soggetti distributori.

## Riquadro 11

### La revisione della direttiva sulla mediazione assicurativa

In data 3 luglio 2012 la Commissione Europea ha pubblicato una proposta di revisione della Direttiva 2002/92/CE (cosiddetta IMD1), che si inserisce nell'ambito del cosiddetto 'pacchetto legislativo per le vendite al dettaglio ai consumatori' (*Consumer Retail Package*).

Tale pacchetto consta di una proposta di regolamento sui principali documenti informativi per prodotti di investimento al dettaglio preassemblati (PRIIPs), una revisione della Direttiva sulla intermediazione assicurativa (IMD) e una proposta per rafforzare la tutela di coloro che acquistano fondi di investimento (attualmente disciplinati dalla Direttiva sugli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari, la cosiddetta UCITS IV).

La proposta di revisione della Direttiva sull'intermediazione assicurativa è volta a migliorare la tutela dei consumatori nel settore delle assicurazioni creando norme comuni per le vendite di prodotti assicurativi, inclusi i 'prodotti di investimento assicurativo', che assicurino lo stesso livello di protezione per tutti i consumatori, indipendentemente dal canale attraverso il quale essi acquistano un prodotto assicurativo. È previsto, inoltre, un rafforzamento delle regole di condotta e dei requisiti professionali del personale, nonché una specifica disciplina della *disclosure* delle politiche di remunerazione e delle pratiche di *cross-selling*. Per i prodotti di investimento assicurativi, infine, oltre all'introduzione di regole di condotta più stringenti, è contemplato un affinamento della nozione di consulenza.

La proposta di Direttiva IMD2 prevede regole minime uniformi e lascia agli Stati membri la facoltà di introdurre obblighi ulteriori, se ritenuti necessari ai fini della tutela dei consumatori (cosiddetta armonizzazione minima).

Va infine considerato che la disciplina della distribuzione dei prodotti assicurativi a contenuto finanziario potrebbe essere influenzata dai lavori comunitari in corso riferiti alla proposta di revisione della direttiva europea avente ad oggetto la mediazione assicurativa (cosiddetta Direttiva IMD2), che introduce nuove regole di condotta nella distribuzione e vendita di prodotti assicurativi (nonché nuove regole sui sistemi di remunerazione) i cui principi, pur risultando ispirati a quelli della cosiddetta MiFID II, presentano profili di specificità (Riquadro 11).

### 3 L'informativa societaria

Nel corso del 2012 la vigilanza sull'informativa societaria si è tradotta in 570 richieste di comunicazioni alla Consob, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, e 128 richieste di pubblicazioni di dati e notizie, ai sensi dell'art. 114 (Tav. 35).

In particolare in 20 casi, i poteri ex art. 114 del Tuf sono stati esercitati con riferimento a situazioni specifiche che hanno richiesto l'integrazione delle informazioni contenute nei documenti contabili (per maggiori dettagli si veda il successivo paragrafo 4).

**Tav. 35 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari**

|  | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>richieste di informazioni ex art. 115 Tuf</b>   |            |            |            |            |            |            |
| <i>assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate</i>                | 59         | 132        | 155        | 198        | 178        | 141        |
| <i>richieste di dati e informazioni</i>  | 151        | 392        | 422        | 244        | 404        | 404        |
| <i>richieste di conferma di partecipazioni rilevanti</i>   | 44         | 30         | 214        | 33         | 20         | 18         |
| <i>richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione</i> | 48         | 102        | --         | --         | --         | --         |
| <i>richieste di informazioni sull'azionariato</i>  | 14         | 12         | 20         | 31         | 9          | 7          |
| <i>totale</i>  | <i>316</i> | <i>668</i> | <i>811</i> | <i>506</i> | <i>611</i> | <i>570</i> |
| <b>richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 Tuf</b>  |            |            |            |            |            |            |
| <i>integrazioni di notizie da fornire in assemblea</i>   | 5          | 11         | 38         | 24         | 18         | 30         |
| <i>integrazioni a documenti contabili periodici</i>  | 1          | 21         | 59         | 7          | 15         | 20         |
| <i>informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)</i>  | 100        | 90         | 112        | 109        | 76         | 55         |
| <i>informazioni periodiche mensili</i>   | 1          | 8          | 3          | 9          | 10         | 12         |
| <i>informazioni periodiche trimestrali</i>   | --         | --         | 20         | 6          | --         | --         |
| <i>integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie<sup>1</sup></i>   | 3          | 8          | 25         | 1          | 6          | 4          |
| <i>integrazioni di documenti Opa</i>   | 49         | 30         | 10         | 8          | 4          | 2          |
| <i>integrazioni a prospetti di sollecitazioni deleghe</i>  | --         | --         | --         | --         | --         | 5          |
| <i>totale</i>  | <i>159</i> | <i>168</i> | <i>267</i> | <i>164</i> | <i>129</i> | <i>128</i> |
| <b>esoneri dalla comunicazione di dati e notizie ex art. 114, comma 6, Tuf</b>   | 3          | 5          | 4          | 2          | 9          | 1          |
| <b>ritardi nella comunicazione di dati e notizie ex art. 114, comma 3, Tuf</b>   | 20         | 4          | 1          | 2          | 4          | 6          |
| <b>richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di <i>rumours</i></b>   | 14         | 5          | 4          | 4          | 2          | --         |
| <b>segnalazioni all'Autorità Giudiziaria</b>   | --         | 5          | 10         | 6          | 3          | 8          |
| <b>lettere di richiamo</b>   | 1          | --         | --         | 2          | --         | --         |
| <b>impugnative di bilancio</b>   | 3          | 2          | 1          | 1          | --         | 1          |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato del 2012 comprende anche una richiesta di integrazione di documenti informativi relativi a operazioni con parti correlate.

Inoltre, come di consueto, numerose richieste di pubblicazione di informazioni, di trasmissione di dati e notizie alla Commissione e talune convocazioni di rappresentanti legali sono scaturite dal costante monitoraggio dei comunicati diffusi al pubblico dagli emittenti, al fine di valutarne l'impatto sulle quotazioni e la coerenza con le notizie diffuse dagli organi di informazione (quotidiani, agenzie di stampa specializzate e siti internet). Altre richieste di trasmissione di informazioni alla Consob si sono rese necessarie in presenza di notizie di stampa e *rumour* circolati prima della diffusione di comunicati relativi a eventi rilevanti, per verificare il rispetto e l'efficacia delle procedure poste a tutela della confidenzialità delle informazioni.

Come di consueto, infine, anche nel corso del 2012 numerose richieste di diffusione di informazioni al pubblico sono state rivolte, sia agli emittenti quotati sia ai soggetti controllanti, in modo informale.

A fronte delle richieste di comunicazioni al pubblico formulate nel 2012 la Commissione ha ricevuto un solo reclamo motivato, ai sensi dell'art. 114, comma 6, del Tuf, che è stato respinto poiché si è ritenuto necessario che l'emittente fornisse al pubblico, tempestivamente, l'informazione richiesta.

Sono state altresì ricevute cinque comunicazioni di ritardo di diffusione di informazioni rilevanti da parte di emittenti quotati.

In quattro casi l'Istituto, valutate le circostanze rappresentate, ha preso atto del ritardo e non ha imposto la pubblicazione immediata delle informazioni, tenuto anche conto degli impegni assunti dagli emittenti stessi al fine di assicurarne la dovuta riservatezza; in un caso, invece, è stato richiesto di procedere senza indugio alla diffusione dell'informazione rilevante.

L'Istituto ha assicurato, inoltre, il costante monitoraggio delle informazioni, concernenti gli emittenti strumenti finanziari quotati o diffusi, veicolate attraverso internet (siti specializzati, blog, forum e *social network*).

Tale attività è stata posta in essere soprattutto in occasione di andamenti anomali delle quotazioni dei titoli, in prossimità di eventi societari di rilievo e ai fini delle istruttorie preliminari per ipotesi di abusi di mercato. L'analisi delle notizie e delle discussioni presenti nella rete ha consentito di individuare in modo più integrato il contesto informativo relativo agli emittenti e di esaminarne la correttezza e completezza rispetto a quanto diffuso dagli emittenti stessi.

È stato altresì condotto, come di consueto, un costante monitoraggio delle comunicazioni di *internal dealing* e di *buy-back*, al fine di verificare il rispetto delle disposizioni di legge in materia e di prevenire le fattispecie di *market abuse*.

Nell'anno 2012 la Consob ha ricevuto, ai sensi dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti, quasi 26 mila studi, di cui oltre 6 mila monografici, in leggero incremento rispetto all'anno precedente (+8,5 per cento circa).

L'attività di vigilanza dell'Istituto è stata indirizzata a verificare, come di consueto, il rispetto delle disposizioni in materia di correttezza delle informazioni contenute nelle ricerche, *disclosure* dei conflitti di interesse e appropriata modalità di diffusione, in considerazione del rilevante contributo delle stesse alla formazione delle aspettative da parte degli investitori, soprattutto *retail*.

Si conferma la tendenza degli analisti finanziari a valutare positivamente le società quotate oggetto degli studi. Anche nel 2012, infatti, gli studi contenenti un giudizio positivo di tipo *buy* sono stati la maggioranza (circa 48 per cento), anche se in netta diminuzione rispetto all'anno precedente (poco più del 55 per cento). Nel contesto congiunturale negativo continua, tuttavia, ad aumentare l'incidenza dei giudizi negativi di tipo *sell*, che nel 2012 hanno rappresentato quasi il 15 per cento dei giudizi, percentuale più alta dopo il 2009 (Tav. 36).

**Tav. 36 Distribuzione degli studi monografici per tipologia di consiglio operativo**  
(valori percentuali)

|      | consiglio operativo |      |                |      | numero complessivo degli studi |
|------|---------------------|------|----------------|------|--------------------------------|
|      | buy                 | hold | senza giudizio | sell |                                |
| 1998 | 59,1                | 25,5 | 9,9            | 5,5  | 2.288                          |
| 1999 | 57,5                | 26,7 | 9,1            | 6,6  | 2.260                          |
| 2000 | 58,2                | 26,1 | 9,6            | 6,1  | 2.368                          |
| 2001 | 48,3                | 33,6 | 9,0            | 9,1  | 5.912                          |
| 2002 | 46,7                | 29,2 | 11,7           | 12,4 | 5.351                          |
| 2003 | 51,1                | 36,2 | 3,9            | 8,8  | 5.141                          |
| 2004 | 55,0                | 36,3 | 4,5            | 6,2  | 5.326                          |
| 2005 | 51,2                | 36,6 | 2,6            | 9,6  | 5.007                          |
| 2006 | 52,6                | 31,8 | 7,5            | 8,1  | 4.927                          |
| 2007 | 53,4                | 29,6 | 9,6            | 7,4  | 5.648                          |
| 2008 | 52,5                | 31,8 | 4,3            | 11,4 | 6.665                          |
| 2009 | 46,5                | 31,2 | 5,4            | 16,9 | 5.808                          |
| 2010 | 53,2                | 29,4 | 6,3            | 11,1 | 5.358                          |
| 2011 | 55,3                | 28,5 | 4,7            | 11,5 | 5.750                          |
| 2012 | 48,2                | 34,1 | 2,9            | 14,8 | 6.190                          |

Fonte: Consob.

Nel 2012 il numero di società quotate oggetto di studi monografici è stato pari a 227, in aumento del 9 per cento rispetto all'anno precedente. Poco meno di un quarto delle società coperte dagli analisti finanziari è oggetto di oltre 50 studi all'anno, mentre per il 26 per cento circa il numero degli studi è inferiore a 4 (Tav. 37).

L'informazione contenuta negli studi degli analisti finanziari è particolarmente rilevante per le società di dimensioni ridotte (*small cap*) e, tra queste per le società di nuova quotazione, per le quali sono maggiori i problemi legati alla presenza di asimmetrie informative (Riquadro 12).

## Riquadro 12

### Il contenuto informativo degli studi degli analisti finanziari sulle società *small cap*

La letteratura empirica, relativa a diversi mercati tra cui quello italiano, mostra che gli studi degli analisti hanno un contenuto informativo innovativo. Tale evidenza è emersa anche con riferimento a un campione di 1.167 studi elaborati da 26 analisti e riguardanti 37 società *small cap* ammesse a quotazione sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana tra il 2003 e il 2011. Il 58 per cento degli studi include un giudizio *buy*, il 26 per cento *hold* e l'11 per cento *sell* (il residuale 5 per cento di studi non contiene alcun giudizio).

La metodologia utilizzata è quella standard di tipo *event study*, che consente di stimare gli extra-rendimenti (*abnormal returns*) registrati in corrispondenza della pubblicazione dello studio e per ogni giornata compresa in una finestra temporale predeterminata, nonché gli extra-rendimenti cumulati corrispondenti a diverse finestre temporali precedenti e successive alla pubblicazione. Se gli studi hanno un contenuto innovativo per il mercato allora si devono registrare *abnormal returns* nel giorno della pubblicazione significativamente diversi da zero. Qualora gli extra-rendimenti fossero statisticamente ed economicamente significativi nelle finestre temporali precedenti la data di pubblicazione, si avrebbe evidenza di una *disclosure* selettiva dello studio prima della pubblicazione.

L'impatto sui corsi delle azioni è stato calcolato sull'intero campione, per ogni categoria di giudizio (*buy, hold, sell*). L'esercizio empirico è stato poi ripetuto eliminando dal campione le società per le quali la pubblicazione dello studio era stata preceduta nelle due settimane antecedenti la divulgazione di notizie riguardanti le stesse società potenzialmente in grado di influenzare i corsi azionari (di seguito, *contaminating news*). L'analisi è stata riproposta sul sotto-campione che include solo l'inizio di copertura di una *small cap* da parte di un *broker* (di seguito, *initiation of coverage*). Infine, la stessa metodologia è stata applicata al sotto-campione che include solo le revisioni di giudizio, allo scopo di verificare se in questi casi la reazione del mercato è stata significativamente differente.

I risultati ottenuti mostrano che gli studi degli analisti finanziari relativi alle *small caps* portano nuova informazione al mercato e che l'impatto è differente a seconda del campione considerato. Per l'intero campione, gli extra-rendimenti

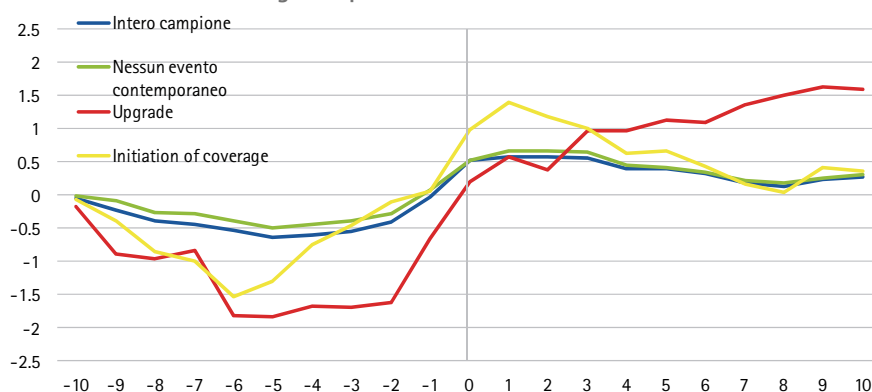
cumulati nei tre giorni che includono la data di pubblicazione dello studio sono statisticamente significativi solo in caso di giudizio *buy* e *hold* (rispettivamente, +0,98 per cento e -0,83 per cento). Tuttavia, dopo avere escluso gli studi pubblicati contemporaneamente ad altre notizie relative alla società, resta significativo solo l'impatto dei giudizi *buy* (+1,13 per cento). I giudizi *sell*, invece, non hanno un impatto sui corsi azionari statisticamente significativo, anche dopo aver depurato dalle *contaminating news*. Una possibile spiegazione di questa evidenza è che il 93 per cento di tali giudizi è contenuto in studi pubblicati dopo il 2008 in relazione a società i cui prezzi in media, tra il 2008 e il 2011, sono diminuiti del 55 per cento e che, al momento del giudizio, avevano già iniziato la fase decrescente. Pertanto è verosimile ritenere che in quel periodo i giudizi *sell* non abbiano avuto una valenza informativa per il mercato.

Per quanto riguarda le *initiation of coverage* sia i giudizi *buy* (+1,5 per cento) sia i giudizi *hold* (-2,04 per cento) apportano nuova informazione al mercato. I giudizi *sell*, invece, essendo solo 8, non consentono di ottenere stime significative.

Nel caso del campione relativo alle revisioni di giudizio, in presenza di un miglioramento della valutazione (da *hold* a *buy*, da *sell* a *buy* e da *sell* a *hold*) l'impatto sui prezzi è risultato positivo e statisticamente significativo (+2,19 per cento). Invece le revisioni peggiorative delle valutazioni (da *buy* a *hold*, da *buy* a *sell*, da *hold* a *sell*) non hanno un impatto statisticamente diverso da zero.

L'analisi relativa ai giorni precedenti la pubblicazione degli studi mostra che gli extra-rendimenti cumulati non sono statisticamente significativi, ossia che non ci sono chiare evidenze di *information leakage*.

Extra-rendimenti cumulati: giudizi positivi



**Tav. 37 Distribuzione delle società oggetto di studi monografici per grado di copertura**

|      | numero di società<br>oggetto di studi<br>monografici <sup>1</sup> | ripartizione delle società oggetto di studi per numero di studi prodotti <sup>2</sup> |         |         |        |      | totale |
|------|---|---|---------|---------|--------|------|--------|
|      |   | ≥ 51  | 25 - 50 | 13 - 24 | 5 - 12 | ≤ 4  |        |
| 1998 | 179   | 4,5   | 10,1    | 21,2    | 25,1   | 39,1 | 100,0  |
| 1999 | 146   | 4,9   | 8,9     | 16,4    | 27,4   | 42,4 | 100,0  |
| 2000 | 261   | 9,9   | 9,3     | 15,6    | 27,4   | 37,8 | 100,0  |
| 2001 | 217   | 7,8   | 17,5    | 14,7    | 24,4   | 35,6 | 100,0  |
| 2002 | 198   | 9,4   | 19,1    | 20,8    | 22,6   | 28,1 | 100,0  |
| 2003 | 255   | 8,4   | 15,5    | 17,7    | 23,9   | 34,5 | 100,0  |
| 2004 | 259   | 8,9   | 16,2    | 18,4    | 23,3   | 33,2 | 100,0  |
| 2005 | 213   | 19,7  | 11,2    | 15,6    | 25,1   | 28,4 | 100,0  |
| 2006 | 215   | 17,2  | 9,2     | 19,1    | 21,9   | 32,6 | 100,0  |
| 2007 | 246   | 18,6  | 8,8     | 18,5    | 22,4   | 31,7 | 100,0  |
| 2008 | 229   | 19,7  | 10,6    | 17,8    | 21,6   | 30,3 | 100,0  |
| 2009 | 223   | 22,3  | 12,4    | 16,7    | 19,9   | 28,7 | 100,0  |
| 2010 | 215   | 23,9  | 9,8     | 17,7    | 20,7   | 27,9 | 100,0  |
| 2011 | 208   | 25,9  | 11,6    | 14,5    | 20,7   | 27,3 | 100,0  |
| 2012 | 227   | 23,3  | 12,3    | 19,1    | 18,9   | 26,4 | 100,0  |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Società quotate su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana. <sup>2</sup> Dati in percentuale.

Nel mese di febbraio 2012 la Commissione ha aggiornato l'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, sulla base delle comunicazioni ricevute dagli emittenti stessi.

Gli emittenti strumenti finanziari diffusi sono risultati 88, rispetto a 93 dell'anno precedente, in ragione dell'inclusione di 6 nuovi emittenti (di cui 3 a seguito della revoca dalle negoziazioni sui mercati regolamentati, disposta da Borsa Italiana) e dell'esclusione di 11 (di cui 5 emittenti per la perdita dei requisiti quantitativi a seguito di offerta pubblica di scambio promossa dalla controllante BPER).

Relativamente ai suddetti emittenti la Consob ha monitorato in via continuativa la completezza e correttezza delle informazioni rilevanti comunicate al pubblico, quali l'approvazione dei dati contabili e le operazioni straordinarie.

## 4 L'informativa contabile

In attuazione degli articoli 118-bis del Tuf e 89-*quater* del Regolamento Emittenti, anche nel 2012 è proseguita l'attività di vigilanza sull'informativa finanziaria guidata dal cosiddetto approccio *risk based*, teso a individuare le società che presentano i maggiori profili di rischio per la trasparenza e la correttezza dell'informazione finanziaria.

Come di consueto la procedura di selezione degli emittenti da sottoporre a vigilanza ha identificato tre diversi gruppi di società. Le prime sono state estratte



tramite campionamento automatico (cosiddetto *supervisory based*). Le seconde sono state scelte sulla base delle indicazioni derivanti dal paniere di parametri individuati di anno in anno: nel 2012, in particolare, è stato identificato un nuovo parametro di rischio che segnala il settore di mercato che ha mostrato la maggiore volatilità dei rendimenti giornalieri dal 2010 al 2012. L'insieme di società così identificato è stato, infine, integrato con un numero di emittenti pari a un quinto delle società quotate; tra queste risultano maggiormente rappresentate le società a maggiore capitalizzazione e volumi di scambio.

Come di consueto, nel 2012, la Commissione è stata impegnata anche nell'attività di riesame degli obblighi di informativa periodica imposti agli emittenti sulla base dei poteri conferiti dall'art. 114 del Tuf.

A tal proposito, si ricorda che, a partire dal 2002, la Consob ha assoggettato taluni emittenti quotati all'obbligo di diffondere, con cadenza mensile, un comunicato stampa al fine di assicurare al mercato un tempestivo aggiornamento in ordine ad alcuni profili di criticità gestionale degli emittenti medesimi. Successivamente, sono stati assoggettati a obblighi di informativa trimestrale, in concomitanza con le rendicontazioni contabili, gli emittenti che nella relazione di revisione presentano un richiamo di informativa sulla continuità aziendale in conformità al Principio di revisione 570 sulla 'Continuità aziendale', al fine di fornire informazioni qualitative standard atte a informare con completezza il mercato sullo stato di incertezza gestionale in cui versano. Tali obblighi informativi aggiuntivi vengono assoggettati a revisione in occasione della pubblicazione delle documentazioni contabili di tali emittenti, al fine di verificare la necessità della loro permanenza, di una trasformazione da mensili a trimestrali o della vera e propria revoca, laddove emerga il superamento delle condizioni di crisi aziendale che ne avevano comportato l'imposizione.

I poteri ex art. 114 del Tuf sono stati esercitati, inoltre, con riferimento a situazioni specifiche che hanno richiesto l'integrazione delle informazioni contenute nei bilanci o redatte ai fini dell'esame da parte delle competenti assemblee dei soci.

In particolare sono state interessate società in stato di crisi economico-finanziaria o che hanno realizzato operazioni di ripatrimonializzazione o di natura straordinaria, quali Seat PG, le società attualmente collegate al gruppo Sintesi, Sopaf, TAS, K.R. Energy, rispetto alle quali è stato necessario garantire un sufficiente grado di trasparenza sulle rispettive situazioni societarie. Sono stati svolti, inoltre, interventi sulla *disclosure* di controversie giudiziarie che hanno riguardato grandi gruppi quotati (Telecom, Finmeccanica). Sono state, infine, richieste integrazioni di informazioni anche a gruppi interessati da modifiche della compagine societaria o del perimetro di riferimento (Impregilo, Parmalat).

La Commissione ha esercitato i poteri di cui all'art. 154-ter, comma 7 del Tuf nei confronti di quattro emittenti con azioni ammesse a negoziazione sul mercato Mta gestito da Borsa Italiana Spa.

Per quanto riguarda le società assicurative Fondiaria Sai Spa e Milano Assicurazioni Spa, sono emerse criticità nelle modalità di redazione dei bilanci d'esercizio e consolidato chiusi al 31 dicembre 2011, con particolare riferimento alla contabilizzazione delle riserve tecniche e alla valutazione della partecipazione posseduta da Fondiaria Sai nella controllata Milano Assicurazioni. Gli errori e le omissioni riscontrate hanno comportato la violazione del principio fondamentale relativo alla corretta rappresentazione della situazione aziendale, non garantendo il rispetto degli assunti fondamentali e delle caratteristiche qualitative delle informazioni. La Commissione ha ritenuto necessario richiedere la predisposizione di apposite situazioni economico-patrimoniale *pro forma*, corredate dai dati comparativi del periodo di riferimento precedente, al fine di fornire evidenza degli effetti che una contabilizzazione conforme alle regole avrebbe prodotto sulla situazione patrimoniale, sul conto economico e sul patrimonio netto dell'esercizio al 31 dicembre 2011, a livello consolidato, di Fondiaria Sai Spa e della controllata Milano Assicurazioni Spa.

Anche nella redazione dei bilanci d'esercizio e consolidato chiusi al 31 dicembre 2011 dalla società Premafin Finanziaria Spa – Holding di partecipazioni, sono state riscontrate carenze con riferimento al corretto e completo recepimento delle informazioni e delle criticità riscontrate per la controllata Fondiaria Sai Spa e alle modalità di valutazione e contabilizzazione della partecipazione in questa detenuta. Tali carenze hanno comportato la violazione del principio relativo alla non corretta rappresentazione della situazione aziendale. Stante la rilevanza degli errori rilevati, la Consob ha ritenuto necessario richiedere la predisposizione di un'apposita situazione economico-patrimoniale consolidata *pro forma* del bilancio chiuso al 31 dicembre 2011.

Infine, in merito alla società Unipol Gruppo Finanziario Spa, sono state riscontrate carenze nella redazione del bilancio consolidato al 31 dicembre 2011 nonché nel bilancio semestrale abbreviato al 30 giugno 2012, con riferimento alla rilevazione e valutazione di alcuni strumenti finanziari di debito, definiti 'strutturati', detenuti dalla società o da società consolidate. Le principali criticità emerse riguardano: la rilevazione ed eventuale separazione di derivati di credito e di tasso incorporati nei suddetti titoli, la classificazione di titoli connotati dalla presenza di condizioni di rimborso anticipato al *fair value* potenzialmente inferiore al costo di sottoscrizione, per clausole '*tax event*', l'*impairment test* condotto su uno strumento rappresentativo di capitale iscritto nella categoria 'Disponibili per la vendita' e il consolidamento dei patrimoni sottostanti a emissioni di titoli di debito da parte di *Special Purpose Vehicle* (SPV). Anche in questo caso la Commissione ha ritenuto necessario richiedere la predisposizione di un'apposita situazione economico-patrimoniale consolidata *pro forma* del bilancio chiuso al 31 dicembre 2011 e del bilancio abbreviato al 31 dicembre 2012.

Il prolungarsi della crisi del debito sovrano, con le sue significative ripercussioni sul sistema bancario italiano, ha indotto l'Istituto a intensificare l'attività di monitoraggio sull'informativa finanziaria dei principali emittenti quotati del settore bancario.

Relativamente alle suddette società è stato realizzato un esame comparativo delle informazioni fornite su specifiche tematiche. Ad esempio, l'attività di analisi svolta sulle informazioni previste dallo IAS 36, in tema di *impairment test*, e dagli IAS 39, IAS 32 e IFRS 7, in materia di rischi finanziari, ha consentito di monitorare e indirizzare la qualità della *disclosure* fornita dalle banche italiane sul tema dell'*impairment* degli avviamenti, sulla qualità dei crediti e sull'esposizione al debito sovrano; tale attività risulta altresì allineata ai lavori internazionali in materia di standardizzazione e miglioramento della *disclosure*. Infine, si è ritenuto opportuno intensificare anche l'esame dell'informativa resa al mercato dagli istituti di credito in merito ai piani previsionali di recupero di redditività e ai piani di rafforzamento patrimoniale adottati ai sensi della raccomandazione EBA.

## IV La vigilanza sugli intermediari

### 1 I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento

Nel 2012 il numero di banche e Sim autorizzate alla prestazione di servizi di investimento è risultato pari a 744, a fronte di 778 nel 2011 (Tav. 38).

**Tav. 38 Intermediari per servizi di investimento autorizzati**

|   | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|------|------|------|------|------|------|
| <b>Sim</b>  |      |      |      |      |      |      |
| <i>numero soggetti autorizzati</i>                        | 108  | 113  | 115  | 110  | 102  | 101  |
| consulenza  | 108  | 109  | 110  | 103  | 94   | 92   |
| negoziatura per conto proprio                             | 24   | 20   | 17   | 15   | 14   | 14   |
| negoziatura per conto terzi                               | 35   | 31   | 25   | 23   | 20   | 20   |
| collocamento con preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>   | 12   | 9    | 8    | 6    | 5    | 5    |
| collocamento senza preventiva sottoscrizione <sup>1</sup> | 74   | 68   | 61   | 53   | 47   | 46   |
| gestione su base individuale                              | 56   | 50   | 49   | 47   | 46   | 44   |
| ricezione e trasmissione di ordini e mediazione           | 59   | 60   | 54   | 52   | 49   | 50   |
| gestione di Mtf   | --   | 2    | 2    | 3    | 3    | 3    |
| <i>numero medio di servizi per soggetto</i>               | 3,30 | 3,01 | 2,77 | 2,69 | 2,68 | 2,67 |
| <b>Banche</b>   |      |      |      |      |      |      |
| <i>numero soggetti autorizzati</i>                        | 742  | 734  | 725  | 701  | 676  | 643  |
| consulenza  | 723  | 700  | 692  | 673  | 651  | 617  |
| negoziatura per conto proprio                             | 559  | 540  | 535  | 516  | 500  | 467  |
| negoziatura per conto terzi                               | 561  | 541  | 536  | 515  | 499  | 466  |
| collocamento con preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>   | 267  | 261  | 261  | 242  | 225  | 208  |
| collocamento senza preventiva sottoscrizione <sup>1</sup> | 713  | 705  | 699  | 674  | 651  | 616  |
| gestione su base individuale                              | 222  | 212  | 208  | 195  | 181  | 170  |
| ricezione e trasmissione di ordini e mediazione           | 722  | 713  | 705  | 683  | 660  | 624  |
| gestione di MTF   | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| <i>numero medio di servizi per soggetto</i>               | 4,72 | 4,65 | 4,66 | 4,65 | 4,65 | 4,60 |

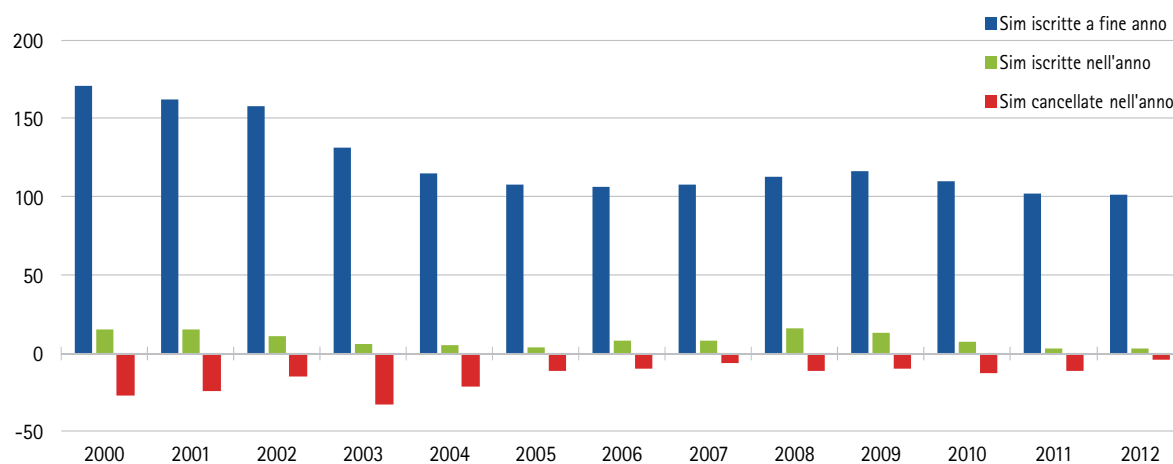
Fonte: Consob e Banca d'Italia. <sup>1</sup> Include il collocamento con acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

In particolare il numero di banche autorizzate ha subito un calo di 33 unità, passando da 676 soggetti nel 2011 a 643 nel 2012, mentre il numero di Sim autorizzate è rimasto sostanzialmente stabile, passando da 102 nel 2011 a 101 nel 2012.

Più nello specifico nel corso del 2012 si è ulteriormente accentuata la contrazione, in atto ormai da un quinquennio, del numero di banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento. Rispetto al 2007 il numero di soggetti ha subito infatti un decremento di circa 100 unità (da 742 a 643 unità). I servizi maggiormente ricorrenti in capo ai soggetti abilitati rimangono quelli di tipo distributivo (collocamento e ricezione e trasmissione di ordini) cui si abbina spesso quello di consulenza.

Con riferimento alle Sim nel corso dell'anno sono intervenute 3 iscrizioni all'Albo (di cui una riguarda un intermediario operativo nei servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di consulenza in materia di investimenti e le restanti due riguardano intermediari monofunzionali operativi nei servizi, rispettivamente, di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli) e 4 cancellazioni, in prevalenza conseguenti a uscite volontarie dal mercato (Fig. 128).

**Fig. 128 Albo delle Sim e delle società fiduciarie**



Fonte: Consob.

Relativamente alla sezione dell'Albo dedicata alle imprese di investimento estere, a fine 2012 sono risultate iscritte 2.377 imprese comunitarie di investimento in libera prestazione di servizi (a fronte di 253 nuove registrazioni) e 55 imprese di investimento comunitarie con succursale (a fronte di 9 nuove iscrizioni); 50 intermediari comunitari sono risultati iscritti in entrambe le sezioni (attesa la possibilità di prestare in Italia servizi e attività di investimento con e senza succursale).

Nel corso dell'anno hanno manifestato situazioni di crisi una banca e un agente di cambio; il numero complessivo di insolvenze di intermediari nel periodo dal 1997 al 2012 si è così portato a 33 unità (Tav. 39). 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 30 casi (17 Sim, 9 agenti di cambio, 3 Sgr e una banca). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale relativa alle insolvenze pregresse, alla cui copertura concorre il Ministero dell'Economia e delle Finanze.

**Tav. 39 Interventi del Fondo nazionale di garanzia**  
(situazione al 31 dicembre 2012; valori monetari in migliaia di euro)

|   | insolvenze <sup>1</sup> |                  |          |          | totale    |
|---|-------------------------|------------------|----------|----------|-----------|
|   | Sim                     | agenti di cambio | Sgr      | banche   |           |
| 1997-2007   | 16                      | 8                | --       | --       | 24        |
| 2008  | --                      | 1                | --       | --       | 1         |
| 2009  | --                      | --               | 1        | --       | 1         |
| 2010  | 2                       | --               | 1        | --       | 3         |
| 2011  | --                      | --               | 1        | 1        | 2         |
| 2012  | --                      | 1                | --       | 1        | 2         |
| <i>totale insolvenze</i>                                | <i>18</i>               | <i>10</i>        | <i>3</i> | <i>2</i> | <i>33</i> |
| <i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i> | <i>17</i>               | <i>9</i>         | <i>3</i> | <i>1</i> | <i>30</i> |
| numero creditori ammessi                                | 2.607                   | 1.008            | 1        | --       | 3.610     |
| importo crediti ammessi <sup>2</sup>                    | 28.838                  | 42.559           | 3.751    | --       | 75.148    |
| interventi del fondo <sup>3</sup>                       | 8.784                   | 11.405           | --       | --       | 20.189    |

Fonte: elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. <sup>1</sup> Insolvenze il cui stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. <sup>2</sup> Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. <sup>3</sup> Indennizzi deliberati, pagati o impegnati a fronte delle istanze pervenute.

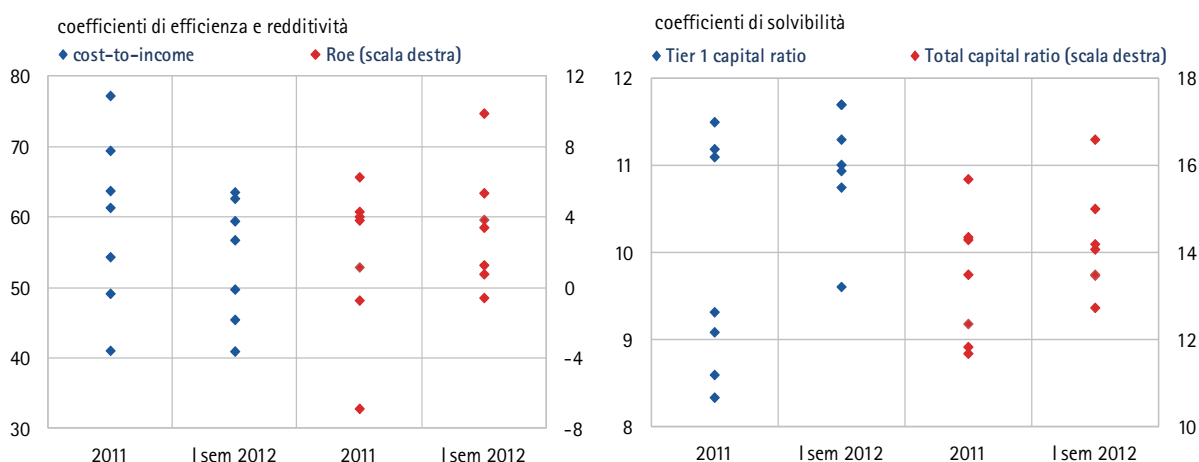
Nel corso del 2012 la Consob ha reso al Ministero dell'Economia e delle Finanze il parere di competenza circa l'aggiornamento su base annua dei piani triennali e del piano di riparto dei contributi a carico degli aderenti alla 'gestione speciale' del Fondo nazionale di garanzia (istituita dall'art. 62 del d.lgs. 415/1996 e disciplinata dal d.m. 238/1998). Tale gestione ha lo scopo di assicurare la copertura finanziaria degli indennizzi dovuti dal Fondo nazionale di garanzia e relativi alle insolvenze degli intermediari il cui stato passivo è stato depositato e reso esecutivo prima del 1° luglio 1998. Alla luce della mancata chiusura delle procedure connesse a tali insolvenze, con d.m. 146/2011, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha prorogato la chiusura della 'gestione speciale' sino al 30 giugno 2017. Infine, nel corso del 2012, la Commissione ha reso al Ministero dell'Economia e delle Finanze, ai sensi dell'art. 12 del d.m. 485/1997, parere favorevole in merito al complesso delle modifiche statutarie proposte dal Fondo nazionale di garanzia.

## 2 Le banche italiane

Nel primo semestre del 2012 la solvibilità e l'efficienza operativa delle principali banche italiane hanno registrato un miglioramento rispetto al corrispondente periodo del 2011.

In particolare il *cost to income ratio* (dato dal rapporto tra costi operativi e margine di intermediazione) dei principali 8 gruppi bancari italiani è risultato in calo, portandosi per 5 istituti a un valore inferiore al 60 per cento. Con riferimento alla patrimonializzazione, i principali gruppi italiani hanno mostrato un generalizzato incremento dei coefficienti prudenziali; in particolare il *tier 1 ratio* (dato dal rapporto tra patrimonio di base e attività ponderate per il rischio) è risultato superiore al 10,5 per cento per 7 gruppi, mentre il *total capital ratio* (dato dal rapporto tra patrimonio di vigilanza e attività ponderate per il rischio) è risultato superiore al 12 per cento per tutti i primi 8 gruppi (Fig. 129).

Fig. 129 Coefficienti di redditività e solvibilità dei principali gruppi bancari italiani



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Dati relativi ai primi 8 gruppi bancari per totale attivo. I dati RoE del primo semestre 2012 sono stati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

Nel corso dei primi nove mesi del 2012 i risultati reddituali dei principali gruppi bancari italiani sono risultati in lieve miglioramento, principalmente per effetto del significativo incremento dei profitti da operazioni finanziarie, in crescita del 90 per cento rispetto alla fine del 2011. Al contrario è proseguita la contrazione delle fonti di ricavi più rilevanti per l'attività bancaria tradizionale, ossia il margine di interesse (in calo del 3,6 per cento) e le commissioni nette (in calo del 3,7 per cento); tali dinamiche si sono tradotte in un incremento del margine di intermediazione dell'1,4 per cento. Le rettifiche su crediti dubbi hanno mostrato un significativo incremento (+25,6 per cento) a causa del progressivo deterioramento della qualità del credito che caratterizza l'attuale fase negativa del ciclo economico (Tav. 40).

**Tav. 40 Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani**  
(milioni di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

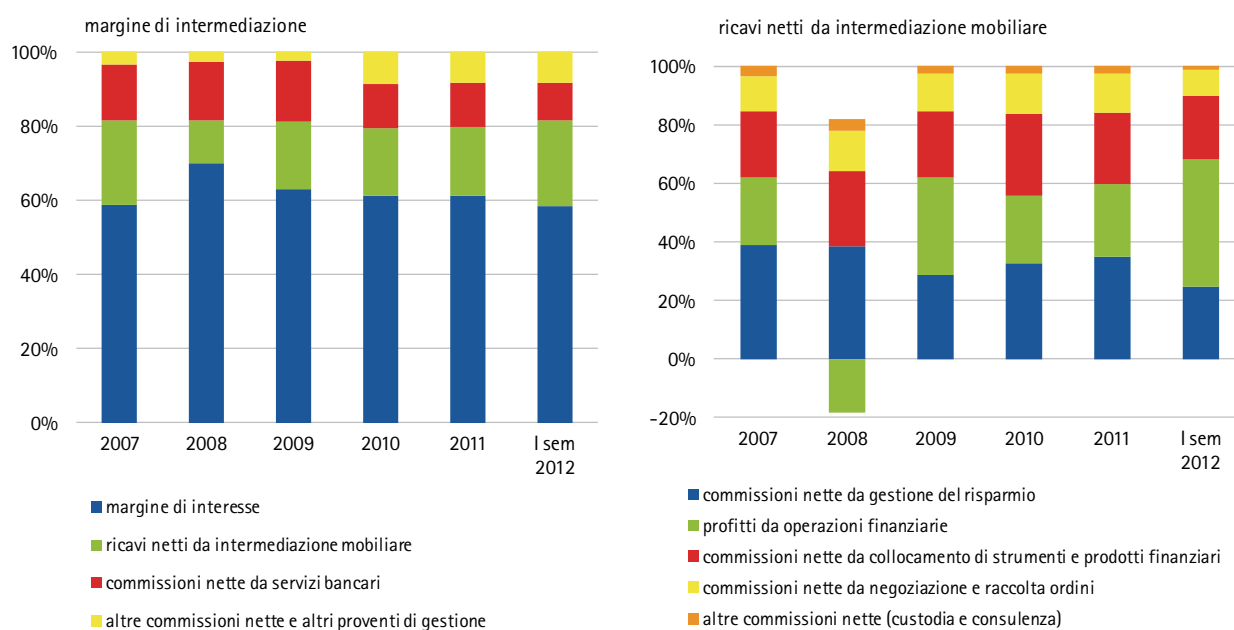
|   | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 30 giu.<br>2012 | var.<br>% <sup>1</sup> | 30 set.<br>2012 <sup>2</sup> | var.<br>% <sup>3</sup> |
|---|---------|---------|---------|---------|-----------------|------------------------|------------------------------|------------------------|
| <b>margini di interesse (a)<sup>4</sup></b>                           | 45.432  | 40.331  | 37.428  | 37.280  | 18.400          | -0,9                   | 24.852                       | -3,6                   |
| <b>commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)</b>                        | 20.417  | 18.888  | 20.653  | 20.116  | 9.642           | -5,2                   | 13.427                       | -3,7                   |
| <i>di cui: da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)</i> | 9.731   | 7.982   | 8.603   | 8.436   | 4.102           | -12,7                  | ....                         |                        |
| negoziante titoli e valute e raccolta ordini                          | 1.639   | 1.551   | 1.499   | 1.507   | 647             | -19,2                  | ....                         |                        |
| gestioni individuali  | 956     | 691     | 690     | 739     | 353             | 4,3                    | ....                         |                        |
| gestioni collettive   | 3.346   | 2.636   | 2.838   | 3.063   | 1.398           | -14,9                  | ....                         |                        |
| banca depositaria   | 255     | 108     | 118     | 104     | 49              | -19,6                  | ....                         |                        |
| custodia titoli   | 125     | 128     | 106     | 77      | 17              | -60,5                  | ....                         |                        |
| collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.                     | 3.085   | 2.687   | 3.147   | 2.716   | 1.554           | -9,3                   | ....                         |                        |
| consulenza  | 326     | 182     | 204     | 228     | 84              | -18,3                  | ....                         |                        |
| <i>da servizi bancari (b.2)<sup>5</sup></i>                           | 10.206  | 10.496  | 7.239   | 7.337   | 3.232           | -4,8                   | ....                         |                        |
| <i>altre commissioni nette (b.3)<sup>6</sup></i>                      | 479     | 410     | 4.332   | 4.343   | 2.309           | 4,9                    | ....                         |                        |
| <b>profitti/perdite da operazioni finanziarie (c)<sup>7</sup></b>     | -2.173  | 3.899   | 2.562   | 2.789   | 3.150           | 20,3                   | 4.516                        | 90,1                   |
| <b>altri proventi netti di gestione (d)</b>                           | 1.337   | 1.051   | 958     | 630     | 250             | -28,6                  | 121                          | -42,1                  |
| <b>risultato della gestione assicurativa (e)</b>                      | 410     | 468     | 613     | 540     | 453             | 58,9                   | 669                          | 99,7                   |
| <b>margini di intermediazione (f = a+b+c+d+e)</b>                     | 65.422  | 64.636  | 61.979  | 61.355  | 31.895          | -0,3                   | 42.916                       | 1,4                    |
| <b>costi operativi (g)<sup>8</sup></b>                                | 39.348  | 37.178  | 37.130  | 36.641  | 17.793          | -2,5                   | 19.807                       | -3,7                   |
| <b>risultato di gestione (f-g)</b>                                    | 26.074  | 27.458  | 24.849  | 24.714  | 14.103          | 2,7                    | 23.109                       | 6,3                    |
| <b>rettifiche nette su crediti</b>                                    | -10.507 | -16.358 | -13.965 | -14.292 | -7.585          | 26,6                   | -10.974                      | 25,6                   |
| <b>rettifiche nette su altre operazioni finanziarie</b>               | -2.799  | -1.649  | -523    | -1.883  | -566            | 141,0                  | -520                         | -66,4                  |
| <b>utile netto<sup>9</sup></b>  | 8.194   | 6.136   | 6.524   | 3.910   | 3.072           | -25,2                  | 3.908                        | 1,9                    |

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). <sup>1</sup> Variazione percentuale del primo semestre del 2012 rispetto al primo semestre del 2011. <sup>2</sup> I dati al 30 settembre 2012 non includono il gruppo Bnl. <sup>3</sup> Variazione percentuale dei primi nove mesi del 2012 rispetto ai primi nove del 2011. <sup>4</sup> Inclusi i dividendi su partecipazioni, gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto e il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse. <sup>5</sup> Commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, servizi di incasso e pagamento, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e servizi Bancomat. <sup>6</sup> Commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie. <sup>7</sup> La voce comprende il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie. <sup>8</sup> Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. <sup>9</sup> Incluso l'utile di terzi.

Con riferimento alla composizione dei ricavi, nel primo semestre del 2012 è proseguita la contrazione del peso del margine di interesse che si è portato a valori inferiori al 60 per cento; tale dinamica riflette principalmente i livelli estremamente bassi dei tassi di interesse a fronte della politica monetaria espansiva della Bce (Fig. 130). Anche il peso delle commissioni nette è sceso sotto il 20 per cento. Viceversa è cresciuto, portandosi su livelli superiori al 20 per cento, il contributo dei ricavi da intermediazione mobiliare ai ricavi totali, in seguito all'allentamento delle tensioni sui mercati finanziari e al conseguente aumento dei prezzi di mercato e, quindi, del *fair value* dei titoli detenuti dalle banche. In particolare la riduzione dei rendimenti dei titoli del debito pubblico domestico, che nel corso del 2011 avevano sperimentato incrementi significativi, ha determinato un aumento consistente dei profitti da operazioni finanziarie, costituiti sia da utili di negoziazione effettivamente realizzati sia da plusvalenze derivanti dalla valutazione al *fair value* dei titoli di Stato.



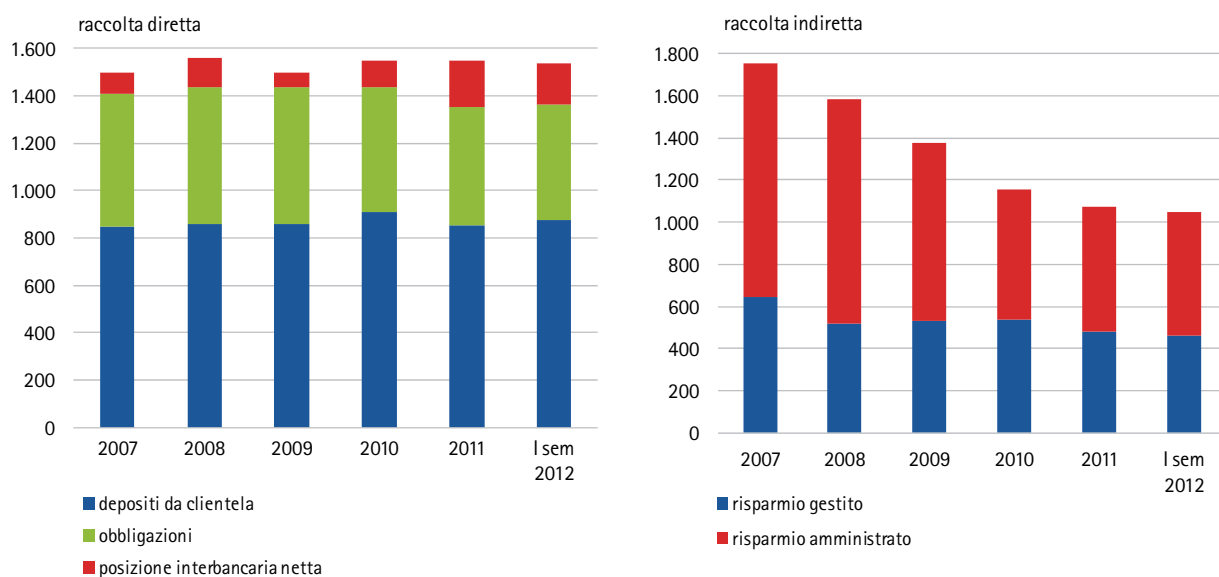
**Fig. 130 Composizione dei ricavi dei principali gruppi bancari italiani**



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

Sul fronte della provvista nel primo semestre del 2012 i principali istituti di credito italiani hanno visto un leggero calo sia della raccolta diretta sia di quella indiretta.

**Fig. 131 Raccolta dei principali gruppi bancari italiani**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

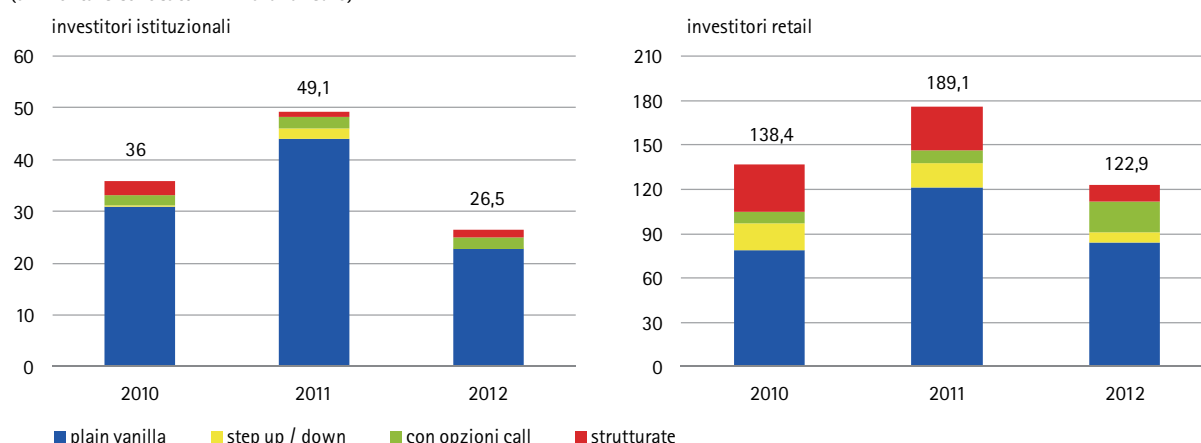


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche. Il risparmio gestito include le riserve tecniche a fronte di prodotti assicurativi e previdenziali di società del gruppo. Nella raccolta diretta sono escluse le passività subordinate e di negoziazione.

In particolare nei primi sei mesi del 2012 si è registrato un lieve incremento dei depositi della clientela (+2 per cento), che invece a fine 2011 risultavano in diminuzione rispetto al 2010. Diversamente si è ridotta sia la raccolta obbligazionaria (-2 per cento pari a circa 8 miliardi di euro) sia, in misura più consistente, la raccolta interbancaria o posizione interbancaria netta (differenza tra i debiti e i crediti verso banche; -12 per cento equivalente a 23 miliardi). Anche la raccolta indiretta (risparmio amministrato e gestito) ha subito un ulteriore calo, principalmente riconducibile alla componente del risparmio gestito (-3 per cento) e, in misura minore, al risparmio amministrato (-1 per cento; Fig. 131).

Nel corso del 2012 le emissioni obbligazionarie bancarie si sono ridotte di quasi 90 miliardi, passando da 238 miliardi di euro nel 2011 a meno di 150 miliardi nel 2012; la riduzione è stata di 66 miliardi per le obbligazioni collocate sul mercato domestico (-35 per cento) e di quasi 23 miliardi per quelle collocate sul mercato internazionale (-46 per cento; Fig. 132).

**Fig. 132 Emissioni di obbligazioni di banche italiane**  
(ammontare collocato in miliardi di euro)



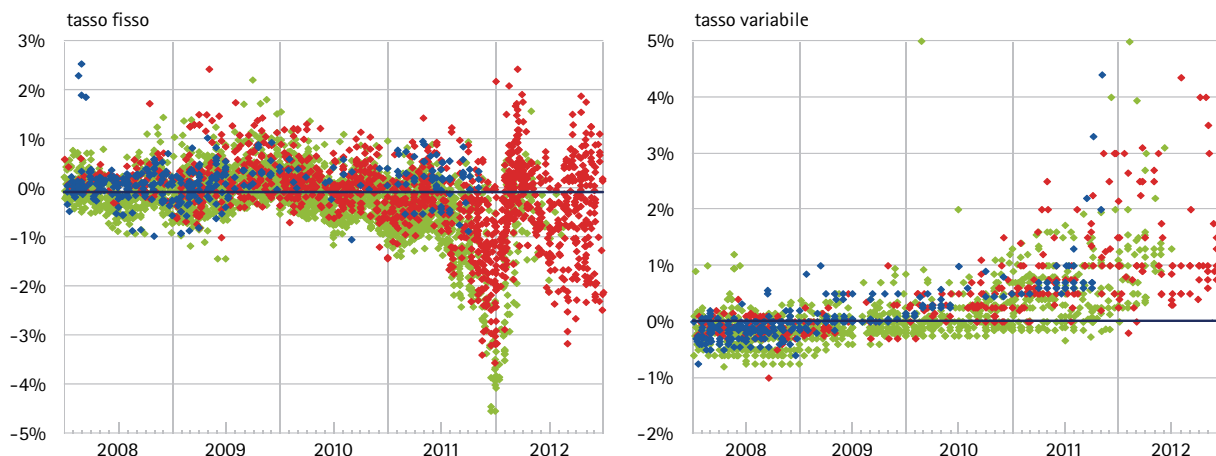
Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. Dati provvisori e parzialmente stimati. Sono escluse le obbligazioni garantite dallo Stato.

Con riferimento al costo della raccolta obbligazionaria delle banche italiane, i rendimenti offerti agli investitori *retail*, ai quali sono destinati i collocamenti domestici, continuano a essere generalmente inferiori rispetto a quelli offerti agli investitori istituzionali (Fig. 133).

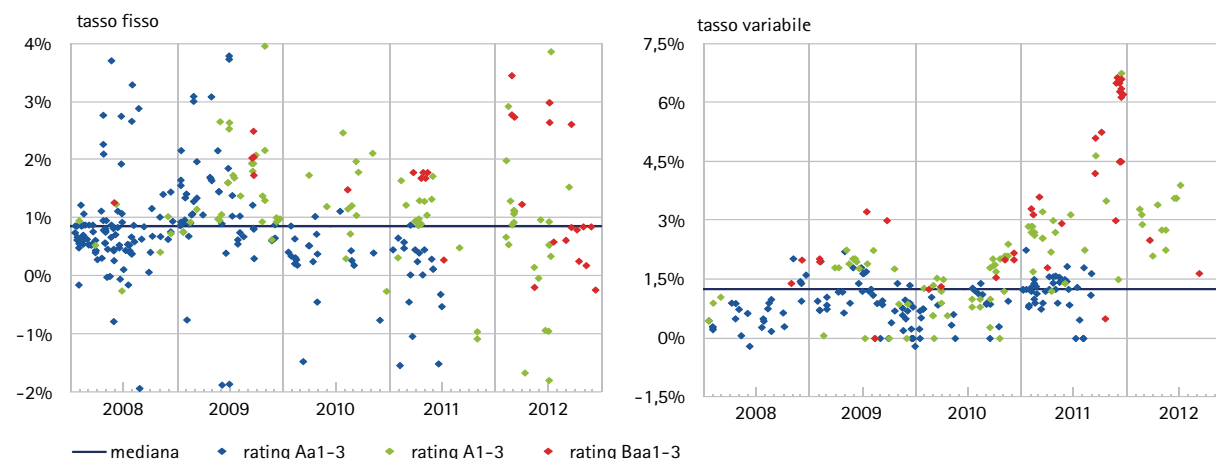
Quanto alla dinamica degli *spread* rispetto al *benchmark*, a partire dalla metà del 2011 sono aumentate le emissioni di obbligazioni a tasso fisso con *spread* negativo rispetto al rendimento dei Btp con vita residua simile. Tale fenomeno, che interessa prevalentemente il mercato domestico, si è lievemente ridotto nella prima parte del 2012 per poi assumere nuovamente dimensioni significative. Per quanto riguarda le obbligazioni a tasso variabile a partire dal 2011 lo *spread* dei rendimenti rispetto all'Euribor è aumentato significativamente, fino a superare per alcune emissioni i 400 punti base sul mercato domestico e i 600 punti base sul mercato internazionale. Inoltre, dal 2008 alla fine del 2012, il numero di emissioni con rating elevato (ossia nella classe 'Aa' e 'A') si è progressivamente ridotto fino ad azzerarsi a fine 2012.

**Fig. 133 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 rispetto all'Euribor; valori percentuali)

**MERCATO DOMESTICO**



**MERCATO INTERNAZIONALE**

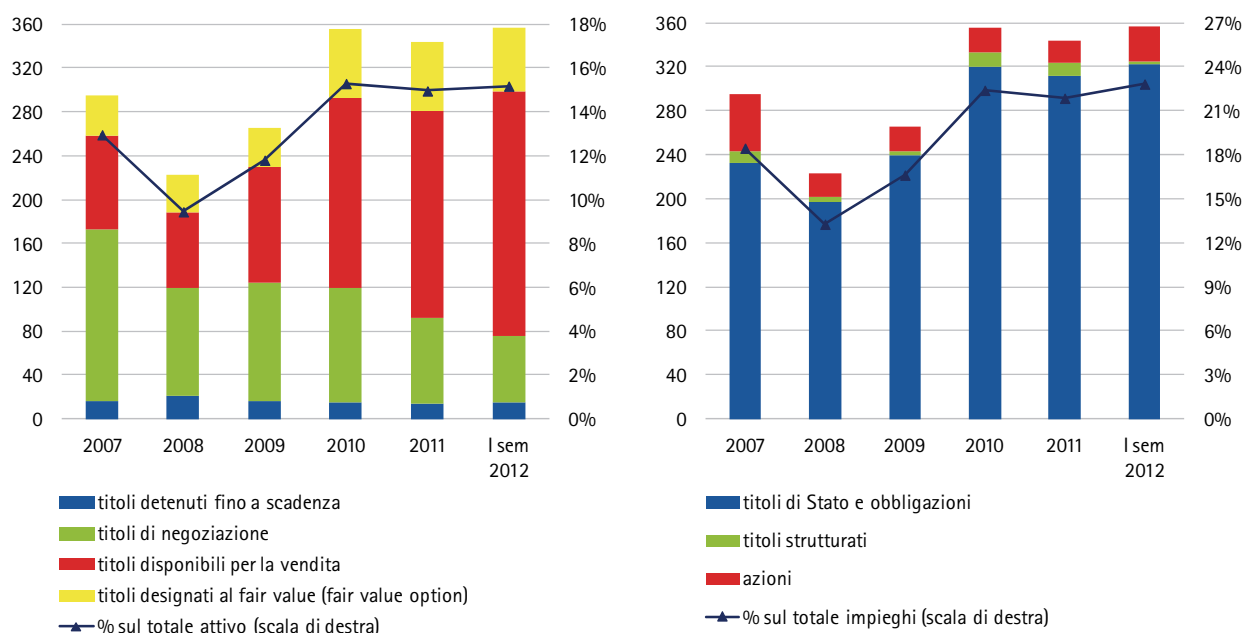


Fonte: elaborazioni su prospetti e condizioni definitive per le offerte agli investitori *retail* e Dealogic per le offerte agli investitori istituzionali. Le obbligazioni a tasso fisso includono i titoli *step up/down*. Sono escluse le obbligazioni garantite dallo Stato.

Il portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani è risultato in crescita nel primo semestre 2012, principalmente per l'incremento dei titoli disponibili per la vendita (+18 per cento) e, in minor misura, di quelli detenuti fino a scadenza (+9 per cento); il peso del portafoglio titoli sul totale attivo è invece rimasto pressoché stabile attorno al 15 per cento (Fig. 134).

Più nello specifico si sono notevolmente ridotti, nel corso dei primi sei mesi del 2012, i titoli detenuti nel portafoglio di negoziazione e quelli designati al *fair value* (rispettivamente -22 e -8 per cento). I titoli strutturati hanno visto un calo del 74 per cento (passando da 12 miliardi di euro a fine 2011 a poco più di 3 miliardi al 30 giugno 2012), mentre sono cresciuti sia i titoli di debito sia le azioni (rispettivamente +3,4 e +58,2 per cento).

**Fig. 134 Composizione del portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

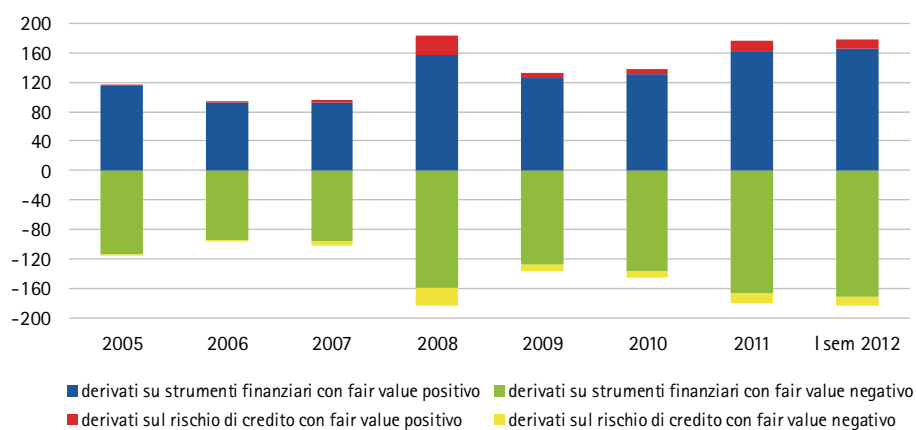


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti) e le attività cedute e non cancellate o deteriorate. Gli Oicr sono ricompresi fra i titoli di Stato e le obbligazioni.

Il valore di mercato lordo dei derivati di negoziazione (inteso come somma in valore assoluto del *fair value* dei derivati iscritta all'attivo e al passivo) è risultato in lieve crescita nei primi sei mesi del 2012 passando da 357 miliardi a fine 2011 a 362 al 30 giugno 2012 (Fig. 135). Il valore di mercato netto dei derivati (dato dalla differenza tra il *fair value* dei derivati iscritti all'attivo e quello dei derivati iscritti al passivo) risultava invece negativo per 5,8 miliardi di euro (a fronte di un valore negativo di circa 5 miliardi a fine 2011).

**Fig. 135 Valore di mercato (*fair value*) dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani**

(dati di fine periodo; miliardi di euro)

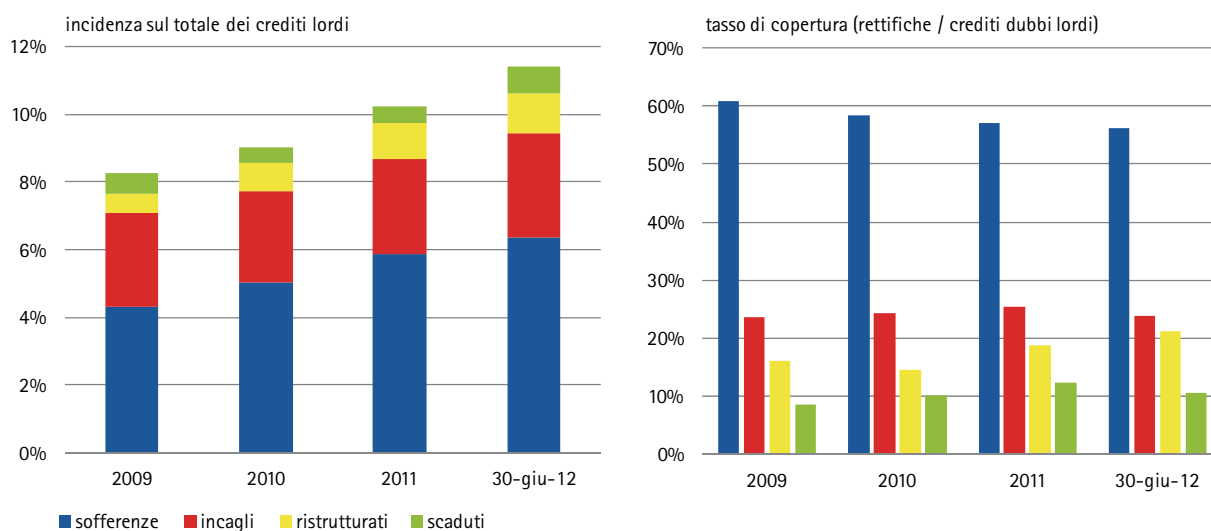


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche.

Quanto all'evoluzione della qualità del credito, i principali gruppi bancari italiani mostrano un significativo incremento dell'incidenza dei crediti dubbi sul totale dei crediti lordi verso clientela.

Tale incremento si registra per tutte le categorie di crediti dubbi, sebbene risulti più marcato per le sofferenze (con un'incidenza sul totale passata dal 5,9 per cento a fine 2011 al 6,4 per cento al 30 giugno 2012) e per gli incagli (passati dal 2,8 al 3,1 per cento); i crediti ristrutturati e scaduti rappresentano circa il 2 per cento del totale dei crediti lordi al 30 giugno 2012 (Fig. 136). Contestualmente si riduce il tasso di copertura sia delle sofferenze sia degli incagli (dato dalla quota già svalutata in bilancio delle due tipologie di crediti dubbi), mentre aumenta quello relativo ai crediti ristrutturati e scaduti.

**Fig. 136 L'evoluzione della qualità del credito dei principali gruppi bancari italiani**



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.

### 3 La vigilanza su banche e Sim

Nel corso del 2012 l'attività di vigilanza su banche e Sim si è avvalsa, come di consueto, di convocazioni di esponenti aziendali, di richieste formali di dati e notizie, di accertamenti ispettivi e dell'analisi degli esposti pervenuti all'Istituto (si veda il capitolo IV *'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'*).

In particolare, ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. a) del Tuf, sono state effettuate 14 convocazioni di esponenti aziendali di intermediari vigilati (di cui 7 riferibili a banche, 3 a Sim e 4 a imprese di investimento comunitarie autorizzate in Italia).

Con riferimento alle verifiche ispettive, sono stati avviati 8 accertamenti nei confronti di Sim e 5 nei confronti di banche, mentre si sono concluse 10 verifiche ispettive di cui 5 nei confronti di Sim e 5 nei confronti di banche (Tav. 41).

**Tav. 41 Attività ispettiva nei confronti di banche e Sim**

|      | accertamenti iniziati |        | accertamenti conclusi |        |
|------|-----------------------|--------|-----------------------|--------|
|      | Sim <sup>1</sup>      | banche | Sim <sup>1</sup>      | banche |
| 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      |
| 2012 | 8                     | 5      | 5                     | 5      |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Sono incluse le società fiduciarie e le succursali italiane di imprese di investimento comunitarie.

Nel corso del 2012, a cinque anni dall'introduzione della MiFID e delle relative misure di attuazione e dopo una prolungata fase transitoria di progressivo adeguamento alla nuova disciplina, la vigilanza sugli intermediari che prestano servizi di investimento si è focalizzata sull'esame delle condotte operative nei rapporti con la clientela, anche alla luce di specifiche operazioni di collocamento di strumenti finanziari. In particolare, le verifiche condotte sono state finalizzate a controllare gli effetti nei rapporti con i clienti dei presidi gestionali e procedurali adottati dagli intermediari.

L'attività di vigilanza sui grandi gruppi bancari, avviata nel 2007, è proseguita nel 2012 con indagini cartolari e ispettive volte a verificare il concreto comportamento dell'intermediario nei confronti della clientela in occasione del collocamento di specifici prodotti connotati da profili di particolare complessità.

In tale ambito sono stati rilevati casi di non conformità delle condotte alle norme di correttezza, spesso derivanti dalla definizione di politiche commerciali in grado di ampliare la divaricazione degli interessi fra intermediario e cliente. Tali politiche commerciali, infatti, qualora prevedano campagne commerciali correlate a transazioni su specifici strumenti, budget di prodotto e sistemi incentivanti per il personale fondati sui ricavi o sui volumi di vendita, creano un conflitto di interessi, come è emerso soprattutto rispetto alla distribuzione di strumenti di propria emissione.

In questi casi il conflitto di interessi si è spesso tradotto in adattamenti opportunistici delle procedure per la valutazione di adeguatezza, riprofilature strumentali della clientela, raccomandazioni di prodotti non adeguati al profilo della clientela con imputazione dell'operatività all'iniziativa dei clienti, mancata considerazione del rischio di concentrazione.

In relazione alle procedure di adeguatezza, sulla scorta dell'esperienza di vigilanza derivante dalle risultanze delle indagini condotte nonché a seguito dei recenti orientamenti ESMA in materia, la Consob ha avviato, anche attraverso le Associazioni di categoria, una generalizzata azione di monitoraggio ed *enforcement* sui temi della corretta profilatura della clientela e del prodotto.

A fronte dell'avvenuto accertamento di ipotesi di violazione della normativa di settore, la Consob ha trasmesso 45 lettere di contestazione agli esponenti di 5 banche e di una Sim (si veda il successivo capitolo V *'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'*); ha altresì richiesto interventi correttivi in grado di assicurare la conformità delle condotte alla disciplina vigente.

Nel corso dell'anno, la Commissione ha adottato, ai sensi dell'art. 201, comma 14, del Tuf, un provvedimento di sospensione dall'esercizio delle attività svolte di un agente di cambio iscritto al ruolo unico nazionale, nominando un commissario che ha assunto la gestione delle relative attività per un periodo di sessanta giorni. Successivamente, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha disposto, su richiesta del medesimo agente di cambio, la cancellazione dello stesso dal ruolo unico nazionale, nominando un commissario preposto alla tutela e alla restituzione dei patrimoni di proprietà dei clienti.

La vigilanza ha inoltre effettuato verifiche circa il rispetto delle regole di condotta nei confronti della clientela da parte delle imprese di investimento comunitarie con stabilimento di succursale in Italia e attive sul mercato del Forex. La crescente operatività di tali intermediari, specie su strumenti finanziari con caratteristiche di elevata rischiosità (quali, ad esempio, i *contract for difference*), ha richiesto infatti una specifica attenzione, specie con riferimento al rispetto delle regole di condotta nei confronti della clientela di tipo *retail*.

In tale quadro, ad esito di una dedicata e complessa attività di vigilanza, anche di natura ispettiva, la Commissione ha adottato nei confronti di un'impresa comunitaria di diritto cipriota, autorizzata a operare in Italia anche mediante stabilimento di succursale, un provvedimento ingiuntivo ai sensi dell'art. 52, comma 1, del Tuf, ordinando all'impresa di porre termine alle irregolarità riscontrate nell'attività di promozione fuori sede dei propri servizi di investimento nei confronti di clientela italiana di tipo *retail*.

L'art. 36 del d.l. 201/2011 (cosiddetto 'Salva Italia'), convertito con modificazioni nella legge 214/2011, ha introdotto il divieto di assumere o esercitare cariche tra imprese o gruppi di imprese concorrenti operanti nei mercati del credito, assicurativo e finanziario (cosiddetto 'divieto di *interlocking*'). La norma, che risponde all'esigenza di evitare situazioni poten-

zialmente lesive della concorrenza, presenta alcuni elementi di complessità sotto il profilo applicativo.

Al riguardo il 20 aprile 2012 Consob, Banca d'Italia e Isvap (ora Ivass) hanno pubblicato apposite linee guida recanti i criteri da seguire, ciascuna per il proprio settore di competenza, nella valutazione della sussistenza di cariche incrociate in violazione della legge. La definizione di tali linee guida è volta, da un lato, a promuovere un'applicazione agevole e uniforme da parte del mercato della norma che introduce il divieto di *interlocking* e, dall'altro, ad assicurare trasparenza e coordinamento dell'operato delle Autorità di vigilanza coinvolte, chiamate a dichiarare la decadenza dalle cariche incompatibili in caso di inerzia dei soggetti interessati e degli organi delle società di competenza.

In particolare le linee guida forniscono orientamenti interpretativi dell'art. 36 del d.l. 201/2011 con riguardo all'ambito di applicazione della disposizione. Nello specifico le linee guida individuano le figure aziendali e le imprese effettivamente interessate dal divieto e specificano la nozione di impresa o gruppo concorrente, alla luce sia della nozione di controllo prevista dall'art. 7 della legge 287/1990, il cui rinvio è contenuto nell'art. 36 del d.l. 'Salva Italia', sia della nozione di 'medesimi mercati del prodotto e geografici' esplicitata nello stesso articolo. I lavori di definizione delle linee guida sono stati svolti nell'ambito di un tavolo tecnico, istituito presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze; ai lavori e alle relative conclusioni ha partecipato anche l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM).

Inoltre, il 13 giugno 2012, le autorità di vigilanza competenti in materia di *interlocking* hanno pubblicato, sui rispettivi siti internet, alcune FAQ (*Frequently Asked Questions*) al fine di fornire un ulteriore indirizzo e chiarimento della disciplina in questione. Infine il 14 giugno 2012 Consob, Banca d'Italia, Ivass e AGCM hanno stipulato un Protocollo d'intesa che individua i criteri e le modalità di coordinamento operativo e procedurale tra le Autorità interessate per meglio assolvere, anche in collaborazione con l'AGCM, ai compiti loro assegnati dalla disciplina, in particolar modo nei casi in cui la sussistenza di cariche incompatibili deve essere valutata, ai fini dell'eventuale dichiarazione di decadenza, da almeno due autorità di vigilanza.

In attuazione dell'art. 11 del Protocollo d'intesa, il 28 novembre 2012, la Commissione ha adottato la Disciplina del procedimento amministrativo per la dichiarazione da parte della Consob della decadenza nei confronti dei titolari di cariche incompatibili ai sensi dell'art. 36 del d.l. 'Salva Italia'. Tale provvedimento reca la disciplina del procedimento amministrativo mediante il quale la Consob, per quanto di competenza, in caso di inerzia degli organismi aziendali interessati, dichiara la decadenza degli esponenti di Sim che siano titolari di cariche in violazione del divieto di *interlocking*; le disposizioni riproducono, in sostanza, le clausole del Protocollo d'intesa e disciplinano il procedimento di decadenza quanto alla fase di avvio, allo svolgimento, al termine di conclusione e agli effetti nei confronti dei soggetti interessati.



## 4 La vigilanza sulle società di gestione del risparmio

Nel corso del 2012 si sono tenuti 3 incontri con esponenti aziendali di Sgr (ai sensi dell'art. 7 del Tuf) e sono state formulate 8 richieste di dati e notizie ad altrettante società di revisione nell'ambito dell'attività di vigilanza su 57 Sgr (ai sensi dell'art. 8, comma 2, del Tuf).

La vigilanza è intervenuta anche per procedimenti di natura straordinaria o cautelare, fornendo un parere al Ministero dell'Economia e delle Finanze in relazione alla proposta della Banca d'Italia di disporre l'amministrazione straordinaria e lo scioglimento degli organi sociali di una Sgr (ai sensi dell'art. 57, commi 1 e 2, del Tuf). La Commissione ha inoltre fornito alla Banca d'Italia 35 pareri, di cui 15 per cancellazioni di Sgr, 5 per estensioni operative, 6 per operazioni straordinarie quali fusioni, scissioni e trasformazioni e 8 per l'offerta in Italia di Oicvm comunitari non armonizzati.

La vigilanza sui fondi comuni aperti si è focalizzata sui fondi 'a cedola'. Tali fondi si connotano per un obiettivo della politica di investimento tipicamente di lungo periodo, del tipo cosiddetto *buy and hold*, e prevedono la distribuzione periodica all'investitore di una cedola connessa al *payoff* del portafoglio.

L'esame delle caratteristiche dei fondi 'a cedola' si è concentrato in primo luogo sulla classificazione degli stessi nell'ambito delle categorie tassativamente determinate dal Regolamento 583/2010. I fondi in questione sono stati classificati come *total return*, ovvero fondi la cui politica d'investimento si propone come obiettivo l'ottimizzazione del profilo di rendimento.

In secondo luogo l'attività di vigilanza ha riguardato la verifica della corretta esplicitazione, nella documentazione di offerta (KIID e prospetto), degli elementi informativi caratterizzanti la politica di investimento. Si è ritenuto opportuno che nella descrizione di quest'ultima venisse evidenziato che il pagamento su base periodica della cedola, in determinate condizioni di mercato, potesse essere assicurato solo mediante il parziale rimborso del capitale investito (con connessa riduzione del Nav del fondo).

In terzo luogo la vigilanza si è concentrata sull'attività pubblicitaria effettuata dalle Sgr, principalmente al fine di verificare che la stessa fosse in grado di veicolare correttamente agli investitori gli elementi caratterizzanti la politica di investimento.

Sotto il profilo della vigilanza di trasparenza, l'attività svolta nel corso del 2012 ha riguardato la verifica dell'adeguamento, entro il 30 giugno 2012, della documentazione d'offerta alle nuove disposizioni della Direttiva 2009/65/CE (cosiddetta Direttiva UCITS IV) e del Regolamento 583/2010 che prevedono, in particolare, di predisporre i documenti contenenti le informazioni chiave per gli investitori (KIID).

Con riferimento alla commercializzazione transfrontaliera, nel corso del 2012 sono state esaminate 415 notifiche per la commercializzazione in Italia di quote o azioni di Oicr comunitari armonizzati in Italia da parte di Oicvm di diritto estero, trasmesse alla Consob ai sensi dell'art. 93 della Direttiva 2009/65/CE dalle principali autorità estere; la verifica ha riguardato la completezza documentale e la regolarità della procedura.

Sono stati altresì rilasciati due pareri alla Banca d'Italia relativi ad altrettante operazioni di fusione transfrontaliera, realizzate nel 2012, che si sono avvalse della disciplina introdotta dalla Direttiva 2005/56/CE del 26 ottobre 2005, recepita in Italia con d.lgs. 108/2008, che mira ad agevolare operazioni di fusione transfrontaliera tra società di capitali dell'Unione Europea, riducendone anche il relativo costo.

In particolare le due operazioni di fusione transfrontaliera sono state poste in essere da un gruppo italiano (Assicurazioni Generali) e da un gruppo tedesco (Allianz) al fine di razionalizzare e semplificare le rispettive attività di *asset management* a livello europeo. Con tali operazioni i due gruppi hanno colto l'opportunità regolamentare offerta dalla Direttiva UCITS IV che, al fine di permettere l'effettiva prestazione transfrontaliera dei servizi di gestione collettiva e facilitare la distribuzione *cross-border* degli Oicr armonizzati, ha ampliato il contenuto del cosiddetto 'passaporto del gestore', consentendo alle società di gestione di istituire e gestire Oicr armonizzati in paesi dell'UE diversi dai rispettivi paesi d'origine.

Con riguardo al comparto dei fondi immobiliari, l'attività di vigilanza, d'intesa con Banca d'Italia, ha riguardato anche nel corso del 2012 il processo di valutazione degli immobili. Dopo aver esaminato i processi di valutazione adottati dalle Sgr in conformità alla comunicazione congiunta Consob-Banca d'Italia del 29 luglio 2010, sono stati svolti ulteriori approfondimenti in ordine al concreto estrinsecarsi di tali processi, al fine di meglio individuare i ruoli e le responsabilità dei soggetti che intervengono nell'attività di valutazione, i relativi flussi informativi e i presidi di controllo posti in essere da ciascuna Sgr. Ci si è avvalsi anche della cooperazione delle società di revisione, chiamate a effettuare approfondite verifiche in materia, nell'ambito del lavoro di *audit* sui rendiconti dei fondi al 31 dicembre 2011.

L'esame della struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e dei requisiti di indipendenza degli amministratori è proseguito anche nel 2012. In particolare, è stata analizzata la composizione dei consigli di amministrazione delle maggiori 18 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito (le quali, con un patrimonio complessivo, al 31 dicembre 2012, di oltre 158 miliardi di euro, rappresentavano circa il 90 per cento del totale del patrimonio dei fondi aperti di diritto italiano), ponendola a confronto con gli omologhi dati del 2011 (Tav. 42).

**Tav. 42 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 |            |
| <b>2011</b>                                   |                             |             |                       |                          |            |                                  |                                     |            |
| <b>cariche ricoperte nella capogruppo</b>     |                             | <b>14</b>   |                       | <b>3</b>                 | <b>7</b>   | <b>1</b>                         |                                     | <b>25</b>  |
| 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          |
| <b>cariche in altre società del gruppo</b>    | <b>6</b>                    | <b>35</b>   | <b>1</b>              | <b>7</b>                 | <b>3</b>   | <b>1</b>                         | <b>1</b>                            | <b>54</b>  |
| <b>senza cariche nelle società del gruppo</b> | <b>1</b>                    | <b>20</b>   |                       | <b>30</b>                | <b>2</b>   |                                  | <b>2</b>                            | <b>55</b>  |
| <b><i>totale complessivo</i></b>              | <b>7</b>                    | <b>69</b>   | <b>1</b>              | <b>40</b>                | <b>12</b>  | <b>2</b>                         | <b>3</b>                            | <b>134</b> |
| <b>2012</b>                                   |                             |             |                       |                          |            |                                  |                                     |            |
| <b>cariche ricoperte nella capogruppo</b>     | <b>1</b>                    | <b>9</b>    | <b>1</b>              | <b>2</b>                 | <b>9</b>   | <b>1</b>                         |                                     | <b>23</b>  |
| presidente                                    |                             | 1           |                       | 1                        |            |                                  |                                     | 2          |
| vice presidente                               |                             |             |                       |                          |            |                                  |                                     |            |
| amministratore delegato                       |                             | 1           |                       |                          | 3          |                                  |                                     | 4          |
| consigliere                                   |                             | 2           |                       | 1                        | 2          |                                  |                                     | 5          |
| consigliere esecutivo                         |                             |             |                       |                          | 2          | 1                                |                                     | 3          |
| consigliere indipendente                      |                             |             |                       |                          |            |                                  |                                     |            |
| direttore generale                            |                             |             |                       |                          | 1          |                                  |                                     | 1          |
| vice direttore generale                       |                             |             |                       |                          |            |                                  |                                     |            |
| dirigente                                     | 1                           | 5           | 1                     |                          | 1          |                                  |                                     | 8          |
| <b>cariche in altre società del gruppo</b>    | <b>10</b>                   | <b>29</b>   | <b>1</b>              | <b>7</b>                 | <b>1</b>   | <b>1</b>                         | <b>1</b>                            | <b>50</b>  |
| <b>senza cariche nelle società del gruppo</b> | <b>5</b>                    | <b>15</b>   | <b>1</b>              | <b>33</b>                | <b>3</b>   |                                  | <b>2</b>                            | <b>59</b>  |
| <b><i>totale complessivo</i></b>              | <b>16</b>                   | <b>53</b>   | <b>3</b>              | <b>42</b>                | <b>13</b>  | <b>2</b>                         | <b>3</b>                            | <b>132</b> |

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi a un campione costruito considerando le prime 18 Sgr di matrice bancaria o assicurativa per patrimonio promosso nel 2012. Dati di fine periodo. Nel caso di consiglieri con incarichi sia nella società capogruppo sia 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.

Nel 2012 il numero complessivo dei consiglieri è diminuito di 2 unità, passando da 134 a 132. In particolare si è osservata una significativa riduzione del numero di consiglieri non qualificabili né come esecutivi né come indipendenti (passati da 81 nel 2011 a 66 nel 2012); è risultato invece maggiore il peso dei consiglieri esecutivi (21 su 132 in luogo dei precedenti 10 su 134). Infine si è osservata una lieve diminuzione degli incroci tra i consiglieri della Sgr e quelli della capogruppo e/o di altre società del gruppo: il numero di amministratori con incarichi anche in altre società del gruppo di appartenenza delle Sgr è risultato pari a 73 (circa il 55 per cento del totale), a fronte di 79 (circa il 59 per cento) nel 2011.

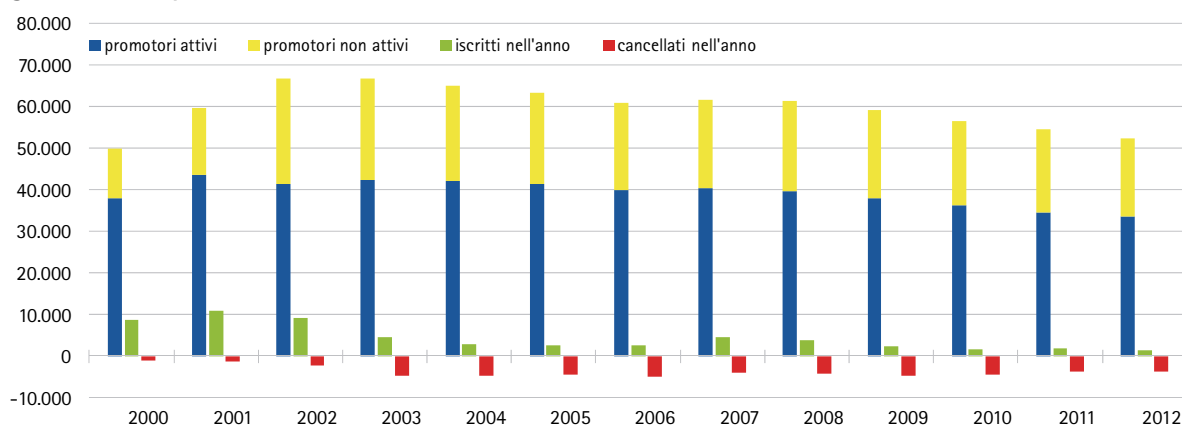
Il numero degli amministratori indipendenti è passato da 43 nel 2011 a 45 nel 2012, con una media di 3,4 consiglieri indipendenti ogni 10 (nell'anno precedente tale rapporto era di 3,2). Rimane sostanzialmente immutato il numero degli amministratori che, pur qualificati come indipendenti, ricoprono cariche in altre società del gruppo (si tratta di 10 amministratori, rispetto agli 11 del 2011, di cui 2 siedono anche nel consiglio della capogruppo e i restanti 8 nei consigli di altre società del gruppo).

## 5 La vigilanza sui promotori finanziari

L'Albo dei promotori finanziari, che dal 1° gennaio 2009 è gestito da un apposito Organismo controllato dalla Consob, ha registrato una diminuzione del numero dei soggetti iscritti, passati da 54.583 a fine 2011 a 52.265 a fine 2012 (Fig. 137); i titolari di un mandato da parte di un intermediario sono 33.472.

Nello svolgimento dei compiti di tenuta e gestione dell'Albo non si sono verificate situazioni di criticità. La Consob ha ricevuto due reclami avverso i provvedimenti adottati dall'Organismo, i quali sono stati ritenuti manifestamente infondati.

Fig. 137 Albo dei promotori finanziari



Fonte: Consob e APF.

Come di consueto, l'azione di vigilanza sui promotori finanziari nel corso del 2012 ha preso impulso principalmente dalle segnalazioni degli intermediari, dagli esposti provenienti dagli investitori, dall'esito delle verifiche ispettive condotte presso gli intermediari e, infine, dalle comunicazioni dell'Autorità Giudiziaria, della Polizia Giudiziaria e dell'Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari.

Complessivamente nel 2012 sono pervenute 479 segnalazioni (a fronte delle 391 del 2011). L'Istituto ha effettuato 244 richieste di dati e notizie agli intermediari relative a promotori finanziari (a fronte delle 292 del 2011) e ha avviato 71 procedimenti amministrativo-sanzionatori (98 nel 2011). 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 relativa a operazioni dal medesimo poste in essere ovvero tramite l'utilizzo da parte del promotore 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, la consegna di rendiconti artefatti e la simulazione di operazioni di investimento; il compimento di operazioni non autorizzate dal cliente.

L'attività di vigilanza relativa alla violazione della normativa di settore è basata sull'applicazione sistematica di criteri oggettivi e uniformi introdotti a partire dalla fine del 2010 per la selezione preventiva delle segnalazioni e degli esposti. Tali criteri consentono una maggiore focalizzazione e tempestività dell'azione di *enforcement* attraverso una selezione dei casi maggiormente rilevanti per il numero di clienti coinvolti, l'entità del danno cagionato, la sanzione prevista in astratto per le singole fattispecie d'illecito e l'eventuale recidiva.

Nel corso del 2012 è proseguita l'attività di raccolta e 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.

Il suddetto allegato prevede che gli intermediari comunichino su base semestrale una serie di dati quali, ad esempio, le provvigioni percepite, le variazioni nel numero dei clienti, i premi di produzione, il numero totale dei reclami; tali dati sono poi divisi per classi di promotori finanziari e per specifiche categorie di prodotti e servizi collocati dai promotori per conto degli intermediari stessi.

# V L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori

## 1 Gli accertamenti ispettivi

Nel 2012 sono state concluse 33 verifiche ispettive nei confronti dei soggetti vigilati, mentre gli accertamenti avviati sono stati complessivamente 38. In 17 casi ci si è avvalsi, in sede di accesso, della collaborazione del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza (Tav. 43).

Tav. 43 Attività ispettiva

|                   | accertamenti iniziati nei confronti di: |                      |   |                    |                     |                         |               | accertamenti conclusi nei confronti di: |                      |   |                    |                     |            |               |
|-------------------|---|----------------------|---|--------------------|---------------------|-------------------------|---------------|---|----------------------|---|--------------------|---------------------|------------|---------------|
|                   | società quotate                         | società di revisione | società di gestione di mercati <sup>1</sup> | Sim <sup>2,3</sup> | banche <sup>4</sup> | Sgr(Sicav) <sup>3</sup> | <i>totale</i> | società quotate                         | società di revisione | società di gestione di mercati <sup>1</sup> | Sim <sup>2,3</sup> | banche <sup>4</sup> | Sgr(Sicav) | <i>totale</i> |
| 2007              | 4                                       | 5                    | --  | 4                  | 2                   | 3                       | 18            | 1                                       | 2                    | --  | 2                  | 4                   | 3          | 12            |
| 2008 <sup>5</sup> | 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            |
| 2012              | 16                                      | 3                    | 2   | 8                  | 6                   | 3                       | 38            | 15                                      | 5                    | 2   | 5                  | 5                   | --         | 33            |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il totale include le società di gestione di mercati regolamentati, di compensazione e garanzia e di gestione accentrata. <sup>2</sup> Sono incluse le società fiduciarie e le succursali italiane di imprese di investimento comunitarie. <sup>3</sup> Il totale include le ispezioni svolte per conto della Banca d'Italia (in materia di stabilità patrimoniale e disposizioni anticircolaggio). <sup>4</sup> Per il 2012 il totale include un accertamento iniziato e concluso nei confronti di un comitato promotore di una costituenda banca. <sup>5</sup> Il totale include un accertamento iniziato e concluso nei confronti di un agente di cambio.

Sono state condotte ispezioni nei confronti di due emittenti quotati e loro società controllate, al fine di accertare la correttezza sotto il profilo contabile di specifiche voci di bilancio, e di 14 emittenti quotati e relativi partecipanti al capitale con riferimento ai quali sono stati verificati i rapporti tra amministratori e azionisti e la composizione dell'azionariato di un emittente quotato nonché i patti parasociali stipulati (in tre casi) e l'esistenza di accordi volti ad acquisire il controllo di una società quotata (in 11 casi in cui le attività ispettive hanno avuto natura meramente acquisitiva).

Inoltre sono stati condotti accertamenti in relazione a organizzazione e attività del comitato promotore di una costituenda banca, correttezza nella raccolta delle adesioni all'offerta e iniziative pubblicitarie promosse dal comitato promotore.

Sono state altresì effettuate ispezioni nei confronti di tre società di revisione con riguardo ai controlli di qualità dei lavori di revisione e al corretto svolgimento di specifici incarichi di revisione.

Gli accertamenti condotti nei confronti di 16 intermediari sono stati mirati a verificare il rispetto delle regole di trasparenza nei rapporti con gli investitori (in otto casi), l'adeguatezza dei sistemi interni di rilevazione e segnalazione delle operazioni sospette (in un caso), l'organizzazione e le procedure interne di un gestore di sistemi multilaterali di negoziazione (in un caso), la stabilità patrimoniale (in tre casi) e i presidi adottati in materia di antiriciclaggio (in tre casi), su richiesta della Banca d'Italia.

In due casi i funzionari dell'Istituto hanno partecipato a team ispettivi coordinati dalla Banca d'Italia con riferimento ad attività di accertamento nei confronti di una società di gestione di mercati regolamentati e di una società di gestione di sistemi di regolamento e compensazione.

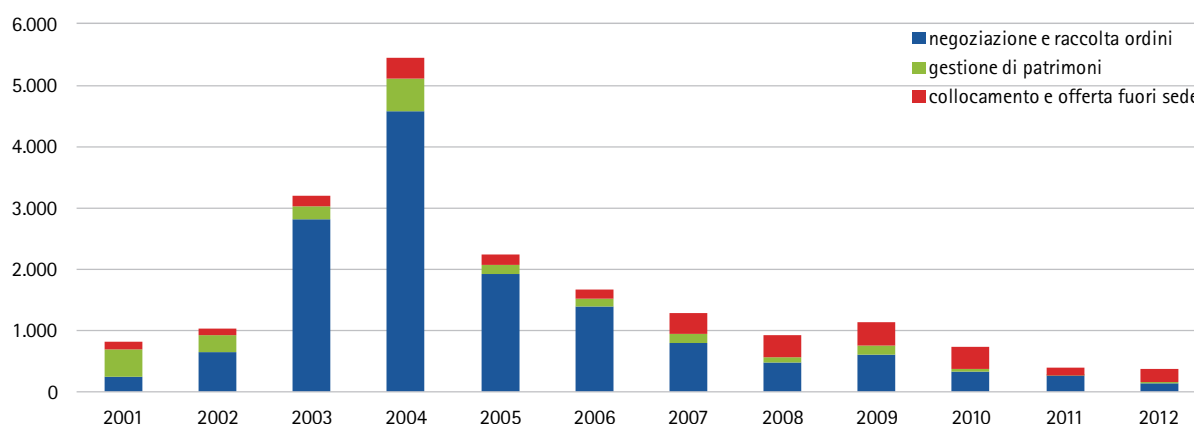
Con riferimento all'attività di accertamento di fenomeni abusivi realizzati via internet e rientranti nelle competenze dell'Istituto sono stati svolti nel complesso 49 accertamenti. In tale ambito sono stati oggetto di approfondimenti 255 siti internet.

Infine, per i profili attinenti alla disciplina in materia di prevenzione e contrasto del riciclaggio, sono state effettuate tre segnalazioni all'Unità di Informazione Finanziaria (UIF), una segnalazione alla Banca d'Italia e una segnalazione all'Autorità Giudiziaria, mentre la Ragioneria Territoriale dello Stato competente è stata destinataria di una ipotesi di omessa segnalazione di infrazione ai limiti posti alla circolazione del contante (art. 51 del d.lgs. 231/2007).

Con specifico riferimento alle competenze assegnate alla Divisione Ispettorato nell'ambito del dispositivo antiriciclaggio, si segnala la stipula in data 7 giugno 2012 di un apposito protocollo di intesa Consob - UIF. Tale protocollo, in sintesi, declina le forme di cooperazione tra le due Autorità attraverso lo scambio di informazioni, il coordinamento dell'attività ispettiva, l'approfondimento delle operazioni sospette di rispettiva competenza e il supporto della Consob all'UIF nella definizione degli indicatori di anomalia e degli schemi o modelli di comportamento anomalo.

L'attività ispettiva nei confronti degli intermediari, come di consueto, ha tratto impulso dagli esposti che, nel corso del 2012, sono stati pari a 374, in leggera diminuzione rispetto ai 398 dell'anno precedente (Fig. 138).

Fig. 138 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 nel 2012 l'attività di indagine sulla diffusione di iniziative aventi ad oggetto offerte di investimento effettuate nella maggior parte dei casi tramite internet.

L'attività di vigilanza ha rivolto specifica attenzione anche all'utilizzo di strumenti promozionali come le strategie di marketing di tipo 'multi-livello', in quanto risultano idonei ad ampliare in modo esponenziale il numero dei soggetti raggiunti dalla proposta di investimento, amplificando, di conseguenza, le ricadute negative dell'offerta abusiva sulla platea dei potenziali investitori.

Nel corso del 2012 si è intensificata l'azione di contrasto ai fenomeni di abusivismo relativi alla prestazione verso il pubblico di servizi di investimento. Dall'attività di indagine è emerso che anche in tale ambito il web risulta essere il canale privilegiato di contatto con la potenziale clientela, cui vengono offerti servizi di *trading* su strumenti finanziari attraverso l'utilizzo di apposite piattaforme *on line*. In particolare, notevolmente diffuso si è rivelato il fenomeno della prestazione abusiva di servizi di investimento su opzioni binarie: al riguardo, è emerso che numerosi operatori che propongono, attraverso il web, il *trading* su tali opzioni offrono promesse di rendimenti molto elevati e adottano strategie commerciali particolarmente aggressive, attraverso il massiccio utilizzo di messaggi pubblicitari e di programmi di affiliazione che consentono agli aderenti di incrementare i propri rendimenti.

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 sei provvedimenti cautelari (sospensioni), di sei provvedimenti interdittivi (divieti) di offerte



pubbliche di prodotti finanziari e di 16 comunicazioni a tutela degli investitori (Tav. 44).

**Tav. 44 Provvedimenti cautelari e interdittivi relativi a operazioni di appello al pubblico risparmio e comunicazioni a tutela dei risparmiatori**

|                   | provvedimenti di sospensione cautelare | provvedimenti di divieto | comunicazioni a tutela dei risparmiatori | <i>totale</i> |
|-------------------|--|--------------------------|--|---------------|
| 2007              | --                                     | 1                        | --                                       | 1             |
| 2008 <sup>1</sup> | 2                                      | 1                        | --                                       | 3             |
| 2009              | 6                                      | 4                        | --                                       | 10            |
| 2010              | 5                                      | 5                        | --                                       | 10            |
| 2011              | 3                                      | 6                        | 1  | 10            |
| 2012              | 6                                      | 6                        | 16                                       | 28            |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Nel 2008 uno dei casi di sospensione ha poi generato un provvedimento di divieto nel corso dello stesso anno ugualmente registrato nella tabella.

In particolare, in un'indagine è emerso che una società procedeva a un'offerta di contratti di investimento, in assenza delle prescritte autorizzazioni, mediante la diffusione di messaggi pubblicitari attraverso un sito internet e tramite un'emittente radiofonica. Nello specifico, si proponeva di investire e guadagnare nel settore della distribuzione del materiale da imballaggio attraverso la stipula di un contratto di 'associazione in partecipazione'. Tramite la sottoscrizione di tale contratto l'investitore avrebbe percepito su base annua, a fronte dell'investimento effettuato, un importo predefinito quale remunerazione del capitale impiegato: la struttura dell'operazione prevedeva pertanto che l'investitore impiegasse i propri capitali (in misura pari a un importo indicato nel contratto e per una durata predefinita) allo scopo di ottenere un rendimento finanziario, predefinito nel contratto e correlato a un rischio (riveniente dall'immobilizzazione del capitale investito). A fronte di tali evidenze la Commissione ha prima sospeso e poi vietato l'attività in argomento.

In altre indagini è emerso che tramite alcuni siti web venivano offerti a soggetti residenti in Italia e in assenza delle prescritte autorizzazioni programmi di investimento aventi ad oggetto quote di valore nominale unitario la cui sottoscrizione avrebbe comportato un rendimento fisso particolarmente elevato. Il cliente non avrebbe avuto alcuna autonomia di gestione ma solo la possibilità di monitorare attraverso il sito lo stato del proprio investimento e di incrementarlo.

Nel 2012 sono stati inoltre avviati 14 procedimenti sanzionatori nei confronti di soggetti ritenuti responsabili dell'effettuazione di abusive offerte al pubblico di prodotti finanziari o dello svolgimento della relativa attività pubblicitaria nonché nei confronti dei soggetti ritenuti responsabili della prestazione abusiva di servizi di investimento o dello svolgimento abusivo dell'attività di promotore finanziario.

Si è poi intensificata la collaborazione sia con la Guardia di Finanza sia con le altre autorità di settore quali Banca d'Italia, Antitrust e Isvap.

Da ultimo si rammenta l'adozione da parte della Consob di due comunicazioni di carattere generale aventi ad oggetto temi di particolare rilievo quali le 'opzioni binarie' e il '*mirror trading*', fenomeni di rilevanza internazionale significativamente diffusi anche nel panorama nazionale.

A fronte della notevole diffusione nel mercato di operazioni ('opzioni binarie' o 'opzioni digitali') che presentano una struttura simile a quella di una scommessa in quanto assicurano il pagamento di un importo predeterminato se l'evento (raggiungimento di un determinato livello di prezzo del titolo, indice o altro sottostante) si verifica, prima o entro una determinata scadenza temporale, la Consob ha diffuso la comunicazione 12055030 del 2 luglio 2012 nella quale ha precisato che le opzioni binarie sono contratti derivati regolati in contanti e rientrano nel novero degli strumenti finanziari di cui all'Allegato 1, sez. C della direttiva 2004/39/CE ('MiFID'): di conseguenza, tutti i soggetti che intendono prestare servizi di investimento aventi ad oggetto dette opzioni binarie verso il pubblico italiano devono essere dotati della necessaria autorizzazione rilasciata dalle competenti autorità.

Con riguardo all'attività di esecuzione automatica di segnali di trading, la Commissione, con la comunicazione 12062946 del 26 luglio 2012, ha richiamato gli orientamenti assunti in sede ESMA. Dalle indagini condotte sul web, risulta diffusa su internet l'offerta del servizio consistente nell'automatica esecuzione di segnali di trading (indicazioni relative a operazioni di acquisto/vendita di strumenti finanziari) proposti da soggetti terzi (cosiddetti 'fornitori di segnali'), senza che il cliente debba ulteriormente intervenire in fase di trasmissione della decisione di investimento all'esecutore. In particolare, lo schema operativo in questione prevede che il fornitore del servizio, attraverso una piattaforma presente su un sito web accessibile al pubblico, raccolga i segnali operativi proposti da trader selezionati dal cliente tra le liste presenti sul medesimo sito internet e ne assicuri l'esecuzione automatica veicolandoli al negoziatore prescelto. In particolare, il potere-dovere del prestatore del servizio di tradurre in operatività le 'indicazioni' rese dai fornitori di segnali - riscontrato nello schema operativo in oggetto - integra un'attività di gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento. Di conseguenza, conformemente alle espresse indicazioni rese dall'ESMA, tutti i soggetti che intendono prestare professionalmente il servizio di esecuzione automatica di segnali di trading nei confronti del pubblico (italiano) devono essere dotati della necessaria autorizzazione rilasciata dalle competenti autorità e rispettare le pertinenti regole di condotta.

## 2 L'attività sanzionatoria

Nel 2012 sono stati adottati provvedimenti finali relativi a 183 procedimenti sanzionatori (226 nel 2011); di questi, 162 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni per accertate violazioni delle disposizioni del Tuf e

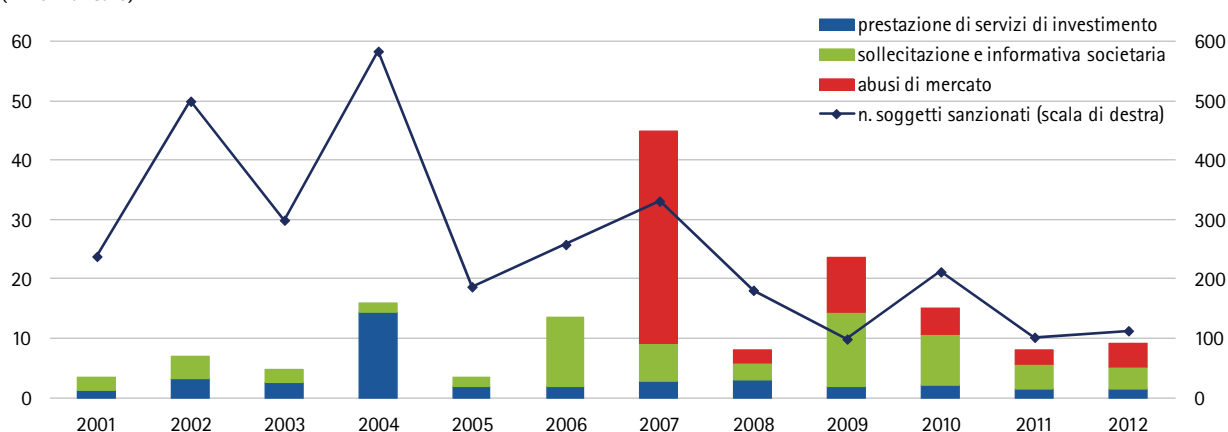
dei relativi regolamenti attuativi (195 nel 2011). L'importo complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a circa 10 milioni di euro, a fronte di circa 7,8 milioni nel 2011. Inoltre, ad esito di procedimenti per violazioni della disciplina in materia di abusi di mercato, sono stati confiscati beni per un valore corrispondente a 6 milioni di euro (1,2 milioni di euro nel 2011; Fig. 139).

Rispetto al 2011 sono risultati in flessione il numero degli intermediari finanziari destinatari di sanzioni (rispettivamente 7 e 11) e il numero dei relativi esponenti aziendali sanzionati (26 nel 2012 rispetto ai 43 dell'anno precedente). In diminuzione anche i provvedimenti adottati in materia di emittenti e di informativa al pubblico (54 a fronte di 63 nel 2011).

Nel corso dell'anno sono state, inoltre, applicate sanzioni nei confronti di componenti dei collegi sindacali di cinque società quotate per violazioni degli artt. 149, comma 1 e 149, comma 3, del Tuf.

In flessione, infine, i provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti dei promotori finanziari (85 nel 2012 a fronte di 116 nel 2011).

**Fig. 139 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob<sup>1</sup>**  
(milioni di euro)



Fonte: Consob. <sup>1</sup> I dati includono i pagamenti in misura ridotta. La voce 'prestazioni di servizi di investimento' include le sanzioni pecuniarie nei confronti dei promotori finanziari. Per gli anni antecedenti al 2006, i dati si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze e a quelle irrogate direttamente nei confronti dei promotori finanziari.

### 3 I provvedimenti in materia di abusi di mercato

Nel 2012 i provvedimenti sanzionatori assunti dalla Commissione per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato sono stati in totale 12 (7 nel 2011), di cui 6 concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e 6 di manipolazione del mercato.

Le sanzioni pecuniarie (fattispecie complessivamente pari a circa 3,9 milioni di euro nel 2012 e 2,4 nel 2011), hanno riguardato 19 soggetti, di cui 16 persone fisiche e 3 persone giuridiche.

Nei confronti delle persone fisiche è stata applicata anche 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 126 mesi, per un periodo minimo di due mesi e fino a un massimo di 24 mesi *pro-capite*. 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 6 milioni di euro (1,2 milioni di euro nel 2011).

Sono state inoltre accertate violazioni dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (Responsabilità dell'ente) nei confronti di tre persone giuridiche, con conseguente applicazione di sanzioni per un importo pari a 450 mila euro.

Nel 2012 si è concluso il procedimento sanzionatorio avviato nei confronti di una persona fisica estera in relazione agli acquisti di 1,6 milioni di azioni Cremonini Spa (all'epoca dei fatti quotate nel segmento Star del Mercato telematico azionario di Borsa Italiana Spa) effettuati tra il 5 novembre 2007 e il 26 novembre 2007 (Tav. 45).

**Tav. 45 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato**  
(valori monetari in migliaia di euro)

|      |                              | numero casi | numero<br>soggetti<br>interessati | importo<br>sanzioni | importo<br>confische | numero soggetti<br>interessati da<br>pene accessorie | pene accessorie<br>(mesi) |
|------|------------------------------|-------------|-----------------------------------|---------------------|----------------------|--|---------------------------|
| 2008 | insider trading <sup>1</sup> | 5           | 6                                 | 2.052               | 5.478                | 6  | 18                        |
|      | manipolazione <sup>2</sup>   | --          | --                                | --                  | --                   | --   | --                        |
|      | <i>totale</i>                | 5           | 6                                 | 2.052               | 5.478                | 6  | 18                        |
| 2009 | insider trading <sup>1</sup> | 11          | 16                                | 7.490               | 20.893               | 14   | 130                       |
|      | manipolazione <sup>2</sup>   | 6           | 7                                 | 1.729               | 14,6                 | 6  | 22                        |
|      | <i>totale</i>                | 17          | 23                                | 9.219               | 20.908               | 20   | 152                       |
| 2010 | insider trading <sup>1</sup> | 11          | 13                                | 2.404               | 2.025                | 12   | 55                        |
|      | manipolazione <sup>2</sup>   | 4           | 7                                 | 1.810               | --                   | 7  | 28                        |
|      | <i>totale</i>                | 15          | 20                                | 4.214               | 2.025                | 19   | 83                        |
| 2011 | insider trading <sup>1</sup> | 2           | 4                                 | 1.720               | 1.139                | 4  | 16                        |
|      | manipolazione <sup>2</sup>   | 5           | 5                                 | 700                 | 101                  | 4  | 20                        |
|      | <i>totale</i>                | 7           | 9                                 | 2.420               | 1.240                | 8  | 36                        |
| 2012 | insider trading <sup>1</sup> | 6           | 8                                 | 1.975               | 5.958                | 7  | 48                        |
|      | manipolazione <sup>2</sup>   | 6           | 11                                | 1.900               | 6                    | 9  | 78                        |
|      | <i>totale</i>                | 12          | 19                                | 3.875               | 5.964                | 16   | 126                       |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Illecito sanzionato ai sensi degli art. 187-*bis*, *quater*, *quinquies* e *sexies* Tuf. <sup>2</sup> Illecito sanzionato ai sensi degli art. 187-*ter*, *quater*, *quinquies* e *sexies* Tuf.

Gli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob hanno evidenziato che i predetti acquisti erano stati disposti utilizzando l'informazione privilegiata, resa nota al mercato il 6 dicembre 2007, concernente il progetto di *joint venture* tra Cremonini e il Gruppo brasiliano JBS Sa (nel prosieguo, JBS), il maggiore produttore mondiale di carni bovine, finalizzato a costituire un'alleanza strategica nel settore della produzione di carni.

In particolare, dalle indagini svolte è emerso che il soggetto sanzionato era venuto in possesso della suddetta informazione privilegiata nell'ambito dei rapporti di natura professionale dallo stesso intrattenuti con membri della famiglia cui faceva capo il controllo di JBS, che ricoprivano nel medesimo periodo cariche nell'ambito del consiglio di amministrazione di JBS e con il Gruppo JBS medesimo, al quale società del Gruppo BTG Pactual (nell'ambito del quale il soggetto sanzionato era *Chief executive officer* e azionista di controllo di Banco BTG Pactual Sa) fornivano prodotti e servizi.

I predetti acquisti, per un controvalore complessivo di circa 3,4 milioni di euro, sono stati disposti prima della diffusione al mercato, il 6 dicembre 2007, di un comunicato congiunto da parte di Cremonini e JBS.

Quanto sopra ha sostanziato violazione dell'art. 187-*bis*, commi 1 e 4, del Tuf (Abuso di informazioni privilegiate), con conseguente applicazione, nei confronti della persona fisica, della sanzione pecuniaria di 350 mila euro nonché della sanzione interdittiva, accessoria e obbligatoria, della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e dell'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo, per un totale di sei mesi.

A carico del soggetto sanzionato è stata inoltre effettuata la confisca obbligatoria prevista dall'art. 187-*sexies* del Tuf per un valore di 4,1 milioni di euro circa.

Nell'ambito dei provvedimenti sanzionatori assunti in materia di abusi di mercato, è stata inoltre accertata una violazione dell'art. 187-*quinqüiesdecies*, del Tuf (procurato ritardo all'azione di vigilanza della Consob) da parte di una persona fisica, con applicazione di una sanzione pecuniaria pari a 50 mila euro.

## 4 I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

I procedimenti concernenti violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare, conclusi nel 2012 con l'adozione di provvedimenti sanzionatori, sono stati in totale 7 (11 nel 2011) e hanno riguardato 3 imprese di investimento comunitarie, 2 banche e 2 Sgr (Tav. 46). Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 1,48 milioni di euro (dato sostanzialmente in linea con quello del 2011), sono state comminate nei confronti di 26 esponenti aziendali (43 nel 2011).

**Tav. 46 Sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari**  
(valori monetari in migliaia di euro)

|      | numero intermediari coinvolti |     |                  |     |               | numero esponenti sanzionati |     |                  |     |               | importo delle sanzioni <sup>1</sup> |       |                  |     |               |
|------|-------------------------------|-----|------------------|-----|---------------|-----------------------------|-----|------------------|-----|---------------|-------------------------------------|-------|------------------|-----|---------------|
|      | banche                        | Sim | agenti di cambio | Sgr | <i>totale</i> | banche                      | Sim | agenti di cambio | Sgr | <i>totale</i> | banche                              | Sim   | agenti di cambio | Sgr | <i>totale</i> |
| 2007 | 6                             | 7   | --               | 3   | <i>16</i>     | 79                          | 62  | --               | 55  | <i>196</i>    | 1.035                               | 814   | --               | 809 | <i>2.659</i>  |
| 2008 | 5                             | 1   | --               | 1   | <i>7</i>      | 85                          | 13  | --               | 5   | <i>103</i>    | 2.807                               | 29    | --               | 109 | <i>2.945</i>  |
| 2009 | 1                             | 4   | 2                | 2   | <i>9</i>      | 16                          | 6   | 2                | 20  | <i>44</i>     | 156                                 | 380   | 415              | 945 | <i>1.896</i>  |
| 2010 | 2                             | 7   | --               | 2   | <i>11</i>     | 15                          | 50  | --               | 17  | <i>82</i>     | 194                                 | 1.262 | --               | 511 | <i>1.967</i>  |
| 2011 | 2                             | 7   | --               | 2   | <i>11</i>     | 4                           | 37  | --               | 2   | <i>43</i>     | 460                                 | 800   | --               | 140 | <i>1.400</i>  |
| 2012 | 2                             | 3   | --               | 2   | <i>7</i>      | 3                           | 5   | --               | 18  | <i>26</i>     | 80                                  | 990   | --               | 408 | <i>1.478</i>  |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggiore rilevanza assunti nel 2012 per violazioni della disciplina in materia di intermediari si segnala quello adottato nei confronti di esponenti aziendali della Européenne de Gestion Privée Sa, in esito ad accertamenti ispettivi svolti nel periodo 3 novembre - 16 dicembre 2010.

Ad esito dei predetti accertamenti è stata contestata la violazione dell'art. 21, comma 1, lett. a), del Tuf che impone agli intermediari, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori, di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse della clientela e per l'integrità dei mercati.

La violazione dei richiamati canoni di comportamento è risultata particolarmente grave avendo l'intermediario, nell'esercizio dell'attività di ricezione e trasmissione di ordini e ancor di più nell'attività di gestione di portafogli, impiegato le disponibilità della clientela in larga parte in titoli emessi da società estere riconducibili agli stessi amministratori della Européenne de Gestion Privée Sa. Tali strumenti finanziari, connotati da evidenti caratteristiche di illiquidità, sono risultati inadeguati al profilo del cliente e non rispondenti a criteri di diversificazione del rischio coerenti con una gestione professionale.

Tali condotte sono risultate ancor più gravi avuto riguardo alla significativa permanenza di tali titoli all'interno dei portafogli gestiti dall'Européenne de Gestion Privée Sa, in quanto funzionale al solo perseguimento di interessi propri dell'intermediario e del gruppo di appartenenza.

Le responsabilità connesse a tale operatività sono state ascritte anche ai responsabili della *compliance* della Européenne de Gestion Privée Sa, avendo essi omesso, in particolare, ogni segnalazione in ordine alla circostanza che le disponibilità della clientela della succursale italiana, che costituiva parte preponderante di quella complessivamente in capo alla Européenne de Gestion Privée Sa, erano state investite in larga parte in titoli emessi da società riconducibili agli stessi amministratori.

In relazione agli illeciti sopra descritti, sono state applicate, nei confronti degli esponenti aziendali dell'intermediario, sanzioni per complessivi 840 mila euro.

Nel 2012 sono stati inoltre adottati due provvedimenti sanzionatori (con applicazione di sanzioni pecuniarie per complessivi 230 mila euro) nei confronti di due soggetti per avere esercitato in Italia, in via professionale nei confronti del pubblico, servizi e attività di investimento senza le prescritte autorizzazioni.

La vigilanza è intervenuta anche nell'ambito dei procedimenti relativi a situazioni di crisi di alcune Sgr.

Con riferimento ai fondi aperti, nel 2012 la Commissione ha adottato un provvedimento sanzionatorio nei confronti di un intermediario, già attivo nel comparto dei fondi aperti e delle gestioni patrimoniali, che, con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 12 maggio 2011, era stato posto in amministrazione straordinaria. Tale procedura si è conclusa in data 15 giugno 2012 con la nomina degli organi di liquidazione ordinaria. In particolare, il provvedimento sanzionatorio in questione si fonda sull'accertamento, condotto mediante un'ispezione congiunta Consob-Banca d'Italia, di violazioni derivanti: dalla mancanza di correttezza e diligenza comportamentale nello svolgimento del processo decisionale di investimento; dall'inadeguatezza del sistema di procedure interne inerenti allo svolgimento dei servizi di gestione collettiva e individuale; dall'inidoneità della policy per l'individuazione e la gestione delle situazioni di conflitto di interesse; da carenze nell'ambito delle modalità di gestione degli ordini.

Per quanto riguarda i fondi chiusi, nel 2012, ad esito di accertamenti ispettivi *a hoc*, è stato adottato un provvedimento sanzionatorio nei confronti di un gestore di fondi immobiliari, a causa di irregolarità riscontrate sul piano del processo decisionale e della gestione dei conflitti di interessi. In particolare, la pianificazione della gestione dei fondi destinati al pubblico *retail* è risultata tardiva, lacunosa e non supportata da un adeguato piano previsionale coerente con la durata di tali fondi e con le condizioni di mercato. Inoltre, la Sgr non ha correttamente identificato e gestito le situazioni di conflitto di interesse riconducibili alla sua appartenenza a un Gruppo.

Nel corso dell'anno, inoltre, sono stati avviati ulteriori procedimenti sanzionatori nei confronti di Sgr attive nella gestione di fondi chiusi. In particolare, uno dei menzionati procedimenti sanzionatori trae origine dalle risultanze di una verifica ispettiva della Banca d'Italia, le quali evidenziavano l'inadeguatezza del processo decisionale di investimento e una scarsa diligenza nella prestazione del servizio gestorio da parte della Sgr, attualmente in fase di liquidazione volontaria, per sopravvenuta impossibilità di conseguimento dell'oggetto sociale.

Di particolare rilevanza, avuto riguardo alle dimensioni dell'operatore interessato, è altresì il procedimento sanzionatorio avviato a seguito della ricezione di un esposto anonimo, nel quale venivano denunciati possibili comportamenti irregolari con riferimento a un'operazione di disinvestimento posta in essere dalla Sgr per conto di uno dei fondi immobiliari gestiti. La Consob, dopo avere acquisito la documenta-

zione rilevante per la ricostruzione dell'operazione in esame, ha provveduto a muovere nei confronti di alcuni esponenti aziendali della Sgr specifiche contestazioni in ordine alla correttezza delle condotte tenute da ciascuno nella fattispecie.

Sulla base delle risultanze di verifiche ispettive svolte dalla Banca d'Italia, sono stati avviati ulteriori procedimenti sanzionatori, per l'ipotesi di violazione sia delle regole di correttezza e diligenza, con riguardo a ciascuna fase del processo decisionale di investimento, sia delle disposizioni in materia di identificazione e gestione delle situazioni di conflitto d'interesse, nei confronti di esponenti sia di una società di gestione di fondi chiusi, immobiliari e di *private equity*, sia di una società di gestione di fondi chiusi immobiliari, quest'ultima già sottoposta a procedura di liquidazione coatta amministrativa e cancellata dall'Albo nel 2011.

Con riguardo al comparto dei fondi chiusi di *private equity*, l'analisi di vigilanza svolta nel corso del 2011 nei confronti di due Sgr, appartenenti al medesimo gruppo societario, aveva permesso di far luce su gravi deficit della struttura organizzativa e del sistema dei controlli, nonché sull'inadeguatezza del processo di investimento e delle modalità di gestione dei conflitti di interesse.

Di conseguenza, con decreto del Ministero dell'Economia era stato disposto lo scioglimento degli organi sociali delle due Sgr e la loro sottoposizione alla procedura di amministrazione straordinaria. Le verifiche poste in essere dagli organi straordinari avevano confermato le irregolarità alla base dei due provvedimenti ministeriali e, in un caso, è stato necessario formulare al Ministero nuove osservazioni in ordine alla revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività e alla sottoposizione della Sgr alla procedura di liquidazione coatta amministrativa; nell'altro, sono state fornite osservazioni in merito alla proroga della procedura di amministrazione straordinaria.

Infine, nel corso dell'anno sono stati avviati due procedimenti sanzionatori per violazioni attinenti al processo di investimento e alla gestione di conflitti di interesse nei confronti di esponenti delle Sgr in discorso.

Con riferimento ai promotori finanziari, nell'anno 2012 sono stati adottati complessivamente 85 provvedimenti sanzionatori (116 nel 2011), di cui 70 radiazioni dall'Albo, 14 sospensioni a tempo determinato (da minimo un mese a massimo quattro mesi) e una sanzione pecuniaria. Sono state inoltre effettuate 38 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte (a fronte delle 68 del 2011).

La Consob ha inoltre adottato 32 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività nei confronti dei promotori finanziari, di cui 21 provvedimenti hanno comportato la sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività per un periodo di 60 giorni (ai sensi dell'art. 55, comma 1, del Tuf) e 11 provvedimenti hanno comportato la sospensione cautelare per un periodo di un anno (ai sensi dell'art. 55, comma 2, del Tuf). Inoltre sono state trasmesse 32 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte.



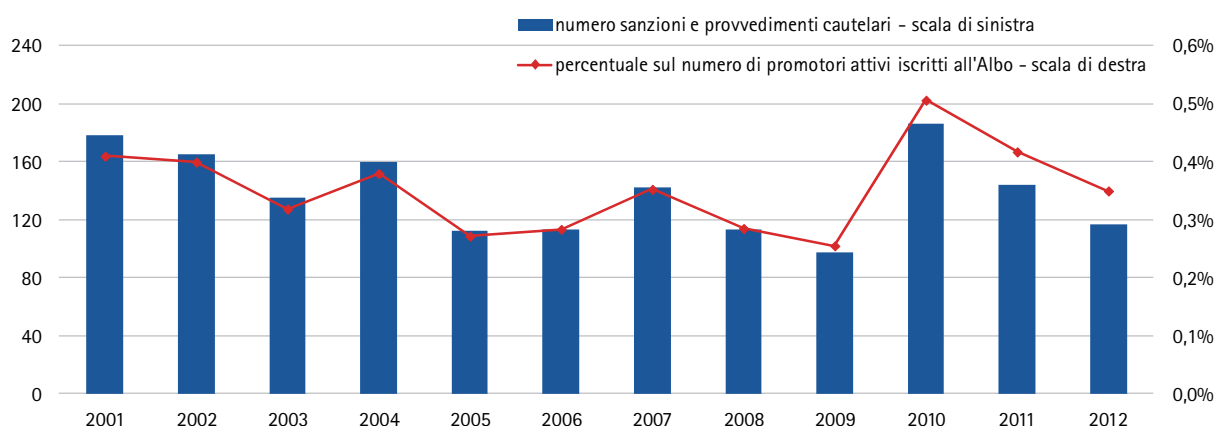
Sono state infine applicate due sanzioni pecuniarie di 85 mila euro nei confronti di due persone fisiche per esercizio dell'attività di promotore finanziario in assenza dell'iscrizione all'Albo di settore (Tav. 47 e Fig. 140).

**Tav. 47 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 |        |                         |                                       |
| 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                      |                                       |
| 2012 | --       | 70                   | 14  | 1                                  | 85  | 32     | 38                      |                                       |

Fonte: Consob.

**Fig. 140 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 2012 sono stati in tutto 54 (63 nel 2011) e hanno riguardato violazioni della normativa in materia di offerta e sottoscrizione e di vendita (5 casi), offerte pubbliche d'acquisto (4), informativa societaria (18), comunicazione di partecipazioni rilevanti e patti parasociali (17), revisione legale (5 casi) e responsabilità del collegio sindacale (5 casi). Le relative sanzioni pecuniarie sono state pari nel complesso a circa 4,4 milioni di euro (Tav. 48).

**Tav. 48 Sanzioni amministrative irrogate in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e revisione legale**

(valori monetari in milioni 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 contabile | responsabilità collegio sindacale | <i>totale</i> | offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita | Opa | informativa societaria | partecipazioni rilevanti e patti parasociali | revisione contabile | responsabilità collegio sindacale | offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita | Opa | informativa societaria | partecipazioni rilevanti e patti parasociali | revisione contabile | responsabilità collegio sindacale | <i>totale</i> |
| 2007 | 3  | 1   | 11                     | 39   | --                  | --                                | <b>54</b>     | 20   | 2   | 18                     | 43   | --                  | --                                | 2,4  | ..  | 1,0                    | 1,6  | --                  | --                                | <b>5,1</b>    |
| 2008 | --   | 2   | 18                     | 10   | --                  | --                                | <b>30</b>     | --   | 3   | 18                     | 10   | --                  | --                                | --   | 0,2 | 0,9                    | 0,4  | --                  | --                                | <b>1,5</b>    |
| 2009 | 3  | 1   | 17                     | 17   | --                  | --                                | <b>38</b>     | 11   | 8   | 17                     | 18   | --                  | --                                | 1,3  | 2,7 | 0,3                    | 5,8  | --                  | --                                | <b>10,1</b>   |
| 2010 | 4  | 8   | 19                     | 35   | --                  | --                                | <b>66</b>     | 16   | 16  | 20                     | 55   | --                  | --                                | 4,4  | 0,9 | 1,2                    | 1,3  | --                  | --                                | <b>7,8</b>    |
| 2011 | 11   | 3   | 13                     | 33   | 3                   | --                                | <b>63</b>     | 15   | 1   | 6                      | 12   | 3                   | --                                | 1,1  | 0,3 | 0,7                    | 1,2  | 0,4                 | --                                | <b>3,7</b>    |
| 2012 | 5  | 4   | 18                     | 17   | 5                   | 5                                 | <b>54</b>     | 12   | 10  | 18                     | 25   | 4                   | 14                                | 0,9  | 0,4 | 0,8                    | 1,3  | 0,1                 | 0,9                               | <b>4,4</b>    |

Fonte: Consob.

In particolare, il numero dei provvedimenti sanzionatori relativi a violazioni della disciplina in materia di emittenti è stato pari a 36, a fronte dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per un importo complessivo pari a circa 3,6 milioni di euro. Di questi, 14 provvedimenti sanzionatori hanno riguardato la violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per un importo di 390 mila euro. Sempre in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, quattro procedimenti sanzionatori si sono estinti anticipatamente, stante il ricorso dei soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta (ex art. 16 della legge 689/1981), per un controvalore complessivo corrisposto pari a 210 mila euro (Tav. 49; Fig. 141).

Tra i procedimenti per violazioni della disciplina in materia di emittenti, sono stati adottati cinque provvedimenti sanzionatori nei confronti di alcuni soggetti (sette persone fisiche e cinque persone giuridiche, sia nazionali che esteri) per aver svolto abusivamente attività di promozione di prodotti finanziari. A fronte di tali violazioni sono state irrogate sanzioni pecuniarie per complessivi 950 mila euro e sanzioni amministrative accessorie per complessivi 37 mesi.

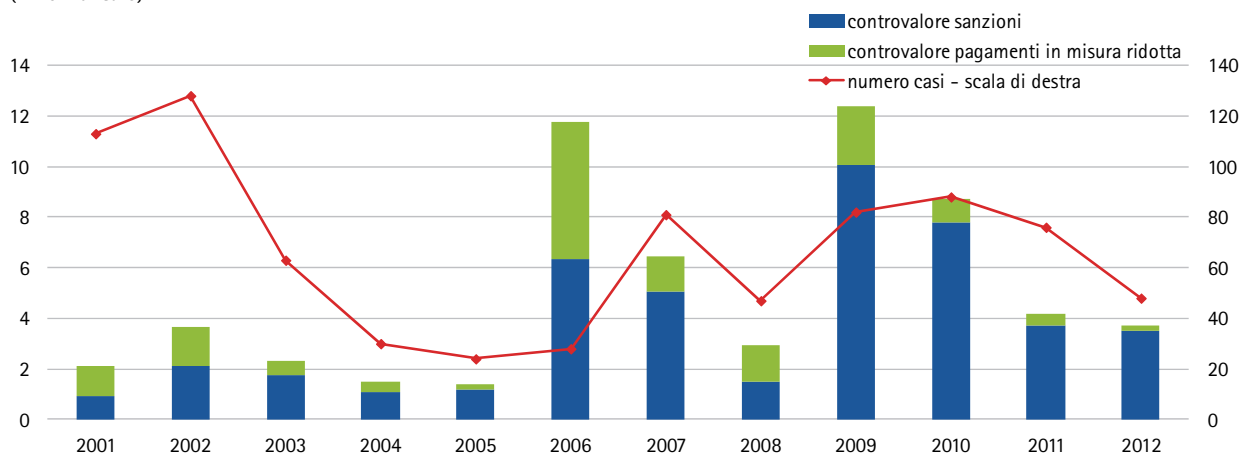
Sempre con riguardo agli anzidetti procedimenti, nel 2012 sono stati adottati cinque provvedimenti sanzionatori nei confronti di sindaci di società quotate per violazioni dei doveri su di essi incombenti ai sensi dell'art. 149, del Tuf. Le sanzioni applicate sono state pari a 955 mila euro e hanno riguardato 11 persone fisiche e 3 persone giuridiche.

**Tav. 49 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 milioni 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 | <i>totale</i> | offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita | Opa | informativa societaria | partecipazioni rilevanti e patti parasociali | offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita    | Opa | informativa societaria | partecipazioni rilevanti e patti parasociali | <i>totale</i> |
| 2007 | 4   | 1   | 1 <sup>1</sup>         | 21   | 27            | 21  | 4   | 1                      | 23   | 0,2  | ..  | ..                     | 1,1  | 1,3           |
| 2008 | 3   | --  | --                     | 14   | 17            | 27  | --  | --                     | 18   | 0,3  | --  | --                     | 1,1  | 1,4           |
| 2009 | --  | --  | --                     | 44   | 44            | --  | --  | --                     | 53   | --   | --  | --                     | 2,3  | 2,3           |
| 2010 | --  | --  | --                     | 22   | 22            | --  | --  | --                     | 22   | --   | --  | --                     | 0,9  | 0,9           |
| 2011 | --  | --  | --                     | 13   | 13            | --  | --  | --                     | 13   | --   | --  | --                     | 0,5  | 0,5           |
| 2012 | --  | --  | --                     | 4  | 4             | --  | --  | --                     | 4  | --   | --  | --                     | 0,2  | 0,2           |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato si riferisce a un pagamento effettuato nel 2007 ma relativo a una violazione accertata nel 2006; per i procedimenti sanzionatori originatisi nel 2007 non è più prevista la formula di pagamento in misura ridotta.

**Fig. 141 Sanzioni amministrative in materia di appello al pubblico risparmio e informativa societaria<sup>1</sup>**  
(milioni di euro)



Fonte: Consob. <sup>1</sup> A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Tra i casi di accertate responsabilità del collegio sindacale ex art. 149, comma 1, del Tuf, si annovera quello relativo ai componenti dei collegi sindacali di Yorkville BHN Spa (ora Sintesi Società di Investimenti e Partecipazioni Spa) in carica nel periodo aprile 2008 - settembre 2010, in relazione a tre operazioni deliberate dal consiglio di amministrazione della società nel medesimo arco temporale sopra indicato. In particolare le operazioni hanno riguardato un contratto di consulenza, stipulato in data 12 novembre 2008, con l'Advisor BHN Srl (parte fortemente corre-

lata a Yorkville in quanto sua azionista nonché soggetto di proprietà sia del presidente e amministratore delegato di Yorkville, sia di un consigliere di amministrazione della società quotata); un accordo d'investimento relativo all'acquisizione del controllo del gruppo AQ Tech (operante nel settore farmaceutico) concluso in data 1° aprile 2009 e la sua successiva revisione (soggetto anch'esso 'parte correlata'); un contratto di acquisizione del 100 per cento del capitale sociale di Yorkville Advisors LLC e delle quote di partecipazione con i soli diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP Limited Liability Company, stipulato in data 8 settembre 2010 e risolto dalle parti, per mutuo consenso, il successivo 15 ottobre (anche in questo caso soggetti correlati di Yorkville).

In relazione alle suddette operazioni - connotate da significativi indici di criticità, considerato l'elevato grado di correlazione delle parti coinvolte e la natura delle prestazioni e delle condizioni economiche sottostanti, rivelatesi di dubbia conformità all'interesse sociale - il comportamento dell'organo di controllo è risultato caratterizzato dal negligente esercizio del dovere di vigilanza sul rispetto dei principi di corretta amministrazione previsto dall'art. 149, comma 1, lett. b), del Tuf.

La condotta dei sindaci è risultata censurabile anche con riferimento all'inadempimento del dovere di vigilanza sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste dal Codice di autodisciplina delle società quotate, sancito dal comma 1, lett. c-bis), dell'art. 149, del Tuf. In particolare, dalle verifiche effettuate è emerso che le suddette operazioni sono state deliberate dalla società sulla base di procedure non conformi ai dettami sanciti dal Codice di autodisciplina (al quale Yorkville aveva dichiarato di attenersi) con riguardo all'approvazione delle operazioni con parti correlate. In particolare, sono risultate disattese da parte del Consiglio di amministrazione le disposizioni che prevedono, per operazioni di tale specie, la necessità di acquisire il parere del comitato per il controllo interno e/o di avvalersi di esperti indipendenti al fine di assicurare la rispondenza dell'operazione all'interesse sociale. Dagli accertamenti svolti è emerso che il collegio sindacale ha ommesso ogni rilievo con riguardo a tale criticità inerente le singole operazioni sopra indicate venendo meno anche al dovere previsto dall'art. 149, comma 1, lett. c-bis), del Tuf.

In relazione alle riscontrate irregolarità, sono state applicate nei confronti dei sindaci all'epoca in carica sanzioni pecuniarie per complessivi 550 mila euro.

Nel corso del 2012 sono stati, altresì, adottati 18 provvedimenti sanzionatori concernenti condotte illecite in materia di informativa societaria, che hanno portato all'applicazione di sanzioni per complessivi 754 mila euro (585 mila euro nel 2011) e hanno riguardato 5 persone fisiche e 13 persone giuridiche. Con riferimento ai suddetti provvedimenti sanzionatori, 7 hanno riguardato violazioni delle disposizioni in materia di informativa continua al mercato e 11 la mancata comunicazione nei termini di operazioni di *internal dealing*.

Nel 2012 sono stati inoltre adottati cinque provvedimenti sanzionatori per violazioni della disciplina in materia di revisione contabile, in due casi intimando alle società di revisione di non avvalersi del partner responsabile dei lavori di revisione oggetto di verifica per periodi, rispettivamente, di diciotto mesi e due anni, e nei rimanenti casi applicando nei confronti delle società responsabili delle violazioni sanzioni pecuniarie per complessivi 145 mila euro.

Nel corso dell'anno si è concluso il procedimento avviato nei confronti della società di revisione Mazars Spa e di un partner della società, in relazione ai lavori di *audit* svolti sui bilanci d'esercizio e consolidato al 31.12.2009 della Uni Land Spa

Il procedimento trae origine da una verifica ispettiva condotta presso Mazars Spa, dal 12 luglio 2010 al 14 febbraio 2011, al fine di procedere all'analisi delle carte di lavoro relative a tale incarico di revisione nonché di acquisire ogni documento ed elemento informativo utile ai fini della verifica del corretto svolgimento dell'attività di revisione relativa ai suddetti bilanci.

All'esito dell'attività di vigilanza svolta, è risultato che la società di revisione non ha posto in essere verifiche idonee ad acquisire sufficienti e appropriati elementi probativi sui quali fondare il proprio giudizio e ciò con particolare riguardo alla primaria voce di bilancio 'immobilizzazioni materiali', rappresentante il 57,4 per cento del totale dell'attività del bilancio consolidato del Gruppo Uni Land.

A conclusione del procedimento è stata, pertanto, applicata alla società di revisione Mazars Spa, la sanzione dell'intimazione a non avvalersi nell'attività di revisione contabile del suddetto partner della società, per un periodo di diciotto mesi.

Sempre con riguardo ai provvedimenti assunti nel 2012 per violazioni della disciplina in materia di revisione contabile, si segnala quello adottato nei confronti della società di revisione Iter Audit Srl in relazione a irregolarità nello svolgimento dell'incarico di revisione sul bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2008 di una Sim poste in essere da parte della medesima Iter Audit Srl, che il 15 aprile 2009 ha rilasciato sul suddetto bilancio un giudizio senza alcun rilievo o richiamo di informativa.

Nella fattispecie il procedimento è scaturito dagli elementi informativi acquisiti nel corso di una verifica ispettiva, svolta dalla Consob presso la società, finalizzata all'accertamento della conformità delle procedure di controllo della qualità adottate da Iter Audit Srl sul bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2008 della Sim in relazione al Principio di Revisione n. 220 ('Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile').

Dagli accertamenti svolti sono emerse diverse violazioni dei principi di revisione scaturite, nel loro complesso, dalla mancata acquisizione da parte del revisore di un'adeguata comprensione del sistema amministrativo contabile e di controllo interno della Sim e, più in generale, dalla omessa acquisizione di un'adeguata comprensione dell'impresa soggetta a revisione.

In relazione a tali irregolarità è stata applicata nei confronti della società di revisione una sanzione pecuniaria per 30 mila euro.

Nel 2012 sono stati adottati, infine, tre provvedimenti sanzionatori per violazioni dell'art. 122 del Tuf (patti parasociali) nei confronti di sette persone fisiche e tre enti responsabili in solido con gli autori delle violazioni, con applicazione di sanzioni pecuniarie per 895 mila euro e un provvedimento per violazione degli obblighi di promozione di un'Opa totalitaria a seguito di un acquisto di concerto, con applicazione di sanzioni pecuniarie per 360 mila euro.

## 1 L'attuazione della disciplina primaria

Nel corso del 2012 sono state numerose le aree in cui la Consob è stata chiamata a intervenire in attuazione di norme primarie emanate dal legislatore comunitario o da quello domestico.

Una prima area di intervento ha riguardato il completamento del processo di recepimento della Direttiva 2009/65/CE (cosiddetta 'Ucits IV') in materia di Oicr armonizzati. In particolare, nel mese di maggio, sono stati adottati i seguenti distinti provvedimenti di competenza sia della Consob che della Banca d'Italia.

In primo luogo la Commissione ha approvato, il 9 maggio 2012, modifiche ai Regolamenti Consob 11971/1999 (Regolamento Emittenti) e 16190/2007 (Regolamento Intermediari). In seguito, la Banca d'Italia ha approvato, l'8 maggio 2012, il nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio e la nuova disciplina della banca depositaria di Oicr e fondi pensione (12° aggiornamento della Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 'Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche'). Da ultimo la Banca d'Italia e la Consob hanno approvato definitivamente il 9 maggio 2012 il provvedimento di modifica del 'Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari' del 29 ottobre 2007.

La pubblicazione di tali atti normativi nella Gazzetta Ufficiale del 28 aprile 2012 ha così completato il recepimento della Direttiva UCITS IV, a seguito delle modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, apportate dal decreto legislativo di recepimento del 16 aprile 2012, n. 47. La stesura finale dei testi regolamentari ha tenuto conto delle osservazioni formulate dai vari attori del mercato nel corso dei lavori di recepimento nonché nell'ambito delle procedure di pubblica consultazione.

Per quanto riguarda le modifiche al Regolamento Emittenti, esse hanno riguardato principalmente la struttura della documentazione di offerta degli Oicr armonizzati, che ora prevede il cosiddetto 'KIID' ('*Key Investor Information Document*', ossia 'il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori'), da consegnare gratuitamente all'investitore prima della sottoscrizione delle quote o azioni, e il prospetto, messo a disposizione a richiesta. Altre modifiche hanno riguardato le modalità di comunicazione alla Consob e la pubblicazione della documentazione d'offerta, l'aggiornamento

della documentazione d'offerta, il regime di consegna, gli obblighi informativi, la disciplina dei messaggi pubblicitari e degli Oicr non armonizzati di diritto italiano. Le modifiche al Regolamento Intermediari impattano, tra l'altro, sulle modalità di commercializzazione dei prodotti e sugli incentivi ammessi.

Una seconda area di intervento ha riguardato la disciplina di attuazione del divieto di *interlocking*.

Il 14 giugno 2012, la Consob, unitamente alla Banca d'Italia, all'Isvap (ora Ivass) e all'AGCM ha sottoscritto un Protocollo d'intesa per assicurare il necessario e opportuno coordinamento ai fini dell'applicazione dell'articolo 36 del d.l. 6 dicembre 2011, n. 201 (cosiddetto 'divieto di *interlocking*'). In particolare, il Protocollo ha individuato criteri e modalità di coordinamento operativo e procedurale tra la Banca d'Italia, la Consob e l'Isvap al fine di consentire alle stesse di meglio assolvere, anche in collaborazione con l'Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato, ai compiti loro assegnati.

La Commissione, con delibera del 28 novembre 2012, n. 18390, ha adottato la 'Disciplina del procedimento amministrativo per la dichiarazione da parte della Consob della decadenza nei confronti dei titolari di cariche incompatibili ai sensi del richiamato art. 36 del d.l. 6 dicembre 2011, n. 201 ('Salva Italia'), convertito con modificazioni nella legge 22 dicembre 2011, n. 214', e ne ha fissato l'entrata in vigore al 2 gennaio 2013.

Il provvedimento, adottato in attuazione dell'articolo 11 del menzionato Protocollo d'Intesa, reca la disciplina del procedimento amministrativo mediante il quale la Consob, per quanto di competenza, in caso di inerzia degli organismi aziendali interessati, dichiara la decadenza degli esponenti di Sim che siano titolari di cariche in violazione del divieto di *interlocking*. Con tali disposizioni si è inteso riprodurre le clausole del Protocollo d'Intesa disciplinando il procedimento di decadenza quanto alla fase di avvio, allo svolgimento, al termine di conclusione e agli effetti nei confronti dei soggetti interessati.

Una terza area di intervento ha riguardato la parità di accesso agli organi di amministrazione e controllo delle società quotate in mercati regolamentati, in attuazione di quanto indicato dalla legge 12 luglio 2011, n. 120. I nuovi commi 1-ter dell'art. 147-ter e 1-bis dell'art. 148 del Tuf, 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, per tre mandati consecutivi, almeno un terzo degli organi di amministrazione e controllo. Viene altresì prevista una gradualità nell'applicazione della quota di genere, stabilendo che al primo rinnovo dell'organo la quota del genere meno rappresentato sia almeno pari a un quinto dei relativi componenti.

La citata legge ha attribuito alla Consob la potestà regolamentare in ordine alla 'violazione, all'applicazione e al rispetto delle disposizioni in materia di quote di genere, anche con riferimento alla fase istruttoria e alle



procedure da adottare'. La delega è stata esercitata dalla Consob con la delibera 18098 dell'8 febbraio 2012. Nell'ottica di favorire l'equilibrio tra generi nel momento di formazione delle liste e, allo stesso tempo, tutelare la voce delle minoranze azionarie, si è prevista una unica limitazione all'autonomia delle società, consistente nel divieto di prevedere il rispetto del criterio di riparto tra generi per la formazione delle liste che presentano un numero di candidati inferiore a tre.

Una quarta area di intervento ha riguardato i procedimenti amministrativi della Consob.

Nel mese di novembre, la Commissione ha adottato il Regolamento generale sui procedimenti amministrativi, che sostituisce integralmente quello contenuto nella delibera 12697/2000. Tale Regolamento, che si applica ai procedimenti amministrativi (diversi da quelli sanzionatori) avviati a partire dal 2 gennaio 2013, dà puntuale attuazione all'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, che attribuisce alle autorità di vigilanza (Consob, Banca d'Italia e Ivass) il potere di disciplinare l'applicazione dei principi sull'individuazione e sulle funzioni del responsabile del procedimento nonché sulla partecipazione al procedimento recati dalla legge 7 agosto 1990, n. 241, come da ultimo modificata.

Il nuovo Regolamento persegue l'obiettivo di semplificare la normativa di riferimento per tale tipologia di procedimenti e fornire una disciplina tendenzialmente compiuta degli stessi, svolgendo una funzione suppletiva-integrativa della disciplina dei singoli procedimenti contenuta nei regolamenti settoriali della Consob. Il Regolamento reca inoltre in allegato una tabella illustrativa dei singoli procedimenti amministrativi della Consob, dell'unità organizzativa responsabile e dei termini di conclusione del procedimento.

Tale tabella dà atto, da un lato, dei significativi mutamenti del quadro normativo di riferimento occorsi negli ultimi anni in conseguenza dell'adeguamento dell'ordinamento interno alla normativa dell'Unione Europea in materia; dall'altro, di una complessiva riconsiderazione dei tempi di conclusione dei procedimenti amministrativi ivi menzionati, in conformità all'articolo 2, comma 5, della legge 7 agosto 1990, n. 241, come novellato dalla legge 18 giugno 2009, n. 69, che, con riferimento alle «autorità di garanzia e di vigilanza», ha previsto che le autorità stabiliscono i termini di conclusione dei procedimenti di competenza tenendo conto dei rispettivi ordinamenti e fatto salvo quanto previsto da specifiche «disposizioni normative».

Una quinta area di intervento ha riguardato il provvedimento Banca d'Italia-Consob del 22 febbraio 2008 recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata.

Nel mese di agosto la Consob, insieme con la Banca d'Italia, ha avviato una pubblica consultazione avente a oggetto una proposta di revisione della disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione, di cui al Provvedimento Banca d'Italia e Consob del 22 febbraio 2008 ('Provvedimento Unico'). Tali modifiche conseguono necessariamente alla

modifica dell'articolo 72 del Tuf, in materia di insolvenze di mercato, e alla emanazione del decreto legislativo 18 giugno 2012, n. 91, che ha modificato e integrato il decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27, con cui è stata data attuazione alla Direttiva cosiddetta '*Shareholders rights*' (2007/36/CE).

Fra le principali novità poste in consultazione vi è la ridefinizione dei confini della disciplina normativa, prevedendone l'applicazione ai soggetti ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani nonché ai partecipanti ai sistemi di compensazione e garanzia previsti dall'articolo 70 del Tuf, e, quindi, alle operazioni ivi concluse o garantite. Coerentemente con l'articolo 72 del Tuf, la bozza di Provvedimento posta in consultazione prevede, tra l'altro, che la procedura per la liquidazione dell'insolvenza possa essere effettuata dai gestori dei mercati e dei sistemi multilaterali di negoziazione ovvero dalle società di gestione dei sistemi di garanzia o dei servizi di liquidazione, purché dotati di apposite procedure previamente approvate dalla Banca d'Italia e dalla Consob. Relativamente alla disciplina regolamentare della gestione accentrata, l'intervento di maggior rilievo posto in consultazione concerne la specificazione delle modalità in base alle quali può darsi luogo all'identificazione, in primo luogo da parte dell'emittente, dei titolari degli strumenti finanziari immessi in gestione accentrata. È prossima la pubblicazione degli esiti di tale procedura di consultazione.

Un'ultima area di intervento ha riguardato il provvedimento recante disposizioni attuative in materia di organizzazione, procedure e controlli interni antiriciclaggio.

Con delibera del 21 novembre 2012, n. 18382, sono stati apportati i necessari adeguamenti alla disciplina già dettata con delibera 28 giugno 2011, n. 17836, in materia di organizzazione, procedure e controlli interni volti a prevenire l'utilizzo a fini di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo delle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale tenuto dalla Consob. Tale intervento è disceso dal rinnovato impianto recato dal decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39 e dal d.m. 20 giugno 2012, n. 144, con cui il Ministro delle Finanze ha adottato di concerto con il Ministro della Giustizia il regolamento recante le modalità di iscrizione e cancellazione dal registro dei revisori.

Significativo è stato altresì il contributo tecnico prestato dalla Consob attraverso la partecipazione alla elaborazione di schemi di decreto legislativo ovvero ai lavori preparatori di proposte di legge inerenti a materie di competenza o contigue alle attività della Consob.

In particolare, tale contributo è stato prestato nel corso dei lavori preparatori delle proposte di legge n. 4790 e n. 4795, in discussione presso la VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, entrambe in materia di cambiali finanziarie e titoli di debito, nonché nel corso dei lavori preparatori del decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, recante '*Misure urgenti per la crescita del Paese*' (cosiddetto '*Decreto*

sviluppo') e della relativa legge di conversione, con particolare riferimento alla definizione dell'articolo 32 relativo agli strumenti di finanziamento per le imprese.

L'Istituto ha inoltre collaborato alla elaborazione dello schema di decreto legislativo 18 giugno 2012, n. 91, che ha modificato e integrato il decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27, con cui è stata data attuazione alla Direttiva *Shareholders rights* (cosiddetto 'correttivo').

Analogo contributo è stato prestato in occasione della predisposizione del decreto legislativo 22 giugno 2012, n. 123, recante attuazione della Direttiva 2009/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009, in materia di riduzione degli oneri amministrativi relativi, in particolare, agli obblighi di pubblicazione e di documentazione a carico delle società coinvolte in processi di fusione e scissione, al fine di accrescere la competitività delle imprese comunitarie.

Nel corso dell'anno, l'Istituto ha fornito il proprio supporto tecnico alla elaborazione dei regolamenti di competenza del Ministero dell'economia e delle finanze, in attuazione del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39, recante le norme di recepimento della Direttiva 2006/43/CE in materia di revisione legale dei conti. Tale supporto è stato prestato sia nella fase di redazione normativa sia nella fase finale, esprimendo il prescritto parere di competenza, segnatamente in materia di revoca, dimissioni dall'incarico nonché in materia di risoluzione del contratto di revisione, di revisori inattivi, di formazione continua e di esame di abilitazione (quest'ultimo emanato di concerto dal Ministro delle Finanze e dal Ministro della Giustizia).

Nel mese di aprile, la Consob ha rilasciato all'Isvap (ora Ivass) l'intesa prevista dall'articolo 7, comma 2, del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, in ordine al provvedimento destinato alle imprese di assicurazione e agli intermediari assicurativi, recante disposizioni attuative in materia di organizzazione, procedure e controlli interni antiriciclaggio.

Infine, il 9 maggio e il 25 luglio, con due distinti atti di modifica, sono stati effettuati taluni interventi sul Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007, in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, ai fini del recepimento della Direttiva 2010/76/UE (cosiddetta CRD 3). In esito alla relativa consultazione pubblica, il citato Regolamento congiunto contempla adesso un nuovo articolo 14-*bis*, che, nella sostanza, si affianca alla disciplina dettata dalla Banca d'Italia con il Provvedimento del 30 marzo 2011 per le banche e i gruppi bancari ('Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari'), e ivi richiamata per *relationem*.

## 2 La revisione dei Regolamenti Consob

Nel corso dell'anno 2012 è proseguita l'opera di revisione, avviata nel 2011 con l'istituzione dei Tavoli di semplificazione, della normativa regolamentare adottata dalla Consob sia in materia di emittenti che in materia di mercati, per facilitare l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese, in particolare quelle di dimensioni medio-piccole (cosiddetta 'Fase 2').

I principi-guida che hanno ispirato il lavoro della Commissione nella seconda Fase si identificano nella razionalizzazione degli adempimenti degli emittenti e nel mantenimento di livelli di regolazione adeguati alla evoluzione dell'ordinamento dell'UE attraverso l'abrogazione di disposizioni non esplicitamente contemplate dalle disposizioni comunitarie di riferimento (*goldplating*), laddove non giustificate da precise specificità del mercato italiano.

Ad esito di una prima ricognizione volta a individuare aree di possibile intervento di semplificazione, la Consob ha avviato una pubblica consultazione avente ad oggetto un consistente gruppo di disposizioni regolamentari, suddivise in cinque aree di riferimento: emittenti diffusi, offerte pubbliche, diritti dei soci, obblighi informativi e disposizioni contenute nel Regolamento sui mercati. Alcune delle principali modifiche proposte al mercato durante la fase di consultazione sono state supportate dall'utilizzo delle metodologie di analisi di impatto della regolamentazione (Air), nell'intento di affinare le norme in corso di emanazione e tenendo conto, al tempo stesso, delle effettive conseguenze connesse alle possibili opzioni regolamentari adottabili. L'analisi delle opzioni regolamentari ha riguardato, in particolare, la modifica: *i)* delle soglie per la comunicazione delle operazioni di compravendita di strumenti finanziari da parte delle società emittenti azioni e delle società di gestione di fondi chiusi; *ii)* delle soglie di partecipazione per la presentazione di liste per l'elezione del consiglio di amministrazione nonché *iii)* dei requisiti per l'individuazione degli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante.

In esito ai risultati emersi dalla consultazione, la Commissione con delibera 9 maggio 2012 n. 18214, ha apportato le conseguenti modifiche al Regolamento Emittenti e al Regolamento Mercati. In tale occasione, è stata inoltre data immediata e diretta attuazione a livello regolamentare alla Direttiva 2010/73/UE del 24 novembre 2010, recante modifica delle Direttive 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e 2004/109/CE (cosiddetta Direttiva *Transparency*), non recepita a livello legislativo, in coerenza con il disposto dell'articolo 2 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in forza del quale la Consob esercita, tra gli altri, i poteri a essa attribuiti in armonia con le disposizioni dell'Unione Europea.

Fra le modifiche più significative della 'Fase 2' si segnalano: l'abrogazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti non in linea con la Direttiva *Transparency* (vale a dire relativamente alle soglie pari al 35 per cento, 40 per cento, 45 per cento e 75 per cento); l'introduzione della nuova disciplina sulla pubblicità dei patti parasociali, in vigore dal 1° luglio 2013, che semplifica gli adempimenti a carico degli aderenti mediante la pubblicazione di un estratto del patto sulla stampa contenente le 'informazioni essenziali'; l'estensione dell'ambito applicativo dell'esenzione dall'obbligo di pubblicazione di un documento di offerta per le operazioni di *buy-back* di strumenti finanziari *non equity*, in conformità con la normativa comunitaria; la semplificazione del contenuto della comunicazione iniziale dovuta dall'offerente, eliminando le informazioni incluse nel documento di offerta; la sostituzione dell'obbligo di pubblicazione di un avviso sui quotidiani per i prospetti d'offerta, non richiesto dalla disciplina comunitaria, con la diffusione di un comunicato al mercato, in vigore dal 1° luglio 2013.

Inoltre, nell'ottica di razionalizzare la disciplina e favorire un corretto bilanciamento degli interessi dei soci, anche in considerazione dell'andamento del mercato, sono state modificate le quote di possesso necessarie per la presentazione delle liste per la nomina dei componenti degli organi sociali, mediante adozione della soglia unica dell'1 per cento, per tutte le società con capitalizzazione compresa tra 1 e 15 miliardi di euro, e del 2,5 per cento per le società con capitalizzazione inferiore. Sono rimaste invariate le soglie dello 0,5 per cento per le società con elevata capitalizzazione e del 4,5 per cento al ricorrere di particolari condizioni (società molto piccole con assetti proprietari non concentrati) e la disciplina speciale prevista per le società cooperative. Per le società neoquotate è stata consentita, infine, la facoltà di adottare una percentuale non superiore al 2,5 per cento, limitatamente al primo rinnovo dell'organo di amministrazione successivo alla quotazione.

In materia di emittenti titoli diffusi è stata elevata da 200 a 500 la soglia relativa al numero di azionisti e di obbligazionisti rilevante per l'applicazione della relativa disciplina ed è stato favorito l'utilizzo del sito internet per la diffusione delle informazioni al pubblico, in alternativa al ricorso a un sistema per la diffusione delle informazioni regolamentate - SDIR (per maggiori dettagli si veda il Riquadro 13).

## Riquadro 13

### La semplificazione della disciplina in materia di emittenti diffusi

Con la delibera 18214 del 9 maggio 2012, la Consob, in un'ottica di semplificazione, ha apportato modifiche al Regolamento Emittenti relative alla disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

Tali modifiche hanno riguardato i criteri quantitativi per l'individuazione degli emittenti azioni diffuse previsti dall'art. 2-*bis*. In particolare, è stata modificata la lettera a) ove è stata innalzata la soglia degli azionisti, diversi dai soci di controllo, che fa scattare l'applicabilità della disciplina (da 200 a 500 azionisti). L'innalzamento della soglia ha anche riguardato gli emittenti obbligazioni diffuse: sono emittenti obbligazioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani di obbligazioni di valore nominale complessivamente non inferiore a 5 milioni di euro (il comma previgente prevedeva come requisito il patrimonio netto) e con un numero di obbligazionisti superiore a 500 (comma 4). La *ratio* della modifica è quella di valorizzare il carattere di effettiva diffusione degli strumenti finanziari tra il pubblico.

L'integrazione dei criteri qualitativi è stata completata con la previsione, di mero chiarimento, per cui sono considerati emittenti diffusi tra il pubblico in misura rilevante anche gli emittenti di strumenti finanziari che siano stati negoziati sui mercati regolamentati e successivamente siano stati oggetto di revoca (art. 2-*bis*, comma 2, terzo alinea). In questo caso, e in deroga alle previsioni contenute all'art. 108, comma 1 del Regolamento Emittenti, che prevede che gli emittenti sono considerati diffusi dall'inizio dell'esercizio sociale successivo a quello nel corso del quale si sono verificate le condizioni previste dall'art. 2-*bis* e fino alla chiusura dell'esercizio sociale in cui è stato accertato il venir meno di tali condizioni, si considerano diffusi tali emittenti a partire dal giorno successivo a quello di revoca dell'ammissione a quotazione (art. 108, comma 4). La *ratio* delle previsioni citate è quella di garantire comunque la continuità di un set informativo per il mercato nel caso di società che siano state quotate sui mercati regolamentati ma i cui titoli siano successivamente revocati.

Con riferimento alla semplificazione degli obblighi informativi imposti agli emittenti diffusi, al fine di ridurre i relativi costi amministrativi, è stato identificato il sito internet dell'emittente quale strumento di pubblicazione/archiviazione delle informazioni in alternativa al ricorso a uno SDIR (Sistema per la diffusione delle informazioni regolamentate) ed è stato eliminato l'obbligo di pubblicazione dei patti parasociali.

### 3 La Camera di conciliazione e arbitrato

Nel corso del 2012 si è proceduto a una radicale revisione della disciplina della Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob, originariamente adottata in attuazione del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, recante la 'Istituzione di procedure di conciliazione e di arbitrato, sistema di indennizzo e fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori in attuazione dell'articolo 27, commi 1 e 2, della legge 28 dicembre 2005, n. 262'.

L'intervento di revisione della disciplina, contenuta nel regolamento a suo tempo adottato con delibera 29 dicembre 2008, n. 16763, ha tenuto conto dei profondi mutamenti intervenuti negli anni trascorsi dalla relativa emanazione. In particolare, esso ha tenuto conto di tre principali considerazioni.

In primo luogo, il parere sulla natura giuridica della Camera reso dall'Adunanza Generale del Consiglio di Stato in data 20 ottobre 2011 ha qualificato la Camera come un organo tecnico e strumentale della Consob, dotato di autonomia funzionale ma non distinto da quest'ultima, per lo svolgimento di funzioni che pertengono quindi alla stessa Consob.

In secondo luogo, il decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28, recante 'Attuazione dell'articolo 60 della legge 18 giugno 2009, n. 69, ha introdotto modifiche normative in materia di mediazione finalizzata alla conciliazione delle controversie civili e commerciali' e dai relativi decreti ministeriali di attuazione (d.m. 180/2010 e d.m. 145/2011) nel più generale sistema della mediazione finalizzata alla conciliazione incardinato nel Ministero della Giustizia.

In terzo luogo, è stata considerata l'esperienza maturata nell'attività complessiva della Camera, anche nell'ottica di eliminare taluni dubbi interpretativi relativi alla gestione degli elenchi dei conciliatori e arbitri nonché al fine di superare i profili di criticità registrati durante l'operatività della stessa.

A seguito della pubblica consultazione, avviata il 5 aprile 2012 e conclusasi il successivo 7 maggio, previa acquisizione del parere favorevole della Banca d'Italia, il nuovo regolamento è stato adottato dalla Consob con delibera del 18 luglio 2012, n. 18275. Nel documento posto in consultazione sono stati, tra l'altro, esaminati i possibili costi-benefici derivanti dall'introduzione, in via legislativa, di un sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie incentrato su un obbligo di adesione degli intermediari, analogo a quello introdotto per l'intermediazione creditizia dall'art. 128-bis, del Tub, con la conseguente istituzione dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF), a fronte della inefficacia di un sistema a partecipazione volontaria.

Dalla consultazione è emersa una ripartizione tra soggetti favorevoli (per lo più associazioni dei consumatori) all'introduzione di un 'sistema' di risoluzione stragiudiziale delle controversie con obbligo di adesione per gli intermediari, e soggetti (per lo più associazioni di intermediari e gli intermediari stessi) propensi a

lasciare incardinato nella Consob un sistema di risoluzione delle controversie a partecipazione volontaria. Tuttavia, in considerazione dei tempi necessari per l'attuazione di tali proposte, la Commissione ha proceduto nell'immediato ad adottare il nuovo regolamento di attuazione del d.lgs. 8 ottobre 2007, n. 179, vigente dal 1° agosto 2012, in sostituzione del precedente.

La novità più significativa, introdotta alla luce del parere del Consiglio di Stato sopra citato, consiste nella cosiddetta 'internalizzazione' della Camera, che è oggi composta 'da un Presidente e da due membri, nominati dalla Commissione, scelti tra dipendenti in servizio della Consob appartenenti alla carriera Direttiva superiore che non siano preposti o assegnati a unità organizzative con funzioni di vigilanza ovvero sanzionatorie nelle materie di competenza della Camera' (così l'art. 3, comma 1, del Regolamento 18275/2012).

Al fine di preservare, da un lato, l'autonomia funzionale della Camera e, dall'altro, la funzione di supervisione sugli atti della Camera in capo alla Consob, alla Camera è stato attribuito il potere di adottare gli atti strumentali allo svolgimento della propria attività, nel rispetto delle disposizioni regolamentari e delle ulteriori misure applicative emanate dalla Commissione su aspetti operativi di dettaglio. L'attività di supporto amministrativo alla Camera è stata devoluta a un'apposita Segreteria della Camera, individuata nell'assetto organizzativo della Consob nel cui ambito essa svolge la propria attività.

Sono stati inoltre ridefiniti i requisiti di professionalità e onorabilità degli iscritti negli elenchi dei conciliatori e degli arbitri, al fine di innalzare il livello di professionalità richiesto per lo svolgimento dei servizi di conciliazione e arbitrato e garantire, conseguentemente, un maggior numero di procedure con esito positivo. Allo stesso tempo, la permanenza negli elenchi predetti è subordinata al pagamento di un contributo annuale determinato dalla Consob, anche al fine di coprire parzialmente i costi operativi connessi alla tenuta degli elenchi.

Infine, nell'assetto organizzativo della nuova Camera, al fine di assicurare un costante raccordo con le associazioni di categoria degli utenti e degli intermediari (e nel rispetto dell'articolo 2, comma 5, lett. b), del decreto legislativo 179/2007 - secondo cui le modalità di nomina dei conciliatori e degli arbitri sono definite dalla Consob anche sulla base di forme di consultazione delle associazioni di categoria), è previsto un Comitato consultivo, a cui partecipano anche i rappresentanti delle predette associazioni.

Nel medio termine, la Commissione, in linea con le indicazioni emerse in sede di consultazione, intende farsi parte attiva per proporre la modifica legislativa dell'art. 32-ter del Tuf, onde realizzare un più coerente 'allineamento' alla disciplina prevista dal Tub. Detta soluzione sortirebbe come effetto positivo, oltre quello deflattivo del contenzioso ordinario, anche quello di assicurare una rapida ed efficace definizione delle controversie avviate su iniziativa dei consumatori.



# I controlli giurisdizionali VII sull'attività della Consob

## 1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2012 il numero delle impugnazioni presentate avverso provvedimenti adottati dalla Consob in materia di emittenti, intermediari e abusi di mercato, è sensibilmente aumentato rispetto all'anno precedente.

Al proposito si segnala una rilevante pronuncia da parte della Corte Costituzionale (sentenza n. 162 del 27 giugno 2012) con la quale è stata dichiarata l'illegittimità costituzionale delle norme del Codice del Processo amministrativo che avevano affidato alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo le controversie in materia di sanzioni irrogate dalla Consob. Per effetto di ciò la competenza in tale materia, a decorrere da luglio 2012, è tornata alle Corti d'Appello competenti per territorio, avendo ripreso pieno vigore le disposizioni del Tuf previgenti alla riforma del Codice del processo amministrativo che disponevano in tal senso. Si è dunque registrato un significativo incremento dei ricorsi presentati davanti alle Corti d'Appello, anche a seguito della riassunzione di giudizi originariamente instaurati innanzi al Tar e conclusi con una pronuncia di inammissibilità per difetto di giurisdizione del giudice amministrativo (Tav. 50).

**Tav. 50 Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto<sup>1</sup>**  
(esiti al 31 dicembre 2012)

|      | Giudice amministrativo <sup>2</sup> |                       |          |                       |                        |                | Giudice ordinario <sup>3</sup> |                       |          |                       |                        |                |
|------|-------------------------------------|-----------------------|----------|-----------------------|------------------------|----------------|--------------------------------|-----------------------|----------|-----------------------|------------------------|----------------|
|      | accolti <sup>4</sup>                | respinti <sup>5</sup> | in corso | di cui:               |                        | totale ricorsi | accolti <sup>4</sup>           | respinti <sup>5</sup> | in corso | di cui:               |                        | totale ricorsi |
|      |                                     |                       |          | accolta<br>sospensiva | respinta<br>sospensiva |                |                                |                       |          | accolta<br>sospensiva | respinta<br>sospensiva |                |
| 2008 | 2                                   | 5                     | 4        | --                    | --                     | 11             | 6                              | 25                    | 17       | --                    | 1                      | 48             |
| 2009 | --                                  | 2                     | 3        | --                    | 2                      | 5              | 9                              | 27                    | 18       | --                    | --                     | 54             |
| 2010 | --                                  | 3                     | 25       | --                    | 1                      | 28             | 1                              | 43                    | 15       | 1                     | 1                      | 59             |
| 2011 | --                                  | 14                    | 35       | --                    | 6                      | 49             | --                             | 3                     | 2        | --                    | --                     | 5              |
| 2012 | --                                  | 14                    | 24       | --                    | --                     | 38             | --                             | 7                     | 44       | 1                     | 2                      | 51             |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. <sup>2</sup> La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. <sup>3</sup> Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. <sup>4</sup> La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. <sup>5</sup> La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

La Consulta ha escluso innanzitutto la sussistenza di profili di illegittimità costituzionale dell'art. 44 della legge 69/2009, recante delega volta al riordino e alla razionalizzazione del processo amministrativo e ai necessari aggiustamenti del riparto di giurisdizione tra giudici ordinari e giudici amministrativi. Tale delega è ritenuta sufficientemente idonea a circoscrivere i necessari margini di discrezionalità del legislatore delegato, mentre sul piano del rispetto dei criteri di delega contenuti nella legge la Sovrana Corte ha ravvisato profili di contrasto con l'art. 76 della Costituzione: *«In base alla delega conferitagli, il legislatore delegato, nel momento in cui interveniva in modo innovativo sul riparto di giurisdizione tra giudici ordinari e giudici amministrativi, doveva tenere conto della 'giurisprudenza della Corte costituzionale e delle giurisdizioni superiori' nell'assicurare la concentrazione delle tutele»*. Richiamando la costante giurisprudenza della Corte di Cassazione, che *«ha, infatti, sempre precisato che la competenza giurisdizionale a conoscere delle opposizioni (art. 196 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) avverso le sanzioni inflitte dalla Consob ai promotori finanziari, anche di tipo interdittivo, spetta all'autorità giudiziaria ordinaria»*, la Corte Costituzionale ha ritenuto di non poter *«giustificare sul piano della legittimità costituzionale l'intervento del legislatore delegato, il quale, incidendo profondamente sul precedente assetto, ha trasferito alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo le controversie relative alle sanzioni inflitte dalla Consob, discostandosi dalla giurisprudenza della Corte di Cassazione, che invece avrebbe dovuto orientare l'intervento del legislatore delegato, secondo quanto prescritto dalla delega. Di conseguenza, deve ritenersi che, limitatamente a simile attribuzione di giurisdizione, siano stati ecceduti i limiti della delega conferita, con conseguente violazione dell'art. 76 Cost.»*.

La Corte Costituzionale, con sentenza 252 del 15 novembre 2012, si è altresì pronunciata sulla legittimità costituzionale dell'art. 187-sexies, commi 1 e 2 del Tuf in materia di confisca, dichiarando inammissibile la questione sollevata dalla Corte d'Appello di Torino.

La Corte di merito aveva dubitato della costituzionalità dell'art. 187-sexies nella parte in cui prevede la confisca obbligatoria, anche per equivalente, degli strumenti finanziari 'movimentati' tramite le operazioni integrative dell'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate, *«senza consentire all'autorità amministrativa prima e al giudice investito dell'opposizione poi di graduare anche tale misura in rapporto alla gravità in concreto della violazione commessa»*. Sul punto, la Sovrana Corte ha rilevato che *«Nell'attuale panorama ordinamentale, la confisca – tanto penale che amministrativa – è, infatti, sempre e soltanto una misura 'fissa'. L'alternativa 'di sistema' al regime dell'obbligatorietà è quella della facoltatività (...): nel qual caso, peraltro, la discrezionalità della pubblica amministrazione o del giudice si esplica esclusivamente in rapporto all'an della misura. La confisca può essere disposta o meno: ma, se disposta, colpisce comunque nella loro interezza il bene o i beni che ne costituiscono l'oggetto tipico. La Corte torinese non chiede, peraltro, di trasformare, in parte qua, la confisca prevista dall'art. 187-sexies del d.lgs. n. 58 del 1998 da obbligatoria in facoltativa: chiede, invece, di introdurre un innovativo 'terzo regime', a carattere intermedio (la 'graduabilità'), a fronte del quale la discrezionalità amministrativa o giudiziale si esplicherebbe in relazione al quantum (...). Per questo verso, l'intervento richiesto assume, dunque, il carattere di una 'novità di sistema': circo-*

*stanza che lo colloca al di fuori dell'area del sindacato di legittimità costituzionale, per rimmetterlo alle eventuali e future soluzioni di riforma, affidate in via esclusiva alle scelte del legislatore».*

Tra le decisioni della Corte di Cassazione, intervenute nel 2012, si segnala la sentenza 13727 del 31 luglio 2012 pronunciata in sede di regolamento di competenza in materia di sanzioni applicabili ai promotori finanziari.

La Cassazione, chiamata a dirimere i dubbi in merito all'individuazione della Corte d'Appello competente a decidere l'opposizione presentata nel 2007 avverso una delibera di radiazione adottata nei confronti di un promotore finanziario, ha espresso il seguente principio di diritto *«Nel regime determinatosi a seguito della sostituzione dell'art. 195 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ad opera dell'art. 9, comma 2, lett. c), della legge 18 aprile 2005, n. 62»* a seguito della quale il rito di opposizione di cui all'art. 195 è stato esteso a tutte le sanzioni previste dal Titolo II della Parte V del Tuf, *«la competenza a decidere sulle sanzioni applicate dalla Consob ai promotori finanziari, in base all'art. 196 dello stesso d.lgs. 58 del 1998, spetta alla corte d'appello indicata dal comma 4 del citato art. 195»*. La Suprema Corte ha così escluso che dal generale richiamo alla legge n. 689 del 1981 contenuto nell'art. 196 del Tuf (art. 16 escluso) dovesse discendere la competenza del tribunale, in base agli artt. 22 e seguenti della legge n. 689. La Corte ha poi aggiunto che *«Il comma 4 dell'art. 195 del d.lgs. n. 58 del 1998, nel testo vigente prima della modifica ad esso recata dall'art. 16, comma 6, lett. c), del d.lgs. n. 164 del 2007 (ed in quello, identico, attualmente vigente, re-introdotta dall'art. 1 del d.lgs. n. 101 del 2009), individua un criterio principale di competenza territoriale, funzionale ed inderogabile, della "corte di appello del luogo in cui ha sede la società o l'ente cui appartiene l'autore della violazione", dovendosi apprezzare la sussistenza del menzionato legame di 'appartenenza' al momento della commissione dell'illecito amministrativo (...). Ne consegue che in relazione alle opposizioni a sanzioni amministrative inflitte dalla Consob ai promotori finanziari deve trovare applicazione il criterio principale di competenza territoriale indicato dal citato comma 4 dell'art. 195, dovendo i promotori essere inclusi tra gli autori della violazione che 'appartengono' alla società o all'ente»*.

In materia di obblighi di 'segnalazione' di irregolarità alla Consob, la Corte di Cassazione ha precisato i doveri facenti capo al titolare della funzione di controllo interno dei soggetti abilitati, con particolare riguardo agli agenti di cambio (art. 57 del Regolamento Consob 11522 del 1998).

Premesso che ai sensi dell'art. 8, comma 3, del Tuf *«Il collegio sindacale informa senza indugio la Banca d'Italia e la Consob di tutti gli atti o i fatti, di cui venga a conoscenza nell'esercizio dei propri compiti, che possano costituire un'irregolarità nella gestione ovvero una violazione delle norme che disciplinano l'attività delle Sim, delle società di gestione del risparmio o delle Sicav»*, la Suprema Corte ha riconosciuto che il controller di un agente di cambio, *«indipendentemente dai concorrenti obblighi della società di revisione, indipendentemente dall'esistenza o meno del collegio sindacale e indipendentemente dalla natura societaria o individuale dell'intermediario (...) era tenuto a segnalare (senza indugio, come prescritto dal comma 3 del citato art. 8) le*

*irregolarità alla Consob; d'altra parte, non si vede in quali altri termini potesse essere esercitata la funzione di controllo se non proprio segnalando irregolarità che, invece, sono state segnalate con rilevante ritardo e, secondo quanto risulta dal decreto qui impugnato, in modo incompleto». In particolare, la Corte ha ritenuto «infondata anche la censura per la quale [il controller] non era tenuto all'adempimento degli obblighi di controllo che si assumono violati essendo a ciò tenuta la società di revisione ai sensi del provvedimento 1/7/1998 della Banca d'Italia: le verifiche di cui al paragrafo 6 del menzionato provvedimento (...) sono quelle specifiche, da effettuarsi con cadenza trimestrale sulla 'consistenza delle posizioni dei singoli clienti' sulla base degli estratti conto emessi dai sub depositari; tuttavia l'obbligo della società di revisione di eseguire tali verifiche, non escludeva il più generale obbligo di controllo previsto dal già citato art. 57 del Regolamento Consob del 1998; il controllo della società di revisione per la sua cadenza trimestrale e per il relativo impegno semmai limitava l'obbligo di diligenza al quale era chiamato l'organo di controllo interno, quanto alla frequenza dei controlli e all'oggetto, ma non lo escludeva e, soprattutto, non era né prevista né ragionevole una esenzione dall'obbligo di controllo e segnalazione in presenza di gravi irregolarità che imponevano sia la verifica che la segnalazione».*

**Il Consiglio di Stato ha escluso che il ricorso amministrativo avverso una sanzione per abusi di mercato possa essere sospeso in ragione della pendenza di un giudizio penale in ordine ai medesimi fatti.**

*Il Tar del Lazio, adito da un soggetto sanzionato dalla Consob per manipolazione del mercato, aveva disposto la sospensione del processo «in quanto nei confronti del ricorrente pende un procedimento penale in ordine al reato di cui all'art. 185 d.lgs. 58/1998 (manipolazione del mercato) sulla medesima vicenda che ha dato luogo all'accertamento dell'illecito amministrativo ed all'applicazione della conseguente sanzione ai sensi dell'art. 187 ter d.lgs. 58/1998»; difatti, «la definizione del giudizio potrebbe portare ad un conflitto di giudicati, laddove l'obiettivo della normativa sulla sospensione del giudizio è proprio quello di evitare tali contrasti. Né la sospensione del processo per la 'pregiudiziale penale' può ritenersi impedita dall'art. 187 duodecies d.lgs. 58/1998, secondo cui il procedimento amministrativo di accertamento ed il procedimento di opposizione di cui all'art. 187 septies non possono essere sospesi per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti o fatti dal cui accertamento dipende la relativa definizione e ciò in quanto l'art. 187 septies, nella parte in cui prevede il procedimento di opposizione, è stato abrogato dall'art. 4, comma. 1, n. 19 dell'allegato 4 al d.lgs. 104/2010». All'opposto, secondo il Consiglio di Stato, nessuna norma giustifica «l'attesa del giudicato penale (...). Né può ammettersi una reviviscenza della sospensione, un tempo obbligatoria, per pregiudizialità penale (venuta certo meno ...) sotto un nuovo aspetto ovvero quale sospensione liberamente discrezionale per opportunità, talora certo possibile o probabile ma non rilevante, dell'attesa che delicati, accertamenti di fatti controversi, e tali anche avanti al giudice civile o amministrativo, si svolgano o si completino avanti al giudice penale. Nulla nel sistema concede al giudice extrapenale una tale facoltà di attesa e 'postergazione'».*

Nel 2012, il Tar del Lazio si è soffermato sui presupposti di una decisione relativa a un ricorso avverso un provvedimento ministeriale di liquidazione coatta amministrativa di una società di gestione del risparmio.

*Secondo i giudici, «non possono non essere considerate gravi tali da giustificare l'esclusione di un intermediario quelle violazioni che in modo palese evidenziano il venir meno di quelle condizioni atte a garantire una sana e prudente gestione, come è testimoniato dalla circostanza che su tale aspetto si è più volte soffermato il legislatore definendone i contenuti. Poiché è chiaro che la condizione di una sana e prudente gestione può essere assicurata solamente dal rispetto del modello organizzativo predisposto dal legislatore, ne discende de plano che la sussistenza di deficienze organizzative gravi – come è stato appurato per la società ricorrente dall'inesistenza di controlli interni e dalla circostanza che le linee strategiche della società erano individuate dall'amministratore delegato bypassando in toto l'organo amministrativo – sono da considerare elementi tali da giustificare l'inidoneità di una Sgr a svolgere in modo corretto la propria attività». Inoltre, «l'art. 57 del d.lgvo n. 58/1998 prevede la liquidazione coatta può essere disposta 'qualora le irregolarità nell'amministrazione ovvero le violazioni delle disposizioni legislative, amministrative o statutarie e le perdite previste dall'art. 56 siano di eccezionale gravità', per cui ne consegue che l'eventuale sufficiente patrimonializzazione di un intermediario di per sé non può rappresentare un impedimento, in presenza di una delle altre due circostanze di cui sopra, per l'applicazione dell'istituto de quo».*

In materia di partecipazioni rilevanti, il Tar del Lazio si è altresì pronunciato su alcuni ricorsi avverso sanzioni amministrative pecuniarie irrogate per violazioni della disciplina.

In particolare, con due decreti (depositati il 18 giugno e il 3 luglio 2012) il giudice amministrativo, nel respingere i ricorsi presentati da due azionisti di un emittente quotato avverso le sanzioni irrogate per la mancata comunicazione delle variazioni intervenute nelle partecipazioni dagli stessi detenute, ha operato talune rilevanti precisazioni con riguardo al profilo dell'ascrivibilità della condotta violativa al suo autore. In particolare il Tribunale ha affermato che non esclude la responsabilità di costui né l'assenza di conoscenze specifiche e professionali in materia di diritto dei mercati finanziari né l'affidamento dal medesimo riposto nella tempestiva attivazione, ai fini dell'adempimento, di un soggetto terzo all'uopo incaricato, trattandosi di obblighi posti dalla legge a suo esclusivo carico; anche la sussistenza di una delega pattizia in ordine all'adempimento degli obblighi di legge connessi all'acquisto delle azioni, ove debitamente comprovata, *«avrebbe avuto efficacia esclusivamente tra le parti e non sarebbe stata idonea ad esonerare (...), titolare della partecipazione – e, in quanto tale, soggetto destinatario degli obblighi di legge – dalla necessità di adempiervi».*

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, tra le più significative pronunce del giudice ordinario adottate nel 2012, si segnalano alcuni decreti della Corte d'Appello di Milano (decreti del 18 e 21 dicembre 2012) nei quali vengono, per la prima volta, sottoposte allo scrutinio del giudice di merito sanzioni irrogate dalla Consob ai componenti del collegio sindacale, ai

sensi dell'art. 193, comma 3, lett. a) del Tuf, per violazione dei doveri di vigilanza sui principi di corretta amministrazione e sulle concrete modalità di attuazione dei codici di autodisciplina (di cui all'art. 149, comma 1, lett. b) e c-bis) del Tuf).

I decreti, con cui sono state respinte le opposizioni presentate dai sindaci, permettono di delineare con maggiore precisione l'ambito del controllo demandato dall'art. 149, comma 1, del Tuf ai sindaci con riguardo all'operato degli amministratori, in particolare allorché le operazioni da costoro poste in essere si palesano come contrarie all'interesse sociale; più specificamente, i giudici milanesi hanno affermato che, in presenza di segnali di criticità nella gestione sociale, i sindaci devono rendere ancora più incisiva e penetrante la propria vigilanza sul corretto svolgimento delle operazioni compiute dall'organo amministrativo e sulla loro rispondenza all'interesse sociale. Infatti *«la circostanza che il collegio sindacale abbia ratificato l'operato degli amministratori senza svolgere i predetti approfondimenti evidenzia (...) come la sua condotta sia stata contraria ai doveri di vigilanza imposti dalla normativa di settore (...)»*. La Corte si è inoltre pronunciata su una serie di questioni di natura preliminare evidenziate dai ricorrenti, respingendo, in particolare, l'eccezione di tardività della contestazione degli addebiti nonché la censura relativa all'asserita violazione del principio della distinzione tra la funzione istruttoria e quella decisoria (l'una di competenza degli Uffici, l'altra della Commissione sulla base delle norme procedurali interne).

Nel corso dell'anno sono pervenuti a conclusione due giudizi relativi a impugnative di bilanci intentate dalla Consob, ai sensi dell'art. 157, comma 2, del Tuf, entrambi con pronunce relative alla natura dell'interesse ad agire della Consob e alla sorte di questo ultimo a seguito della cancellazione della società dal listino.

Con la sentenza n. 3042 del 20 settembre 2012, la Corte d'Appello di Milano (sez. I civ.) in riforma della pronuncia n. 5796, resa dal Tribunale di Milano (sez. VIII civ.), in data 30 aprile 2009, ha dichiarato la sopravvenuta carenza di interesse ad agire dell'appellata Consob, con riguardo all'impugnativa per la declaratoria di nullità della delibera assembleare di Banca Italease Spa (16.4.2007), di approvazione del bilancio di esercizio (31.12.2006), nonché per l'accertamento dell'illegittimità del correlato bilancio consolidato di gruppo, approvato dal consiglio di amministrazione (16.3.2007). La Corte di Milano ha affermato che il potere di impugnativa dei bilanci di società quotate in borsa *«costituisce estrinsecazione della funzione di vigilanza del mercato mobiliare»* ed è *«funzionale non alla tutela di singoli investitori, ma della generalità degli stessi»*. Il Collegio ha quindi riconosciuto la sussistenza di un *«indubbio interesse [dell'Autorità] all'impugnazione del bilancio»*, alla data di notificazione dell'atto introduttivo del giudizio di primo grado. Ha, tuttavia, sancito che *«con la revoca della quotazione nel mercato regolamentato delle azioni della Banca Italease S.p.A., è venuto meno l'interesse giuridicamente rilevante della Consob all'esercizio [di detta] azione»*, difettandone *«i requisiti dell'attualità e della concretezza»*, ai sensi dell'art. 100 del codice di procedura civile.

Analogamente, con la sentenza n. 3532 del 21 novembre 2012 la Corte d'Appello di Milano ha dichiarato inammissibile l'appello interposto dalla Consob avverso la sentenza n. 11804/2007 del Tribunale di Milano, con la quale era stata rigettata la domanda dell'Istituto volta alla declaratoria di nullità della delibera di approvazione del bilancio di esercizio al 31.10.2005 della società I Viaggi del Ventaglio Spa e all'accertamento dell'illegittimità del bilancio consolidato.

*Il giudice di secondo grado ha in proposito affermato che «Nel caso di specie il perseguito effetto 'demolitorio' del bilancio – conseguibile con l'azione di impugnativa proposta – è oramai privo, a seguito dell'occorso fallimento della società, di alcun apprezzabile rilievo pratico, mentre il [...] "valore informativo per i soci e per gli altri soggetti interessati" [...] riveste natura di interesse generale, ma è privo di concretezza e attualità in relazione alla fattispecie in giudizio dedotta per l'effetto della situazione di fatto delineatasi con l'intervenuto fallimento della società appellata, ormai non più operativa».*

## 2 La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2012 si sono conclusi con esito favorevole all'Istituto alcuni giudizi risarcitori promossi da alcuni investitori nei confronti della Consob in relazione alle vicende 'Cirio' e 'Parmalat'.

La Corte d'Appello di Roma ha respinto la domanda di risarcimento (ex art. 2043 del codice civile) formulata nei confronti della Consob da un gruppo di risparmiatori per asserito omesso controllo su una commissionaria di borsa, poi trasformata in Sim, ritenendo il relativo diritto estinto per intervenuta prescrizione quinquennale (ex art. 2947, comma 1, del codice civile).

Nel caso di fallimento di un intermediario, in particolare, la Corte d'Appello di Roma ha escluso che dalla dichiarazione dello stato di insolvenza inizi a decorrere il termine quinquennale per la prescrizione del diritto a ottenerne il risarcimento anche dalla Consob, e ha quindi escluso che detto termine sia interrotto dalla presentazione dell'istanza di ammissione al passivo concorsuale, essendo quest'ultima unicamente preordinata alla restituzione dei valori affidati al fallito e non anche a ottenere dall'Istituto, ex art. 2043 del codice civile, il risarcimento del danno nascente dall'asserita omissione di controllo.

La Corte d'Appello di Roma ha definito un giudizio risarcitorio instaurato nei confronti dell'Istituto per la medesima vicenda, in relazione alla quale la Corte di Cassazione, nel marzo 2011, aveva definitivamente confermato a carico della Consob l'obbligo di risarcire un gruppo di risparmiatori che, nel rispetto del suddetto termine quinquennale, l'avevano convenuta in giudizio (ex art. 2043, del codice civile) per asserite omissioni di vigilanza.

La Corte d'Appello di Roma ha confermato la sentenza di primo grado con la quale il Tribunale di Roma aveva rigettato le domande risarcitorie proposte nei confronti dell'Istituto da investitori che avevano sottoscritto nel 1995 obbligazioni emesse da una società belga sulla base di un prospetto informativo approvato dall'Autorità di vigilanza belga e riconosciuto dalla Consob ai sensi dell'art. 18-*sexies sub* art. 1 legge 216/1974.

La Corte d'Appello ha ribadito il principio secondo cui nel regime del cosiddetto mutuo riconoscimento dei prospetti informativi, vigente all'epoca dei fatti di causa, la Consob era tenuta a riconoscere il prospetto informativo sottoposto al controllo preventivo dell'autorità competente di uno Stato comunitario *«senza poterlo assoggettare a nuova approvazione e senza poter esigere che nel prospetto fossero inserite informazioni complementari»*, salvo dati specifici del mercato italiano (sentenza n. 4083 del 10 settembre 2012).

La Corte d'Appello di Milano, in un caso, ha dichiarato la cessazione della materia del contendere nella causa instaurata da taluni investitori che lamentavano i danni derivanti dall'asserita falsità delle informazioni contenute nel prospetto informativo di offerta al pubblico e di ammissione a quotazione delle azioni Freedomland, pubblicato nell'anno 2000.

La Corte ha annullato la sentenza di primo grado con cui il Tribunale di Milano aveva condannato la Consob e altri convenuti, in via solidale, al pagamento di una somma di 4,53 milioni di euro a favore degli attori. La decisione si fonda sulla considerazione degli effetti prodotti da una transazione conclusa, nel corso del giudizio di appello, tra gli investitori e altra parte del giudizio e lascia impregiudicata, in quanto 'assorbita', *«la domanda, svolta in via principale dall'appellante Consob, diretta a far accertare l'assenza di responsabilità della stessa Consob per i fatti di causa»* (sentenza n. 3113 del 28 settembre 2012).

Nel corso del 2012, oltre ai casi di abusi di mercato, è stato definito in primo grado un procedimento per ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza nel quale la Consob si era costituita parte civile, con riconoscimento della responsabilità dell'imputato e la condanna del medesimo al risarcimento dei danni in favore della Consob (vicenda 'Lande').

Nel medesimo procedimento la Consob era stata altresì chiamata da 283 investitori quale responsabile civile in relazione ai connessi reati di associazione a delinquere e abusivismo nello svolgimento di servizi di investimento. All'esito del suddetto procedimento, il Tribunale di Roma ha rigettato la richiesta risarcitoria avanzata nei confronti dell'Istituto, affermando che la condotta della Consob non riveste *«il carattere della condotta colposa»*, atteso che *«l'attività svolta dalla Consob (...) consente di ritenere che la medesima Consob abbia attivato tutti quei poteri di cui disponeva in conformità delle previsioni normative vigenti»*.

La Corte d'Appello di Milano, con sentenza n. 3891 del 30 maggio 2012 relativa al tentativo di scalata della Bnl da parte di Unipol (nel corso del 2005), ha parzialmente riformato la sentenza di primo grado, assolvendo gli



imputati dal reato di manipolazione del mercato e ha confermato la condanna per il reato di *insider trading* nonché per quello di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza per cui la Consob era costituita parte civile.

La sentenza ha stabilito la statuizione civile in favore dell'Istituto già liquidata dal Tribunale in 100 mila euro, oltre alle spese di giudizio. Successivamente la Corte di Cassazione, con sentenza n. 49362 del 7 dicembre 2012, ha confermato la pronuncia di appello con riferimento al reato di ostacolo, e la relativa statuizione civile a favore dell'Istituto, nonché a quello di *insider trading*, mentre per il solo reato di aggioaggio ha annullato la sentenza di secondo grado rinviando a un nuovo esame della Corte d'Appello di Milano.

# VIII La gestione interna le relazioni con l'esterno e l'attività internazionale

## 1 La gestione finanziaria

La spesa complessiva preconsuntivata per l'esercizio 2012, pari a 120,7 milioni di euro, è risultata inferiore rispetto al dato consuntivo 2011 di 9,2 milioni di euro (Tav. 51).

**Tav. 51 Schema riassuntivo delle entrate e delle spese**  
(milioni di euro)

| voci   | 2007 <sup>1</sup> | 2008 <sup>1</sup> | 2009 <sup>1</sup> | 2010 <sup>1</sup> | 2011 <sup>1</sup> | 2012 <sup>2</sup> |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>ENTRATE</b>   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| avanzo di amministrazione <sup>3</sup>   | 24,0              | 29,7              | 11,5              | 6,5               | 14,5              | 14,3              |
| fondo a carico dello Stato   | 10,7              | 9,8               | 7,9               | 1,0               | 0,4               | 0,4               |
| entrate da contributi di vigilanza   | 75,1              | 75,0              | 87,8              | 108,9             | 116,6             | 108,9             |
| entrate diverse  | 9,9               | 17,2              | 11,1              | 6,8               | 12,0              | 10,9              |
| <i>totale entrate</i>  | <i>119,7</i>      | <i>131,7</i>      | <i>118,3</i>      | <i>123,1</i>      | <i>142,5</i>      | <i>134,5</i>      |
| <b>SPESE</b>   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| spese correnti   | 90,0              | 119,6             | 109,7             | 105,8             | 128,5             | 115,9             |
| <i>spese per i componenti la commissione</i>                                   | <i>2,6</i>        | <i>2,6</i>        | <i>2,6</i>        | <i>2,0</i>        | <i>2,3</i>        | <i>2,4</i>        |
| <i>spese per il personale</i>  | <i>60,2</i>       | <i>70,6</i>       | <i>72,5</i>       | <i>80,5</i>       | <i>82,0</i>       | <i>89,3</i>       |
| <i>spese per acquisizione di beni e servizi</i>                                | <i>23,0</i>       | <i>23,3</i>       | <i>17,3</i>       | <i>18,2</i>       | <i>21,5</i>       | <i>16,8</i>       |
| <i>oneri per ripristino e ampliamento immobilizzazioni</i>                     | <i>4,1</i>        | <i>4,0</i>        | <i>3,4</i>        | <i>3,9</i>        | <i>3,6</i>        | <i>4,0</i>        |
| <i>accantonamento al Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni</i> | <i>0,0</i>        | <i>18,3</i>       | <i>12,2</i>       | <i>0,4</i>        | <i>17,8</i>       | <i>1,0</i>        |
| <i>spese non classificabili</i>  | <i>0,1</i>        | <i>0,8</i>        | <i>1,7</i>        | <i>1,3</i>        | <i>1,3</i>        | <i>2,4</i>        |
| spese in conto capitale  | 1,7               | 2,0               | 3,2               | 2,8               | 1,4               | 4,8               |
| <i>totale spese</i>  | <i>91,7</i>       | <i>121,6</i>      | <i>112,9</i>      | <i>108,6</i>      | <i>129,9</i>      | <i>120,7</i>      |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Dati consuntivi. <sup>2</sup> Dati di preventivo definitivo. <sup>3</sup> L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui e dalle rettifiche di valore delle disponibilità investite (non indicate nella tavola). L'avanzo 2011 è riportato tra le entrate 2012.

In particolare la spesa corrente 2012 di 115,9 milioni di euro è diminuita di 12,6 milioni rispetto all'omologo dato 2011, mentre la spesa in conto capitale è aumentata di 3,4 milioni di euro (da 1,4 a 4,8).

La considerevole riduzione della spesa corrente è dovuta essenzialmente al minor importo degli accantonamenti al *Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni* (passato da 17,8 a un milione di euro) e delle spese per acquisizione di beni di consumo e servizi; le spese per il personale sono cresciute (da 82 a 89,3 milioni di euro) soprattutto per le assunzioni di nuove unità nell'organico dell'Istituto. La spesa in conto capitale è ascrivibile, invece, agli interventi di adeguamento degli impianti e delle strutture dell'immobile con sede a Roma e ad acquisizioni d'*hardware* e *software*.

Le entrate complessive nel 2012 sono risultate (al netto dell'avanzo di amministrazione) pari a 120,2 milioni di euro, riferibili per lo 0,3 per cento al Fondo a carico dello Stato, per il 9,1 per cento a entrate diverse (essenzialmente interessi attivi e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari) e per il 90,6 per cento a entrate da contributi di vigilanza, riferite in maggioranza 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. 52).

**Tav. 52 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati**  
(milioni di euro)

|                   | Sim e<br>agenti di<br>cambio | banche | società di<br>revisione | promotori<br>di servizi<br>finanziari | organismi<br>di mercato <sup>3</sup> | emittenti | Oicr <sup>4</sup> | soggetti che<br>sollecitano<br>il pubblico<br>risparmio | altri | <i>totale<br/>entrate<br/>contributive</i> |
|-------------------|------------------------------|--------|-------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------|-----------|-------------------|---|-------|--|
| 2007 <sup>1</sup> | 1,0                          | 10,4   | 5,5                     | 12,9                                  | 4,8                                  | 13,1      | 8,3               | 16,3  | 2,8   | <i>75,1</i>                                |
| 2008 <sup>1</sup> | 1,1                          | 11,3   | 6,3                     | 11,7                                  | 4,7                                  | 12,7      | 7,1               | 18,4  | 1,7   | <i>75,0</i>                                |
| 2009 <sup>1</sup> | 1,3                          | 13,1   | 9,0                     | 5,0                                   | 5,4                                  | 14,7      | 8,6               | 29,1  | 1,6   | <i>87,8</i>                                |
| 2010 <sup>1</sup> | 1,6                          | 16,9   | 11,9                    | 5,5                                   | 5,7                                  | 19,8      | 10,7              | 34,8  | 2,0   | <i>108,9</i>                               |
| 2011 <sup>1</sup> | 1,7                          | 20,1   | 12,1                    | 5,2                                   | 5,7                                  | 23,1      | 11,5              | 34,7  | 2,5   | <i>116,6</i>                               |
| 2012 <sup>2</sup> | 1,4                          | 17,7   | 12,7                    | 4,9                                   | 5,7                                  | 23,5      | 10,4              | 30,5  | 2,1   | <i>108,9</i>                               |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Dati consuntivi. <sup>2</sup> Dati di preconsuntivo. <sup>3</sup> In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Tlx Spa (fino al 2008), Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa, Monte Titoli Spa e Organismo Promotori Finanziari (dal 2009). <sup>4</sup> Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

## 2 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Nel 2012, al fine di garantire una maggiore e più efficace interazione tra le unità organizzative dell'Istituto così come individuate nell'assetto, divenuto operativo a fine 2011, sono state istituite forme di coordinamento orizzontale (cosiddetti Organi di coordinamento operativo, Comitati e Tavoli).

Al fine di assicurare l'ordinata gestione dell'attività di vigilanza, evitare sovrapposizioni e duplicazioni nello svolgimento delle attività istituzionali e favorire lo scambio di informazioni, sono state istituite tre Aree funzionali, coordinate dal Direttore Generale, relative rispettivamente alla vigilanza sugli emittenti, ispettiva e

in materia di organizzazione e funzionamento delle sedi di negoziazione e relative società di gestione.

Sono stati inoltre introdotti appositi Tavoli di coordinamento delle attività, allo scopo di semplificare i processi amministrativi trasversali e favorire il dibattito interno su questioni tecnico-operative di importanza istituzionale. In particolare, i Tavoli afferenti all'attività di vigilanza e all'attività normativa sono finalizzati alla definizione delle posizioni istituzionali nelle competenti sedi UE negli organismi internazionali ed europei (IOSCO, OCSE, GAFI, FSB, WTO, ESMA) ai quali partecipa la Consob.

Nel corso del 2012 è stata effettuata una significativa riforma della Camera di Conciliazione e Arbitrato, con l'adozione, ad agosto 2012, del nuovo Regolamento di attuazione del d.lgs. 8 ottobre 2007, n. 179, che disciplina la Camera presso la Consob e le relative procedure. Presupposto di tale riforma è stata la qualificazione della Camera, in coerenza con un parere reso dal Consiglio di Stato, quale organo tecnico e strumentale della Consob, che svolge i compiti previsti dalle disposizioni di legge e di regolamento con autonomia funzionale. Ciò ha comportato la ridefinizione della Camera stessa quale organo interno all'Istituto e l'individuazione dei relativi componenti tra i dirigenti della Consob (si veda il successivo paragrafo 5).

### 3 La gestione delle risorse umane

Nel corso del 2012 l'Istituto, ispirandosi all'esigenza di contenimento dei costi, ha limitato le assunzioni ai casi di stretta necessità e ha parallelamente agito nella direzione di un rallentamento dei processi di avanzamento di carriera, avendo riguardo in particolare alla composizione anagrafica del personale, ai percorsi individuali di progressione e, più in generale, all'allungamento della vita lavorativa.

Più in dettaglio, nel corso del 2012 sono state assunte complessivamente 24 risorse (23 di ruolo e una a contratto) e sono cessati dal servizio 14 dipendenti (10 di ruolo e 4 a contratto). Inoltre l'Istituto si è avvalso di ulteriori 8 risorse, distaccate da altre Amministrazioni, una delle quali cessata dal servizio per raggiunti limiti di età. Pertanto, rispetto al 2011, l'organico dell'Istituto ha subito un incremento effettivo di 17 unità di personale, portando la dotazione complessiva a 627 dipendenti.

Le 23 assunzioni effettuate, previo espletamento di pubblici concorsi, hanno riguardato 22 coadiutori (21 con profilo giuridico e uno economico) e un vice assistente. L'assunzione a contratto ha riguardato una sola risorsa, con la qualifica di condirettore, alla quale è stato conferito l'incarico di Responsabile dell'Ufficio Attività Parlamentare e di Governo.

Nel corso dell'anno va segnalato, altresì, il rinnovo dei contratti di lavoro subordinato a tempo determinato riferiti a 37 risorse, equiparate a qualifiche della carriera direttiva.

Con riferimento al personale a contratto, a fine anno, è stata approvata in sede parlamentare una disposizione (art. 1, comma 166, della legge n. 228 del 24 dicembre 2012; cosiddetta legge di stabilità) che ha attribuito alla Consob la facoltà di procedere all'inquadramento in ruolo, entro 12 mesi, dei dipendenti a contratto in servizio alla data di entrata in vigore della legge, al fine di assicurare efficaci e continuativi livelli di vigilanza per la tutela degli investitori e la salvaguardia della trasparenza e correttezza del sistema finanziario (Tav. 53, Tav. 54).

**Tav. 53 Distribuzione del personale per qualifica e unità organizzativa<sup>1</sup>**

| unità organizzativa   | dirigenti | funzionari | impiegati  | altro <sup>2</sup> | totale     |
|---|-----------|------------|------------|--------------------|------------|
| Direzione Generale  | 3         | 3          | 10         | 4                  | 20         |
| Segretario Generale   | 3         | 0          | 2          | 0                  | 5          |
| Avvocato Generale   | 1         | 0          | 0          | 0                  | 1          |
| Consulenza Legale   | 5         | 20         | 11         | 1                  | 37         |
| Uffici non coordinati nell'ambito di Divisioni <sup>3</sup> | 9         | 30         | 39         | 5                  | 83         |
| <b>Divisioni</b>  |           |            |            |                    |            |
| Informazione emittenti                                      | 4         | 22         | 15         | 1                  | 42         |
| Corporate governance  | 6         | 24         | 20         | 1                  | 51         |
| Mercati   | 9         | 41         | 36         | 1                  | 87         |
| Intermediari  | 4         | 34         | 42         | 0                  | 80         |
| Ispettorato   | 3         | 24         | 16         | 0                  | 43         |
| Studi   | 3         | 14         | 18         | 0                  | 35         |
| Amministrazione   | 11        | 33         | 52         | 11                 | 107        |
| Strategie regolamentari                                     | 3         | 5          | 8          | 0                  | 16         |
| Tutela del consumatore                                      | 5         | 5          | 9          | 1                  | 20         |
| <i>totale Divisioni</i>                                     | <i>48</i> | <i>202</i> | <i>216</i> | <i>15</i>          | <i>481</i> |
| <b>TOTALE</b>   | <b>69</b> | <b>255</b> | <b>278</b> | <b>25</b>          | <b>627</b> |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Dati al 31 dicembre 2012. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. <sup>2</sup> La voce 'Altro' comprende il personale della carriera dei servizi generali. <sup>3</sup> Uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

A seguito di un accordo sottoscritto con le Organizzazioni Sindacali, nel 2012 è stata avviata una fase di sperimentazione del telelavoro, la cui definizione verrà regolata dall'Istituto nel 2013, alla quale hanno aderito tre risorse in servizio presso unità organizzative di vigilanza e di supporto amministrativo.

Per quanto riguarda la formazione, nel corso dell'anno, a fronte di una sostanziale stabilità della spesa formativa rispetto all'anno precedente (circa 400 mila euro), si è evidenziato un sensibile aumento delle ore di formazione complessivamente erogate. Tale risultato è stato conseguito a seguito dell'incremento dell'offerta formativa interna che ha consentito di ridurre significativamente i costi.

La valorizzazione delle iniziative *in house*, rispetto alle attività formative esterne, ha consentito al personale dell'Istituto di avvalersi di contributi formativi

autorevoli da parte di docenti ed esperti di settore provenienti da prestigiose strutture nazionali e internazionali. Sono stati organizzati, infatti, numerosi seminari e corsi interni nel corso dei quali sono stati trattati temi di carattere tecnico-normativo e sono stati svolti approfondimenti su materie istituzionalmente rilevanti, oltre ai temi legati all'innovazione tecnologica e informativa.

**Tav. 54 Il personale<sup>1</sup>**

|      | dipendenti di ruolo |                    |                               | totale | dipendenti a tempo determinato | totale |
|------|---------------------|--------------------|-------------------------------|--------|--------------------------------|--------|
|      | carriera direttiva  | carriera operativa | carriera dei servizi generali |        |                                |        |
| 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    |
| 2012 | 278                 | 276                | 21                            | 575    | 52                             | 627    |

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Dati al 31 dicembre.

## 4 I sistemi informativi

Nel corso del 2012 è arrivata a conclusione l'ottimizzazione delle attività e il contenimento dei costi dell'*Information and Communication Technology* (ICT), secondo quanto stabilito dal Piano strategico 2010-2012.

I sistemi informativi sono stati interessati da un processo teso a potenziare il recepimento dell'innovazione tecnologica e la qualità dei servizi erogati. Nell'ambito di tale processo si colloca un'iniziativa volta a favorire e consolidare il processo di dematerializzazione dei flussi documentali interni dell'Istituto nonché degli scambi informativi e documentali con l'esterno, il cosiddetto progetto Demaco (Dematerializzazione Atti e procedimenti Consob).

A tal fine è stato realizzato uno studio di fattibilità sulla base del quale sono state pianificate le fasi di realizzazione del progetto, avviato a fine 2012 per la parte relativa al protocollo e all'archivio. Un elemento importante dell'iniziativa è stato l'accordo concluso con la Banca d'Italia per il riuso di applicazioni *software* relative al medesimo progetto, che consentirà ai soggetti sottoposti a comune vigilanza di disporre di un'unica piattaforma tecnologica per l'espletamento di analoghi obblighi di comunicazione.

Le attività di sviluppo del *software* hanno riguardato l'avvio di sistemi per l'acquisizione in forma dematerializzata dei prospetti informativi relativi a operazioni di mercato (Siproem), per il deposito telematico dei prospetti di offerta approvati dalla Consob e l'acquisizione telematica delle dichiarazioni sulle posizioni nette corte (*short selling*).

Sono state altresì realizzate applicazioni funzionali: per l'acquisizione e gestione delle comunicazioni in materia di Titoli di Risparmio per l'Economia Meridionale (Sud Bond); l'acquisizione telematica dei dati trimestrali relativi ai prodotti finanziari diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari, che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni offerte sulla base di prospetti informativi approvati dalla Consob; l'acquisizione telematica dei *final terms* dagli emittenti esteri che offrono in Italia strumenti finanziari non *equity*; il deposito telematico della documentazione d'offerta degli Oicr; l'acquisizione telematica dei dati per il calcolo dei contributi di vigilanza dovuti da Sgr, Sicav e Oicr.

Nel corso del 2012, inoltre, è stato ultimato il sistema di *financial intelligence*, attraverso la realizzazione di cruscotti interattivi (*dashboard*) basati su banche dati informative e finanziarie; sono stati effettuati interventi funzionali sui sistemi di Teleraccolta per l'acquisizione dei flussi di vigilanza da parte di emittenti e intermediari; è stato adeguato il sistema informativo in materia di organi sociali (Sios), a seguito delle semplificazioni ed evoluzioni del quadro normativo di riferimento sia per quanto concerne gli adempimenti dei componenti i collegi sindacali (Saivic), sia per gli adempimenti correlati alle cosiddette quote di genere nelle società emittenti (Saiveq). Infine, è stato ampliato il sistema di reportistica di supporto alla vigilanza, anche attraverso strumenti di *business intelligence* e in conseguenza dell'introduzione di un nuovo sistema di gestione degli esposti, ed è stato adeguato il sistema di acquisizione dei flussi informativi rivenienti dai sistemi di negoziazione a seguito dell'introduzione della nuova piattaforma MIT di Borsa Italiana.

Nell'ambito delle attività di cooperazione con altre autorità è stato realizzato l'apposito Sistema per la notifica e la segnalazione all'ESMA delle posizioni nette corte, nonché il sistema di interscambio dati con Banca d'Italia e Isvap, ora Ivass, per l'applicazione dell'art. 36 del d.l. 'Salva Italia' (cosiddetto divieto di *interlocking*).

Nel corso dell'anno si è conclusa l'attività di potenziamento e consolidamento degli apparati riguardanti le architetture e le infrastrutture ICT della Consob.

Gli interventi, oltre che funzionali al miglioramento e all'ottimizzazione delle infrastrutture, hanno riguardato il rinnovo degli apparati di *storage* e l'adozione di *server* virtualizzati negli ambienti di produzione, sviluppo e certificazione.

In materia di sicurezza informatica, le attività dell'Istituto sono state riservate all'integrazione e al potenziamento sia delle tecnologie sia dei processi di protezione dalle minacce informatiche.

È stata rilevante l'acquisizione di tecniche specifiche che hanno completato il piano triennale di approvvigionamento per il consolidamento della sicurezza dell'informazione; è stata migliorata così la capacità dell'Istituto di prevenire e contrastare attacchi informatici, tentativi di intrusione e, in generale, abusi a carico del patrimonio informativo della Consob.

In materia di processi di sicurezza informatica, si è ulteriormente consolidato il sistema per la protezione dell'informazione, denominato ISMS (*Information Security Management System*); tale modello definisce le *best practices* e gli standard di riferimento del settore della sicurezza informatica e consente all'Istituto di dotarsi di un processo continuo e sistematico per la rilevazione di abusi e attacchi informatici, oltre che di esposizione al rischio.

## 5 Le relazioni con l'esterno e l'attività di *investor education*

Nel corso del 2012 la Consob ha proseguito l'attività di relazioni con il pubblico e 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 da parte di operatori, risparmiatori e ricercatori (Tav. 55).

**Tav. 55 Accessi alle pagine del sito internet**  
(migliaia di accessi)

| pagine                                  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Home Page (Novità)                      | 2.130 | 1.803 | 1.873 | 1.819 | 1.275 | 1.305 |
| Per i risparmiatori                     | 344   | 188   | 173   | 193   | 199   | 180   |
| Per i soggetti vigilati                 | 367   | 510   | 309   | 388   | 322   | 340   |
| Per i giornalisti <sup>1</sup>          | –     | 12    | 12    | 12    | 5     | 6     |
| La Consob                               | 847   | 1.127 | 1.454 | 1.254 | 1.154 | 1.160 |
| Emittenti                               | 2.791 | 2.879 | 3.679 | 3.275 | 3.177 | 3.119 |
| Intermediari e mercati                  | 1.691 | 1.436 | 1.020 | 1.121 | 1.090 | 1.088 |
| Decisioni della Consob/Bollettino       | 696   | 734   | 968   | 935   | 977   | 982   |
| Regolamentazione                        | 2.117 | 2.395 | 1.906 | 2.127 | 2.065 | 2.100 |
| Pubblicazioni e comunicati <sup>2</sup> | 750   | –     | –     | –     | 191   | 188   |
| Altri siti                              | 10    | 9     | 209   | 9     | 4     | 4     |
| Motore di ricerca unico                 | 313   | 256   | 209   | 196   | 116   | 112   |
| Aiuto e mappa del sito                  | 26    | 58    | 15    | 16    | 9     | 10    |
| Area interattiva <sup>4</sup>           | –     | –     | 44    | 97    | 51    | 54    |
| Versione in lingua inglese              | 297   | 274   | 845   | 290   | 322   | 340   |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> I dati relativi ai giornalisti fino al 2007 sono stati inclusi nella voce Home Page. <sup>2</sup> Nell'anno 2008 i dati sono stati inseriti nella voce La Consob. <sup>3</sup> Il dato relativo al 2008 (disponibili a partire dal mese di ottobre) si riferisce agli accessi al Sistema Automatico Integrato di Vigilanza e Albo Promotori finanziari (Saivap) e al Sistema Automatico Integrato di Vigilanza Incarichi di Controllo (Saivic); da giugno 2009 e da ottobre 2009 il dato include gli accessi, rispettivamente, al Sistema Integrato per l'Esterno (Sipe) e al Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sulle Assicurazioni (Saivia). <sup>4</sup> I dati sono disponibili a partire da giugno 2009, data in cui è stata pubblicata la nuova area interattiva.



Sono pervenute alla Consob oltre 1.700 richieste di assistenza nonché segnalazioni su vicende riguardanti operazioni societarie e del mercato da parte del pubblico e dei risparmiatori; 1.349 avvisi sono stati inviati attraverso il Sistema Integrato per l'Esterno (Sipe) e l'apposito modulo ivi pubblicato; numerose sono state anche le richieste di chiarimenti, dati e informazioni pervenute telefonicamente nel corso dell'anno (Tav. 56).

**Tav. 56 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> |
| 2007 | 185                                   | 1.463                                    | <i>1.648</i>  | 50                                 | 470                                    | 995                 | 133   | <i>1.648</i>  |
| 2008 | 193                                   | 2.545                                    | <i>2.738</i>  | 60                                 | 900                                    | 1.675               | 103   | <i>2.738</i>  |
| 2009 | 175                                   | 2.640                                    | <i>2.715</i>  | 80                                 | 1.100                                  | 1.470               | 65    | <i>2.715</i>  |
| 2010 | 308                                   | 1.291                                    | <i>1.599</i>  | 178                                | 264                                    | 763                 | 394   | <i>1.599</i>  |
| 2011 | 315                                   | 1.385                                    | <i>1.700</i>  | 188                                | 270                                    | 792                 | 450   | <i>1.700</i>  |
| 2012 | 321                                   | 1.394                                    | <i>1.715</i>  | 183                                | 275                                    | 801                 | 456   | <i>1.715</i>  |

Fonte: Consob.

La Consob continua a prestare particolare attenzione alle segnalazioni e agli esposti presentati dai risparmiatori e all'attività di educazione finanziaria.

Nel corso dell'anno sono stati organizzati incontri con studenti di scuole e università per illustrare le attività istituzionali e il funzionamento dei mercati, acquisendo così indicazioni in merito alle aspettative e ai bisogni informativi del pubblico dei risparmiatori

In merito alla riforma della Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob, si evidenziano le modifiche regolamentari riguardanti i requisiti di professionalità previsti per l'iscrizione nell'elenco dei conciliatori, la riformulazione dei criteri di nomina dei conciliatori e degli arbitri e l'istituzione di un apposito Comitato consultivo, formato da rappresentanti delle associazioni, con l'obiettivo di mantenere un costante raccordo con le associazioni di categoria degli utenti e degli intermediari. Per ulteriori dettagli si veda il paragrafo 3 del capitolo VI *'L'attività regolamentare'*.

In sede di prima applicazione delle nuove disposizioni, i conciliatori e gli arbitri, già iscritti negli elenchi previsti con delibera 16763/2008, risultano gli stessi presenti negli elenchi definiti dal nuovo regolamento ove in possesso dei requisiti richiesti; conseguentemente a dicembre 2012 risultano iscritti nelle liste 1677 conciliatori e 1152 arbitri.

Nel corso dell'anno è stato introdotto il Manuale delle procedure di pianificazione dell'Istituto, con l'obiettivo di definire un processo unico e integrato di pianificazione strategica, operativa e finanziaria delle attività.

La procedura intende assicurare l'ordinato svolgimento del processo di pianificazione garantendone omogeneità di metodo, coerenza di contenuti e sincronia temporale, al fine di consentire alla Commissione di disporre di un quadro completo delle attività programmate in relazione agli obiettivi pianificati e ai relativi effetti in termini gestionali ed economico-finanziari.

Il processo di pianificazione si articola su tre livelli relativi alla pianificazione strategica, gestionale e operativa. In particolare il Piano strategico triennale indirizza le attività di vigilanza dell'Istituto secondo una logica cosiddetta *risk-based*; l'attualità degli indirizzi forniti viene sottoposta a verifica con cadenza annuale. Il piano gestionale pluriennale valuta i fabbisogni di risorse umane e tecniche, sul piano quantitativo e qualitativo, indispensabili ad assicurare nel tempo uno standard elevato della qualità dei 'servizi' resi dall'Istituto; esso definisce le esigenze di cambiamento dei processi organizzativi interni e le modalità di massima della loro attuazione e individua gli interventi necessari per adeguare la capacità operativa dell'Istituto agli obiettivi fissati nel Piano strategico. I piani operativi annuali, infine, determinano gli obiettivi e le conseguenti attività delle unità organizzative dell'Istituto, declinando la pianificazione strategica su base annuale; la loro definizione è un processo articolato in più fasi che coinvolge tutte le unità arrivando a una programmazione integrata e condivisa delle attività da svolgere.

## 6 La cooperazione internazionale

Nel 2012 la Consob ha proseguito l'attività di scambio di informazioni con le autorità di vigilanza di Stati membri dell'Unione Europea e di paesi terzi (Tav. 57).

L'Istituto ha inoltrato complessivamente 142 richieste di informazioni ad autorità estere (a fronte di 95 nel 2011) e ne ha ricevute 70 da altre autorità di vigilanza (85 nell'anno precedente) che hanno riguardato soprattutto casi di verifica di onorabilità e professionalità.

Nel corso dell'anno si è proceduto alla revisione del *Memorandum of Understanding* sottoscritto tra Consob, Banca d'Italia e le competenti autorità francesi in relazione alla cooperazione, in materia di servizi di compensazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari, tra la Cassa di Compensazione e Garanzia, controllata da Consob e Banca d'Italia, e la LCH. Clearnet SA, sulla quale vigilano la *Banque de France*, l'*Autorité de Contrôle Prudentiel (Acp)* e l'*Autorité des Marchés Financiers (Amf)*.

**Tav. 57 Scambio di informazioni fra Consob e autorità di vigilanza estere**

| oggetto   | 2007      | 2008       | 2009      | 2010      | 2011      | 2012       |
|---|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| <b>Richieste di informazioni ad autorità estere</b>                                   |           |            |           |           |           |            |
| abuso di informazione privilegiata  | 18        | 25         | 23        | 20        | 27        | 16         |
| manipolazione dei prezzi di valori mobiliari  | 9         | 27         | 14        | 23        | 18        | 14         |
| sollecitazione e attività di intermediazione abusive                                  | 1         | 2          | 3         | 10        | 14        | 33         |
| trasparenza e informativa societaria  | 1         | 2          | 1         | 8         | --        | --         |
| partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati | 3         | 2          | 2         | 9         | 5         | 1          |
| requisiti di onorabilità e professionalità  | 9         | --         | --        | --        | 1         | 1          |
| violazione regole di condotta   | --        | --         | 3         | 3         | 1         | 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        | 67         |
| segnalazioni operazioni sospette  | --        | 1          | 6         | 9         | 5         | 9          |
| <i>totale</i>   | <b>41</b> | <b>113</b> | <b>61</b> | <b>91</b> | <b>95</b> | <b>142</b> |
| <b>Richieste di informazioni da autorità estere</b>                                   |           |            |           |           |           |            |
| abuso di informazione privilegiata  | 18        | 18         | 5         | 9         | 11        | 9          |
| manipolazione dei prezzi di valori mobiliari  | 2         | 3          | 2         | 4         | 5         | 5          |
| sollecitazione e attività di intermediazione abusive                                  | 3         | 2          | 8         | 6         | 4         | 2          |
| trasparenza e informativa societaria  | --        | 1          | 1         | 2         | 3         | --         |
| partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati | 1         | 1          | --        | 1         | 1         | --         |
| requisiti di onorabilità e professionalità  | 37        | 18         | 36        | 41        | 50        | 30         |
| violazione regole di condotta   | 3         | 2          | 2         | 5         | --        | 1          |
| <i>transaction reporting</i> ex art. 25 Mifid   | --        | 1          | --        | --        | --        | --         |
| vendite allo scoperto   | --        | --         | --        | --        | --        | --         |
| richieste dirette a <i>remote member</i> ex art. 57 Mifid                             | --        | --         | --        | 1         | --        | 1          |
| segnalazioni operazioni sospette  | --        | 2          | 5         | 8         | 11        | 22         |
| <i>totale</i>   | <b>64</b> | <b>48</b>  | <b>59</b> | <b>77</b> | <b>85</b> | <b>70</b>  |

Fonte: Consob.

Nel 2012 sono stati organizzati presso l'Istituto incontri bilaterali con delegazioni di diversi paesi terzi.

In particolare a marzo 2012 si segnalano incontri di studio con una delegazione della *National Commission of Financial Market* della Repubblica Moldova, aventi ad oggetto l'approfondimento degli standard previsti dalle principali direttive comunitarie in materia di servizi di investimento e il funzionamento dei mercati organizzati e del *post trading* in Italia. Le *study visits* si inquadrano nell'ambito dell'accordo bilaterale in materia di assistenza tecnica sottoscritto tra la Consob e l'Autorità moldava nel 2005.

La Consob ha fornito assistenza tecnica alla competente Autorità di vigilanza dell'Azerbaijan, essendo stata sede, nel mese di febbraio, di un incontro in materia di offerte pubbliche nell'ambito di un programma di assistenza tecnica e scambio di informazioni.

## 7 L'attività nell'ambito di organismi internazionali

Nel 2012 la Consob ha partecipato al *Transitional Board*, al Comitato dei Presidenti e al Comitato Regionale Europeo della IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) e ha fatto parte dei relativi comitati permanenti, gruppi di lavoro e *Task Force*.

Il *Transitional Board* della IOSCO, costituito nel 2012, ha assunto le funzioni di *Technical Committee*, *Executive Committee* e *Emerging Markets Committee Advisory Board*. L'istituzione del *Board* si inserisce in un ampio processo di revisione della struttura di *governance* e delle direttive strategiche dell'Organizzazione.

È proseguita, altresì, la partecipazione dell'Istituto ai Comitati permanenti della IOSCO in tema di profili contabili, revisione e trasparenza (*Standing Committee 1*), mercati secondari (*Standing Committee 2*) e organismi di investimento collettivo (*Standing Committee 5*).

Tra i vari lavori dello *Standing Committee 1* si segnala la pubblicazione nel mese di novembre del rapporto conclusivo sui principi di trasparenza *ongoing* per le *asset-backed securities*, finalizzati a rafforzare la protezione degli investitori. Tra i principi in questione è prevista la *disclosure* di informazioni aggiornate sulle ABS, in un formato che ne faciliti l'analisi da parte degli investitori e con frequenza e tempestività sufficiente a garantirne l'utilizzo. Il gruppo ha lavorato, tra l'altro, anche all'interpretazione e all'*enforcement* dei principi IFRS.

Lo *Standing Committee 2* ha approfondito le tematiche connesse allo sviluppo tecnologico, per salvaguardare l'integrità dei mercati finanziari e promuovere un'efficace supervisione, e alla modifica della struttura del mercato. Nel mese di luglio, è stato oggetto di consultazione un documento elaborato in cooperazione con il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento della *Bank for International Settlements*, in materia di procedure di risanamento e risoluzione delle infrastrutture di mercato e in relazione alle raccomandazioni del *Financial Stability Board* e del G20 per la prevenzione del rischio sistemico.

Nel mese di ottobre è stato pubblicato il rapporto finale dello *Standing Committee 5* contenente raccomandazioni di *policy* in materia di fondi monetari, in relazione agli investimenti, alla gestione della liquidità, ai rating e alle informazioni da fornire ai clienti. Tra le aree di lavoro del Comitato, si segnala la pubblicazione di tre documenti di consultazione, relativi rispettivamente a principi di valutazione degli schemi di investimento collettivo (CIS), di gestione del rischio di liquidità per tali schemi e di regolamentazione degli ETFs, organizzati come CIS, per la tutela degli investitori e il buon funzionamento del mercato.

Di particolare rilievo è stata la partecipazione della Consob al Comitato permanente della IOSCO in materia di intermediari (*Standing Committee 3*). L'Istituto ha presieduto il gruppo di lavoro che ha elaborato nuovi principi in materia di *suitability* nella distribuzione di prodotti finanziari complessi nei confronti di clienti al dettaglio e professionali.

Nel rapporto finale, pubblicato a gennaio 2013, sono stabiliti i principi relativi alla distribuzione di prodotti finanziari complessi. Tale documento definisce la classificazione e gli obblighi di informazione nei confronti dei clienti, i doveri generali dell'intermediario, i meccanismi di tutela dei clienti in occasione della vendita di prodotti finanziari complessi; nel caso di prestazione di servizi di gestione individuale o consulenza, il rapporto stabilisce i requisiti di *suitability* a protezione del cliente qualora l'intermediario raccomandi l'acquisto di prodotti finanziari complessi, la funzione di *compliance* e sviluppo di procedure interne che supportino l'osservanza dei requisiti di *suitability*, gli incentivi e l'attività di *enforcement* da parte delle autorità di vigilanza.

L'Istituto ha collaborato, altresì, ai lavori dei gruppi dello *Standing Committee 4* e *Screening Group* che si occupano di cooperazione internazionale e valutazione delle istanze presentate dalle autorità di vigilanza per divenire firmatarie dello IOSCO MMoU (*Multilateral Memorandum of Understanding*).

L'attività dello *Screening Group* ha dato una sensibile accelerazione, a seguito della risoluzione del Comitato dei Presidenti di giugno 2010, affinché tutti i membri, ordinari e associati della IOSCO, diventassero, entro il 1° gennaio 2013, pieni firmatari dell'accordo multilaterale in tema di cooperazione e scambio di informazioni, analizzando le misure necessarie per incoraggiare i membri alla firma; tali indicazioni saranno sottoposte all'approvazione del *Board* a maggio 2013. Lo *Screening Group* ha altresì lavorato alla preparazione di una *watch list* di membri IOSCO che non sono divenuti pieni firmatari dell'accordo. L'elenco contiene 93 adesioni che rappresentano circa il 95 per cento dei mercati finanziari globali, e 30 relative a membri non ancora firmatari.

Lo *Standing Committee 4* ha favorito il dialogo continuo con le giurisdizioni che pongono ostacoli allo scambio di informazioni tra autorità competenti al fine di promuovere l'adesione agli standard di cooperazione IOSCO. Il gruppo ha inoltre contribuito all'istituzione di un *legislation forum*, sul sito istituzionale della IOSCO, contenente esempi di poteri a disposizione delle autorità membri del gruppo; il Comitato ha inoltre effettuato un'analisi dei poteri di regolamentazione, indagine e sanzioni spettanti ai membri del gruppo in merito ai processi di definizione dei *benchmarks*.

La Consob ha partecipato all'*Assessment Committee*, nuovo Comitato istituito a febbraio 2012 nell'ambito del processo di *Strategic Direction Review* della IOSCO, che si è proposto di assicurare la piena e coerente applicazione dei principi e degli standard da parte dei membri aderenti all'Organizzazione.

Tra le principali attività del Comitato rientrano le *'country reviews'*, per le giurisdizioni non sottoposte al FSAP (*Financial Services Action Plan*) del Fondo Monetario Internazionale o della Banca Mondiale e le *'thematic review'* relative all'implementazione di specifici principi o standard. Nel corso dell'anno l'*Assessment Committee* ha lavorato alla prima *thematic review* in merito al principio IOSCO relativo al rischio sistemico.

La Commissione, unitamente all'Autorità britannica FSA, ha presieduto la *Task Force on Unregulated Financial Entities*, impegnata, nell'ambito delle raccomandazioni del G20 e del FSB, a rafforzare la vigilanza e la regolamentazione del sistema di *shadow banking*, inclusi i fondi *hedge*.

Nel mese di settembre la *Task Force* ha condotto una *survey* per acquisire una serie di informazioni dai maggiori *hedge funds* rilevanti ai fini della valutazione dei rischi sistemici potenziali dei fondi speculativi, attraverso il monitoraggio di fattori come la dimensione, l'interconnessione e la sostituibilità. I dati richiesti includono informazioni in materia di performance, *trading* e *clearing*, rischi di *leverage* e di controparte.

La *Task Force* ha lavorato, inoltre, allo sviluppo di metodologie per l'identificazione degli *hedge funds (non-banks SIFI's)* di importanza sistemica. L'attività è stata svolta insieme al gruppo di lavoro dedicato allo *shadow banking*, in seno al *Financial Stability Board*, che ha il compito di prestabilire, in collaborazione con la IOSCO, metodologie per l'identificazione delle istituzioni finanziarie non bancarie di rilevanza sistemica a livello globale (*non-bank G-SIFIs*). All'interno della IOSCO, il lavoro è stato condotto con lo *Standing Committee 3* e lo *Standing Committee 5* impegnati rispettivamente nella preparazione di una metodologia in materia di intermediari e di organismi di investimento collettivo del risparmio aventi rilevanza sistemica.

Nel 2012 l'Istituto ha preso parte ai lavori della *Task Force su Unregulated Markets and Products* che, su richiesta del FSB, ha monitorato (*stock-taking exercise*) alcuni aspetti delle operazioni di cartolarizzazione e emanato raccomandazioni di *policy*.

Il rapporto finale, pubblicato nel mese di novembre, contiene raccomandazioni volte ad assicurare che gli investitori ricevano informazioni adeguate per valutare la struttura delle operazioni di cartolarizzazione e i rischi sottostanti, che abbiano un modello di dati (*modelling tools*) che consenta di condurre un'analisi dei flussi (*cash flow analyses*) nel periodo di durata dell'operazione e ottengano informazioni necessarie ad analizzare il profilo di rischio/rendimento del prodotto offerto dalle agenzie di rating. Nel rapporto si identificano inoltre alcune aree che necessitano di ulteriori valutazioni o lavori, tra cui il trattamento prudenziale dei prodotti, le problematiche contabili e l'avvio a una maggiore standardizzazione per aumentare la liquidità nei mercati secondari.

La Consob ha partecipato ai lavori della *Task Force sui Financial Markets Benchmarks*, istituita nel settembre 2012 a seguito delle vicende relative ai principali *benchmark*, Libor e Euribor, allo scopo di restituire

fiducia all'uso di *benchmark* nei mercati finanziari globali e prevenire fenomeni di manipolazione.

Il gruppo ha lavorato alla redazione di un documento di consultazione contenente proposte di possibili linee guida e principi di *policy* per far fronte alle problematiche e alla definizione relative ai *benchmark*. Le tematiche affrontate riguardano i meccanismi di vigilanza, la definizione delle metodologie di calcolo, i presidi di *governance* e la trasparenza.

Nel corso dell'anno la *Task Force*, costituita allo scopo di elaborare un approccio comune per il mercato Otc dei derivati, scarsamente vigilato e regolato, ha pubblicato con la partecipazione della Consob un documento che formula *standard* internazionali al fine di realizzare la riforma del sistema finanziario del mercato dei strumenti derivati, indicata dal G20 nel 2009.

Tali raccomandazioni dettano standard che riguardano la registrazione/autorizzazione dei soggetti operanti sui derivati Otc, i requisiti di capitale e altri requisiti prudenziali, regole di condotta, vigilanza e obblighi di tenuta delle registrazioni.

In ambito IOSCO, lo *Standing Committee on Risk and Research* si occupa invece del monitoraggio e della valutazione di proposte per identificare e mitigare il rischio sistemico, con riguardo anche agli indicatori di rischio, al perimetro della regolamentazione, al fenomeno dello *shadow banking* e alle SIFIs (*Systemically Important Financial institution*).

La Consob ha inoltre preso parte ai lavori del *Financial Stability Board* che ha assunto un ruolo centrale nella verifica dell'attuazione delle raccomandazioni del G20 in materia di derivati Otc e ha provveduto, nel 2012, alla pubblicazione di documenti di consultazione al fine di pervenire a una migliore regolamentazione dello *shadow banking* ovvero delle attività creditizie non bancarie.

L'Istituto ha presieduto altresì lo *Steering Group on Corporate Governance*, che coordina e guida i lavori dell'OCSE in materia di *corporate governance*, incluse le problematiche connesse alla privatizzazione e alle procedure di insolvenza, e ha partecipato ai lavori del *Joint Forum* e dell'EGAOB (*European Group of Auditors' Oversight Bodies*).

Il Joint Forum è un gruppo composto dai rappresentanti delle autorità di vigilanza del settore bancario, finanziario e assicurativo per l'approfondimento di tematiche di comune interesse, compresa la vigilanza sui conglomerati finanziari e le regole di *point of sale disclosure*.

Nel 2012, infine, la Consob ha preso parte ai lavori svolti dai comitati permanenti, gruppi di lavoro e *Task Force* istituiti in ambito ESMA (si veda il capitolo VI '*Il quadro normativo comunitario*').





# Note metodologiche



# 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. 59, 60, 61, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 70

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): Eni (Snam, *ex Snam Rete Gas*, Saipem), Enel (Enel GreenPower, dal 2010; dal 2005 viene considerata a parte Terna che non è più consolidata in Enel), 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), Tenaris (fino al 2000 i dati sono riferiti a Dalmine, revocata dalla quotazione nel 2003), Edison, Italmobiliare (Italcementi), Edizione (consolida Autogrill, Benetton Group, incorporata nel 2012, e dal 2007 Atlantia, *ex Autostrade*, considerata a parte fino al 2006), Finmeccanica (Ansaldo STS), Fininvest (Mondadori, Mediaset), Luxottica, A2A (*ex Aem*), Buzzi Unicem, Cofide (Cir, L'Espresso, Sogefi), Pirelli & C., Caltagirone (Cementir Holding, Vianini Industria, Vianini Lavori e, a partire dal 2004, Caltagirone Editore), Erg, Aurelia (Autostrada TO-MI, Sias), Davide Campari, Acea, Impregilo, Rcs MediaGroup (Dada), Indesit Company (*ex Merloni*), Intek Group (*ex Gim* fino al 2006 e successivamente, a seguito di operazioni di fusione e incorporazione, *Intek* dal 2007 al 2011 e KME Group, *ex Smi* dal 2012; consolida ErgyCapital dal 2008). 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). Gli indici settoriali rappresentano valori medi calcolati aggregando le voci di bilancio delle singole società.

## Fig. 73, 74, 75, 76, 79, 80, 82

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari europei: (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Landesbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis, Credit Industriel et Commercial, BBVA, Santander, Bankia (dal 2011), Caixa Bank, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland. I dati di conto economico relativi al 30 giugno e al 30 settembre sono annualizzati.

## Figg. 100, 101, 102, 103, 104, 105

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. 101

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.

## Tavv. 8, 9, 10

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.

## Fig. 121

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. 30, 31, 32 Fig. 125

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.

#### Figg. 129, 130, 131, 134, 135, 136, Tav. 40

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. 130

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. 136

Nella categoria delle sofferenze vengono classificati tutti i crediti nei confronti di soggetti in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) o in situazioni equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dalla banca e dall'esistenza di eventuali garanzie (reali o personali) poste a presidio delle esposizioni. Gli incagli, invece, sono costituiti dalle esposizioni nei confronti di soggetti in temporanea situazione di obiettiva difficoltà, che si prevede possa essere rimossa in un congruo periodo di tempo. I crediti ristrutturati sono crediti che continuano a produrre flussi di cassa in entrata per la banca, poiché sono costituiti da quelle esposizioni per le quali la banca ha concesso modifiche delle originarie condizioni contrattuali per permettere al debitore di onorare il pagamento del capitale e degli interessi, sebbene tale ristrutturazione abbia dato luogo a una perdita. Infine, i crediti scaduti sono tutti quelli diversi dai precedenti che risultino scaduti da più di 90 giorni alla data dell'iscrizione in bilancio.

### Tav. 54

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<sup>a</sup>, funzionario di 2<sup>a</sup>. 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

|     |   |    |
|-----|---|----|
| 1   | La crisi dell'Area euro, la risposta delle istituzioni e le prospettive | 5  |
| 1.1 | L'evoluzione della crisi e i riflessi sui mercati finanziari            | 5  |
| 1.2 | L'impatto sull'economia reale   | 6  |
| 1.3 | La risposta delle istituzioni   | 8  |
| 1.4 | Le prospettive  | 9  |
| 2   | L'evoluzione del quadro normativo europeo                               | 10 |
| 3   | Le iniziative per il rilancio del mercato azionario italiano            | 16 |

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

|     |  |    |
|-----|--|----|
| 1   | La vigilanza sull'informativa finanziaria  | 18 |
| 2   | I controlli sulla <i>governance</i> e gli assetti proprietari delle imprese                | 18 |
| 3   | La vigilanza sulle società di revisione  | 23 |
| 4   | La vigilanza sui mercati   | 24 |
| 4.1 | L'ordinato svolgimento delle negoziazioni  | 24 |
| 4.2 | L'integrità informativa del mercato  | 25 |
| 5   | La vigilanza sulla prestazione di servizi di investimento e sui prodotti <i>non equity</i> | 27 |
| 6   | La vigilanza sulla gestione collettiva del risparmio                                       | 29 |
| 7   | L'attività di <i>enforcement</i>   | 30 |
| 8   | Ipotesi di revisione del regime sanzionatorio  | 30 |

### III L'attività regolamentare

|   |   |    |
|---|---|----|
| 1 | Il recepimento delle direttive europee e altri interventi in attuazione del Tuf | 34 |
| 2 | La semplificazione dei regolamenti dell'Istituto                                | 36 |
| 3 | I processi di regolazione e gli strumenti di <i>better regulation</i>           | 37 |

## **IV Le linee di indirizzo per il 2013**

|     |   |    |
|-----|---|----|
| 1   | Gli obiettivi operativi   | 40 |
| 1.1 | La vigilanza sugli emittenti e i controlli sulle società di revisione | 40 |
| 1.2 | La vigilanza sugli intermediari e sulle Sgr                           | 43 |
| 1.3 | La vigilanza sui mercati  | 45 |
| 2   | L'assetto organizzativo e funzionale interno                          | 46 |
| 3   | La gestione finanziaria e il finanziamento della Consob               | 47 |

## **B L'evoluzione del quadro di riferimento**

### **I Il quadro macroeconomico**

|   |   |    |
|---|---|----|
| 1 | La crisi del debito sovrano nell'Area euro                        | 53 |
| 2 | La finanza pubblica   | 61 |
| 3 | L'attività economica  | 64 |
| 4 | La politica monetaria e l'integrazione finanziaria nell'Area euro | 70 |
| 5 | Il mercato dei cambi e la bilancia dei pagamenti                  | 74 |

### **II I mercati**

|   |  |    |
|---|--|----|
| 1 | Il mercato azionario                                 | 82 |
| 2 | Il mercato degli strumenti finanziari derivati       | 92 |
| 3 | Il mercato obbligazionario e delle cartolarizzazioni | 97 |

### **III Le società non finanziarie**

|   |  |     |
|---|--|-----|
| 1 | La rilevanza del settore industriale nell'economia               | 102 |
| 2 | I ricavi e la redditività delle imprese quotate                  | 103 |
| 3 | La struttura e la sostenibilità del debito delle imprese quotate | 106 |

### **IV Le società finanziarie**

|   |   |     |
|---|---|-----|
| 1 | La rilevanza del settore bancario nell'economia               | 115 |
| 2 | La redditività e la patrimonializzazione delle banche quotate | 117 |
| 3 | La qualità del credito  | 121 |
| 4 | Le attività finanziarie delle banche quotate                  | 123 |
| 5 | Gli impieghi e la raccolta delle banche quotate               | 125 |
| 6 | Le assicurazioni  | 126 |

## V Le famiglie e il risparmio gestito

|   |   |     |
|---|---|-----|
| 1 | La ricchezza delle famiglie nei principali paesi avanzati                     | 133 |
| 2 | Le scelte di portafoglio delle famiglie e il servizio di consulenza in Italia | 140 |
| 3 | I prodotti del risparmio gestito  | 145 |

## VI Il quadro normativo comunitario

|    |   |     |
|----|---|-----|
| 1  | L'Action Plan in materia di <i>corporate governance</i> e diritto delle società                     | 151 |
| 2  | La riforma della Direttiva sulla revisione contabile  | 154 |
| 3  | La Direttiva Prospetto: misure attuative  | 155 |
| 4  | La proposta di regolamento in materia di prodotti di investimento                                   | 156 |
| 5  | La revisione della Direttiva MiFID  | 157 |
| 6  | La revisione della Direttiva sugli abusi di mercato   | 160 |
| 7  | I Regolamenti europei sugli strumenti derivati <i>over the counter</i> e sulle posizioni corte      | 163 |
| 8  | La proposta di regolamento sui depositari centrali  | 165 |
| 9  | Il Regolamento sulle agenzie di rating  | 166 |
| 10 | La Direttiva sui fondi di investimento alternativi: misure attuative                                | 168 |
| 11 | Le iniziative in materia di <i>exchange traded funds</i>  | 171 |
| 12 | La proposta di regolamento in materia di <i>venture capital</i> e fondi per l'imprenditoria sociale | 172 |
| 13 | La revisione della Direttiva UCITS IV   | 172 |
| 14 | Gli Orientamenti emanati dall'ESMA  | 173 |

## C L'attività della Consob

### I La vigilanza sui mercati

|   |  |     |
|---|--|-----|
| 1 | I mercati regolamentati  | 181 |
| 2 | La vigilanza sui mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici | 189 |
| 3 | La vigilanza sulla trasparenza delle negoziazioni  | 191 |
| 4 | La vigilanza sui servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari              | 193 |
| 5 | La vigilanza sulle società di rating   | 194 |
| 6 | Gli abusi di mercato   | 195 |

|            |   |     |
|------------|---|-----|
| <b>II</b>  | <b>La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione</b>                 |     |
| 1          | Gli assetti proprietari   | 205 |
| 2          | Le assemblee e gli organi societari   | 208 |
| 3          | Le offerte al pubblico di acquisto e scambio                                  | 215 |
| 4          | L'informativa sugli assetti proprietari                                       | 220 |
| 5          | L'informativa sulle operazioni con parti correlate                            | 222 |
| 6          | La vigilanza sugli organi di controllo interno                                | 224 |
| 7          | La vigilanza sulle società di revisione                                       | 225 |
| <br>       |   |     |
| <b>III</b> | <b>La vigilanza sull'informativa societaria</b>                               |     |
| 1          | Le operazioni di finanza straordinaria  | 232 |
| 2          | La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni | 237 |
| 3          | L'informativa societaria  | 247 |
| 4          | L'informativa contabile   | 252 |
| <br>       |   |     |
| <b>IV</b>  | <b>La vigilanza sugli intermediari</b>  |     |
| 1          | I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento            | 256 |
| 2          | Le banche italiane  | 259 |
| 3          | La vigilanza su banche e Sim  | 265 |
| 4          | La vigilanza sulle società di gestione del risparmio                          | 269 |
| 5          | La vigilanza sui promotori finanziari   | 272 |
| <br>       |   |     |
| <b>V</b>   | <b>L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori</b>                    |     |
| 1          | Gli accertamenti ispettivi  | 274 |
| 2          | L'attività sanzionatoria  | 278 |
| 3          | I provvedimenti in materia di abusi di mercato                                | 279 |
| 4          | I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari          | 281 |
| 5          | I provvedimenti relativi agli emittenti                                       | 285 |
| <br>       |   |     |
| <b>VI</b>  | <b>L'attività regolamentare</b>   |     |
| 1          | L'attuazione della disciplina primaria  | 291 |
| 2          | La revisione dei Regolamenti Consob   | 296 |
| 3          | La Camera di conciliazione e arbitrato  | 299 |

|   |     |
|---|-----|
| <b>VII I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob</b>                       |     |
| 1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza                              | 301 |
| 2 La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto                       | 307 |
| <b>VIII La gestione interna, le relazioni con l'esterno e l'attività internazionale</b> |     |
| 1 La gestione finanziaria   | 310 |
| 2 L'assetto organizzativo e funzionale interno  | 311 |
| 3 La gestione delle risorse umane   | 312 |
| 4 I sistemi informativi   | 314 |
| 5 Le relazioni con l'esterno e l'attività di <i>investor education</i>                  | 316 |
| 6 La cooperazione internazionale  | 318 |
| 7 L'attività nell'ambito di organismi internazionali                                    | 320 |
| <b>Note metodologiche</b>   | 325 |