



## **CAMERA DEI DEPUTATI**

Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge C. 2844 , di conversione del decreto-legge n. 3 del 2015, recante misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti.

(Decreto Banche Popolari)

**Audizione del Presidente della Consob**

**Giuseppe Vegas**

Roma 11 febbraio 2015

## **Premessa**

Il sistema del credito cooperativo a vocazione mutualistica caratterizza i sistemi bancari di alcuni grandi paesi avanzati. In Germania, ad esempio, le banche di credito cooperativo (nelle varie forme istituzionali, quali le *Sparkassen* e le *Volksbanken*) sono oltre un migliaio e rappresentano una quota molto rilevante del totale attivo del sistema bancario tedesco. Negli Stati Uniti è molto importante il settore delle cosiddette *Savings and Loan Associations*, ossia banche che assumono la forma mutualistica, specializzate nell'erogazione di mutui ipotecari; tale tipologia bancaria è diffusa anche nel Regno Unito e in Irlanda.

In Italia, le banche popolari e le banche di credito cooperativo (BCC) rappresentano le due diverse forme nelle quali si è articolata la cooperazione in ambito bancario<sup>1</sup>.

Il sistema di *corporate governance* che contraddistingue il particolare modello di cooperativa bancaria che assume la denominazione di banca popolare, oggetto del decreto-legge in esame presenta alcune importanti specificità. Si tratta di peculiarità attinenti al regime giuridico-istituzionale che governa l'assetto della proprietà e del controllo di tale comparto bancario.

Tali caratteristiche sono rappresentate dal voto capitaro (cosiddetto *voto per testa*), dalla fissazione di un limite al possesso azionario di ciascun socio e dalle clausole di gradimento di nuovi soci.

I primi due istituti sono diretti a preservare lo spirito cooperativo, evitando il formarsi di posizioni di dominio economico, mentre il principio del gradimento del socio appare orientato a limitare l'apertura della compagine sociale a nuove adesioni.

La novità fondamentale del decreto-legge in esame è rappresentata dall'introduzione dell'obbligo, per le banche popolari con un attivo superiore a 8 miliardi di euro, di trasformarsi in società per azioni.

Le banche popolari interessate dal decreto-legge in questione sono complessivamente dieci, di cui sette banche quotate e tre banche con azioni diffuse fra il pubblico<sup>2</sup>, su un totale di 34 soggetti (escludendo dal computo le banche popolari la cui capogruppo è a sua volta una banca popolare). Tali soggetti rappresentano, tuttavia, oltre il 90% del totale attivo del settore delle banche popolari (si veda l'Allegato 1 per un elenco dettagliato delle banche popolari). La riforma in oggetto investe dunque praticamente l'intero comparto, adottando quale criterio di riferimento le dimensioni delle banche interessate.

---

<sup>1</sup> La principale differenza tra le prime e le seconde è legata alla circostanza che soltanto le BCC, in quanto imprese cooperative a mutualità prevalente, sono assoggettate a vincoli normativi volti a garantire che, in attuazione di una vocazione mutualistica più marcata, l'attività sia svolta prevalentemente nell'interesse dei soci. Tale interesse, peraltro, non potendo consistere nel vantaggio patrimoniale della mera ripartizione degli utili, consiste essenzialmente nel vantaggio derivante dalla possibilità di utilizzare i servizi e i prodotti della banca. L'operatività delle BCC, inoltre, rispetto a quella delle banche popolari, appare maggiormente improntata ai principi del localismo: la legge, infatti, circoscrive la possibilità di ingresso nella relativa compagine sociale ai soli soggetti residenti, ovvero operanti, nel territorio di competenza della banca, coincidente con l'area entro cui essa svolge concretamente la propria attività.

<sup>2</sup> Si tratta di tutte le banche popolari attualmente quotate: Banco Popolare Società Cooperativa, Unione di Banche Italiane S.c.p.a. (UBI Banca), Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Milano S.c.ar.l. (BPM), Banca Popolare di Sondrio, Credito Valtellinese Società Cooperativa, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, nonché di tre banche popolari con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'art. 2-bis del Regolamento Emittenti Consob: Banca Popolare di Bari S.c.p.a.; Banca Popolare di Vicenza S.c.p.a., Veneto Banca S.c.p.a..

La soglia degli 8 miliardi rappresenta un requisito dimensionale tale da comprendere un insieme di banche più ampio di quello individuato ai fini dell'assoggettamento alla vigilanza europea nell'ambito del Meccanismo Unico di Vigilanza. A quei fini, infatti, il criterio dimensionale adottato per valutare la significatività dell'ente creditizio contempla un attivo totale pari a 30 miliardi di euro. Adottando tale criterio dimensionale rimarrebbero escluse dal progetto di riforma tre banche popolari<sup>3</sup>.

Ulteriore novità del decreto-legge in esame è costituita dalla previsione secondo cui la Banca d'Italia, nel caso di recesso del socio anche a seguito della trasformazione in S.p.a., può limitare il diritto al rimborso delle relative azioni, qualora ciò sia necessario ad assicurare un'adeguata patrimonializzazione della banca.

## **1. Considerazioni sulle finalità del provvedimento**

La *ratio* del provvedimento in esame va ricercata nella possibilità di consentire alle banche in questione di reperire più agevolmente risorse sul mercato dei capitali, in vista di un rafforzamento dei coefficienti patrimoniali.

Tale processo di patrimonializzazione potrà essere favorito dalla coesistenza di un duplice ordine di fattori determinanti.

In primo luogo, il passaggio al modello di società per azioni renderà senz'altro più agevole e meno onerosa la contendibilità del controllo; ciò, a sua volta, finirà per condizionare positivamente l'efficienza e la redditività del comparto, accrescendone, in ultima analisi, l'attrattività nei confronti degli investitori.

Oggi l'elevato grado di frazionamento della proprietà, conseguente alla presenza di un tetto al possesso azionario, non agevola l'azione di sorveglianza e di indirizzo sull'operato degli amministratori svolta dagli azionisti.

Ai problemi di coordinamento di un azionariato diffuso si aggiunge la presenza del voto capitaro, che, frenando le evoluzioni negli assetti di controllo, limita l'efficienza del mercato del controllo societario quale utile strumento di pressione sugli amministratori.

La necessità di raggiungere un accordo tra un gran numero di soci, al fine di assumere il controllo della società, rende, infatti, estremamente difficile l'eventuale ricambio di un gruppo dirigente che si sia rivelato inefficiente, soprattutto in realtà societarie molto grandi.

Un tale ingessamento della struttura e dell'organizzazione societaria può determinare l'autoreferenzialità degli amministratori, con il rischio che vengano privilegiate scelte subottimali in relazione all'interesse sociale complessivo.

In secondo luogo, la prospettiva di assumere prerogative di *governance* proporzionali al valore del conferimento incentiverà senz'altro i grandi investitori istituzionali a partecipare al capitale azionario delle banche popolari.

In definitiva, la trasformazione delle banche popolari in società per azioni consentirà alle stesse maggiori opportunità di accesso al mercato dei capitali e comporterà una maggiore contendibilità del controllo.

---

<sup>3</sup> Si tratta del Credito Valtellinese, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio e Banca Popolare di Bari.

La scelta, prevista dal provvedimento, di limitare il diritto di recesso in caso di trasformazione in S.p.A., sebbene estranea ai meccanismi ordinari di funzionamento delle società di capitali, è oggi giustificata dall'esigenza di non vanificare gli obiettivi della riforma. Infatti, un numero elevato di richieste di recesso potrebbe determinare una riduzione dei *ratios* patrimoniali.

Tale previsione potrebbe danneggiare i piccoli azionisti dissenzienti rispetto alla trasformazione in S.p.A., sebbene per le banche popolari quotate la vendita dei titoli in Borsa sia un meccanismo di uscita tendenzialmente più remunerativo rispetto al recesso.

La limitazione dell'autonomia statutaria in relazione alla scelta di un determinato tipo societario appare quindi pienamente funzionale all'esigenza di rafforzamento patrimoniale delle banche popolari - tenuto anche conto dell'avvenuto passaggio di alcune di esse al Meccanismo Unico di Vigilanza europeo - e a quella di renderne più contendibili gli assetti proprietari.

La riforma determinerà, come detto, un aumento dell'efficienza del mercato del controllo societario, con possibili effetti positivi sulla gestione aziendale e sulla qualità dell'informativa al mercato. Tuttavia, va considerato che l'ordinamento consente, nell'ambito della disciplina della società per azioni, l'adozione di strumenti che potrebbero rendere più graduale il processo di apertura della compagine sociale e l'ingresso di nuovi azionisti: in particolare, i limiti all'esercizio del diritto di voto ovvero il voto maggiorato.

Infine, come sarà meglio illustrato nel prosieguo, le peculiarità del modello di governance delle banche popolari hanno spesso determinato significative problematiche nell'attività di vigilanza sulla trasparenza e correttezza, di competenza della Consob. La trasformazione in S.p.A. potrà, pertanto, contribuire a renderne più trasparente la *governance*, allineandola a quella delle altre società quotate.

Quanto finora delineato porta ad esprimere un giudizio complessivamente positivo sulla riforma, anche nella prospettiva dell'apertura e dello sviluppo del mercato dei capitali.

## **2. Le criticità nella *governance* delle banche popolari e i profili di vigilanza Consob**

Gli azionisti rilevanti delle banche popolari sono costituiti esclusivamente da fondazioni bancarie italiane, che possono arrivare al 3 per cento del capitale, e da fondi di investimento, che comunque possono acquisire partecipazioni molto limitate. Le quote dichiarate da tali soggetti sono tutte comprese tra il 2 e il 5 per cento, con la sola eccezione di una partecipazione di poco superiore al 5 per cento in BPM. Nessun azionista superiore al 2 per cento è presente nel capitale di Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio e nel capitale della Banca Popolare dell'Emilia Romagna.

L'azionariato delle banche popolari risulta dunque estremamente frammentato.

Ne consegue che la partecipazione dei soci alle assemblee di rinnovo degli organi sociali è, di regola, esigua (cfr. Allegato 2).

Il principio del voto capitarario ha, infatti, favorito la formazione di Associazioni tra i soci che, sebbene formalmente costituite per preservare lo scopo mutualistico, si sono dimostrate in grado di condizionare l'esito assembleare, svolgendo un ruolo spesso determinante anche nell'elezione degli organi sociali. Solo in BPM una lista è stata presentata da un fondo comune di investimento.

Queste peculiarità hanno comportato alcune significative criticità nella vigilanza sulla *governance* delle banche popolari.

Il primo aspetto è rappresentato dal fatto che lo scostamento tra le finalità dichiarate e la concreta operatività di tali Associazioni rende difficoltosa la configurabilità dei vincoli associativi quali patti parasociali soggetti agli obblighi di trasparenza al mercato e alla Consob, ai sensi della disciplina del Tuf; peraltro, questo regime di pubblicità è previsto soltanto nel caso in cui la percentuale di capitale sociale aggregata superi il 2 per cento.

In particolare, nel caso dell'Associazione Amici di BPM, la Consob nel 2012 ha accertato l'esistenza di un patto non dichiarato sulla base dell'influenza di tale Associazione nel governo della banca. E' emerso che tale patto condizionava anche la progressione in carriera dei dipendenti.

Il secondo profilo di criticità è rappresentato dalla scarsa trasparenza del processo di raccolta delle deleghe. Ad esse non si applica la disciplina sulla sollecitazione delle deleghe, che il Tuf prevede per le altre società quotate. La prassi ha, infatti, evidenziato che l'assenza nel libro soci di informazioni necessarie a contattare gli azionisti ha favorito la creazione di elenchi paralleli a quelli ufficiali, fruibili da un numero ristretto di soci, che sorgono per finalità del tutto diverse dalla partecipazione in assemblea. Si sono verificati anche casi di coinvolgimento di dipendenti delle filiali nella raccolta delle deleghe.

Sono inoltre emersi casi di aggiramento delle norme del Testo unico bancario, sul numero massimo di deleghe esercitabili, utilizzando strumenti quali la rappresentanza legale di minori o di persone giuridiche socie.

I criteri utilizzati per la formazione delle liste per il rinnovo degli organi sociali, soprattutto nel caso di presentazione da parte del consiglio uscente, hanno costituito un ulteriore elemento critico.

La prassi ha evidenziato, inoltre, situazioni poco trasparenti in relazione all'esistenza di rapporti di collegamento tra le liste, con la conseguente difficoltà di individuare i componenti degli organi sociali di effettiva espressione della minoranza.

Il principio consuetudinario del voto segreto per la nomina degli organi sociali ha ulteriormente complicato l'accertamento di patti parasociali aventi ad oggetto l'esercizio del voto e, in generale, l'esercizio di un'influenza dominante.

I punti critici evidenziati si presentano con cadenza annuale in quelle banche popolari che hanno optato per la regola del rinnovo parziale della composizione degli organi sociali (Banca Popolare di Sondrio e Banca Popolare dell'Emilia Romagna).

In ordine all'attuazione della riforma, le verifiche di vigilanza saranno indirizzate ad assicurare piena trasparenza delle partecipazioni rilevanti, sia effettive sia potenziali, dei patti parasociali, degli eventuali acquisti di concerto che possono rilevare ai fini dell'obbligo di Opa.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> La Consob ha anche intensificato, a partire dal 2011, l'attività di controllo sui bilanci dei principali emittenti bancari, ivi comprese le maggiori banche popolari, in coincidenza con gli accresciuti rischi sistemici legati alla crisi del debito sovrano nell'Eurozona e il persistere di una congiuntura economica negativa. Nell'ultimo anno, con riferimento alle banche popolari la Consob ha effettuato 40 richieste di acquisizione di informazioni, anche tramite audizioni dei legali rappresentanti, nonché 16 richieste di diffusione di informazioni volte a rafforzare la trasparenza delle informazioni finanziarie anche con particolare riguardo agli impatti sui conti derivanti dal processo di Comprehensive Assessment, condotto dalla Banca Centrale Europea per l'assunzione dei poteri di vigilanza diretta a partire dal mese di novembre 2014. L'attività della Consob si è inoltre concentrata sull'esame dell'informativa in merito ai programmi di rafforzamento patrimoniale delle banche popolari attuati nell'ultimo anno, che hanno raggiunto un ammontare complessivo pari a 4,6 miliardi di Euro. In proposito, giova rammentare che nel corso del 2014 quasi tutte le maggiori

E' probabile che in tale periodo possano essere realizzate operazioni straordinarie, quali aumenti di capitale riservati, fusioni e/o scissioni con finalità riorganizzative o anche di rafforzamento, volte a rendere più onerose eventuali scalate o semplicemente l'acquisizione di posizioni di influenza dominante o notevole. In tale eventualità, vi sarà un attento monitoraggio sull'informativa che dovrà essere resa in ordine a tali operazioni, in particolare, prospetti informativi e documenti anche richiesti dal Regolamento n. 17221/2010.

La trasformazione in società per azioni, realizzata anche tramite fusione, dovrà essere approvata dall'assemblea straordinaria dei soci con i *quorum* "agevolati" previsti dal decreto-legge. In tale fase la vigilanza si concentrerà sull'esame della completezza dell'informativa pre-assembleare, non solo su quella strettamente connessa al cambiamento della forma giuridica ma anche su quella relativa alle modifiche statutarie. Queste potranno riguardare, tra l'altro, l'inserimento di criteri di ripartizione dei componenti dell'organo di amministrazione tra maggioranza, minoranza e investitori istituzionali, deroghe alla regola della *passivity rule*, inserimento del voto e/o del dividendo maggiorato.

Ove le banche in questione decidessero di rinnovare gli organi sociali contestualmente al cambiamento della forma giuridica, saranno attentamente monitorate le fasi di composizione e presentazione delle liste, l'esistenza di eventuali collegamenti tra le stesse e la promozione e lo svolgimento di eventuali sollecitazioni di deleghe di voto.

### **3. La vigilanza sull'andamento dei corsi azionari delle banche popolari**

Prima di illustrare in dettaglio le iniziative di vigilanza che gli uffici della Consob hanno avviato al fine di accertare eventuali fenomeni di abuso di informazioni privilegiate, è necessario ricordare brevemente la tempistica che ha contraddistinto la diffusione dell'informativa al mercato sul decreto-legge in questione.

La data in cui è possibile assumere che il mercato abbia avuto una ragionevole certezza dell'intenzione del Governo di adottare il provvedimento è individuabile nel 16 gennaio 2015.

In tale data, a mercati chiusi, il Presidente del Consiglio ha annunciato la riforma del credito cooperativo. Il giorno in cui erano già circolate le prime indiscrezioni è determinabile nel 3 gennaio 2015 (cfr. Allegato 3 per una più ampia ricostruzione della diffusione di notizie a partire dal 3 gennaio)<sup>5</sup>.

---

banche popolari<sup>4</sup> hanno effettuato aumenti di capitale tramite offerta di nuove azioni agli investitori, in vista dei maggiori requisiti patrimoniali richiesti dagli accordi di Basilea III.

<sup>5</sup> Sabato 3 gennaio 2015 è la data in cui l'agenzia di stampa Ansa, commentando le risultanze degli stress test per le banche italiane e, in particolare, la necessità di aggregazione delle due banche italiane con problemi di solidità patrimoniale (MPS e Carige), ha riportato l'indiscrezione relativa alla possibile riforma delle banche popolari allo studio del Governo per consentire aggregazioni tra le banche in difficoltà sopra citate e le banche popolari. Martedì 6 gennaio 2015 un articolo di Libero – "Il dossier del Governo – Stravolgono le Popolari per salvare Mps" – ha riportato indiscrezioni relative ad un dossier allo studio del Governo, finalizzato ad abolire il voto capitaro negli istituti popolari quotati per consentire il consolidamento del sistema bancario. Venerdì 16 gennaio 2015, a mercati chiusi, dunque dopo le 17:30, il Presidente del Consiglio ha annunciato la riforma delle banche popolari. Sabato 17 gennaio e domenica 18 gennaio 2015, i giornali hanno dato ampio risalto all'annuncio, anticipando le innovazioni principali contenute nella bozza della riforma, ovvero: l'abolizione del voto capitaro; l'innalzamento del tetto al possesso azionario (1%) e l'eliminazione della soglia del numero minimo di soci (200). La stampa sottolineava in particolare che l'abolizione del voto capitaro nei fatti comportava la trasformazione delle banche popolari in società per azioni. Non è risultato subito

Dal 3 gennaio al 9 febbraio 2015 i corsi delle banche popolari sono saliti da un minimo dell'8 per cento per UBI a un massimo del 57 per cento per Banca popolare dell'Etruria e del Lazio, a fronte di una crescita dell'indice del settore bancario dell' 8 per cento circa; anche i volumi negoziati hanno fatto registrare consistenti aumenti (cfr. Allegato 4 per un'analisi dettagliate sulle singole banche popolari).

Numerosi studi in materia prodotti dagli analisti finanziari hanno evidenziato effetti positivi della riforma in termini di maggiore contendibilità ed efficienza delle banche, alimentando la salita dei corsi azionari (si veda l' Allegato 5 per un dettaglio dei report dei principali analisti).

La Banca popolare dell'Etruria e del Lazio aveva già avviato volontariamente un progetto di trasformazione in società per azioni nell'agosto 2014, progetto che però non è poi stato portato a compimento (l'Allegato 6 riporta informazioni di dettaglio su tale vicenda)<sup>6</sup>. In relazione a tale vicenda, la Consob aveva già analizzato l'andamento anomalo delle contrattazioni nella giornata del 22 agosto 2014, caratterizzato da un elevatissimo controvalore degli scambi (circa 20 milioni di euro, pari al 12 per cento del capitale sociale), senza tuttavia riscontrare elementi sufficienti ad avviare un'indagine di abuso di mercato.

La Consob ha monitorato con particolare attenzione l'andamento delle azioni delle banche popolari a partire dall'emersione dei primi *rumors* sulla riforma, e quindi sin dai primi giorni dell'anno, attraverso analisi e approfondimenti dell'operatività di tutti i principali intermediari in Borsa e fuori mercato, inclusa l'operatività in strumenti derivati.

L'analisi della dinamica delle quotazioni nel periodo antecedente al 16 gennaio evidenzia che i corsi delle azioni delle banche popolari hanno mostrato in media una performance negativa. Infatti, ad esclusione della Banca Popolare di Milano, che ha fatto registrare un incremento del 9,59 per cento, le azioni delle altre banche popolari hanno segnato ribassi significativi.

Tuttavia, le analisi effettuate hanno rilevato la presenza di alcuni intermediari con un'operatività potenzialmente anomala, in grado di generare margini di profitto, sia pur in un contesto di flessione dei corsi. Si tratta, in particolare, di soggetti che hanno effettuato acquisti prima del 16 gennaio u.s.,

---

chiaro, tuttavia, quale fosse l'esatto perimetro degli istituti di credito interessati, mentre si affermava che il provvedimento, prelevato dal disegno di legge sulla concorrenza in fase di stesura al Ministero dello Sviluppo Economico, sarebbe stato oggetto di discussione nel Consiglio dei Ministri, convocato per martedì 20 gennaio 2015, nell'ambito del c.d. "Investment compact". Nel pomeriggio di lunedì 19 gennaio 2015, il Presidente del Consiglio ha confermato che le misure sarebbero state oggetto di discussione nel Consiglio dei Ministri convocato per l'indomani. Nella serata dello stesso giorno ha avuto luogo un vertice tra Premier, Ministro dello Sviluppo Economico e Ministro dell'Economia per rifinire i dettagli della bozza del provvedimento, nella forma del decreto-legge. Nel pomeriggio di martedì 20 gennaio 2015 si è riunito il Consiglio dei Ministri per la discussione del provvedimento e già dalla mattina sono circolate notizie più precise circa gli istituti interessati: sarebbero state le banche popolari di maggiori dimensioni (con soglia minima pari ad 8 miliardi di attivo). Nel frattempo si sono susseguite indiscrezioni, tramite stampa e studi, sui possibili scenari di integrazione tra gli istituti di credito interessati dalla riforma. Il Consiglio dei Ministri del 20 gennaio ha approvato infine il testo del decreto, poi divenuto Decreto-legge n. 3 del 24 gennaio 2015 "Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti".

<sup>6</sup> L'11 agosto 2014, l'istituto di credito aveva reso noto al pubblico che il Consiglio di Amministrazione aveva conferito mandato al Presidente di avviare le procedure relative alla trasformazione in società per azioni. L'operazione si sarebbe dovuta inserire in un progetto di rilancio da realizzarsi anche mediante "l'integrazione con realtà bancarie più significative – ivi comprese le banche popolari - e fondi di investimento nazionali e internazionali" con il fine di "favorire il rafforzamento patrimoniale della Banca e l'allargamento dell'azionariato a qualificati investitori istituzionali a tutela e valorizzazione delle migliori energie del territorio". Il 22 dicembre 2014, tuttavia, lo stesso Consiglio di Amministrazione aveva poi deliberato di rinviare la convocazione dell'assemblea straordinaria chiamata ad approvare la trasformazione in società per azioni ad una data successiva alla presentazione del progetto di bilancio 2014.

eventualmente accompagnati da vendite nella settimana successiva. Le plusvalenze effettive o potenziali di tale operatività sono stimabili in circa 10 milioni di euro.

La Consob ha anche svolto accertamenti sulle posizioni allo scoperto, che non hanno evidenziato elementi particolari in grado di fare emergere punti di attenzione. Non si è quindi posta l'esigenza di adottare provvedimenti di divieto di vendite allo scoperto<sup>7</sup> (si veda Allegato 7 per una ricostruzione di dettaglio della disciplina comunitaria sul tema).

Le indagini avviate sono volte ad appurare l'identità dei beneficiari ultimi dell'operatività con margini di profitto significativi effettuata prima del 16 gennaio. La difficoltà di tali accertamenti, come in tutte le indagini di *insider trading*, è costituita dal fatto che spesso l'intermediario che opera in Borsa agisce per conto di propri clienti, i quali a loro volta possono essere soggetti giuridici organizzati in ramificate strutture societarie, spesso con sedi all'estero, rispetto alle quali può essere complesso risalire al controllante ultimo.

La Consob ha inoltre analizzato le operazioni di *trading* dei soggetti componenti il consiglio di amministrazione delle banche popolari o di altri soggetti correlati (cosiddette operazioni di "*internal dealing*", segnalate dai soggetti rilevanti, ai sensi dell'art. 152-sexies e seguenti del Regolamento Emittenti – l'Allegato 8 riporta le operazioni di *internal dealing* comunicate dall'inizio alla Consob).

La Consob ha già proceduto ad inoltrare richieste di dati e notizie agli intermediari sia italiani sia esteri<sup>8</sup> che hanno evidenziato un'operatività potenzialmente anomala. Sulla base delle analisi dei dati ricevuti si è reso necessario inviare ulteriori richieste ai soggetti indicati come clienti o committenti finali. In alcuni casi, trattandosi di soggetti esteri, è stato e sarà necessario predisporre richieste di cooperazione internazionale nei confronti di cinque Autorità estere. Una volta acquisito questo set informativo (cosiddetto di "secondo livello") riguardo all'identità dei committenti finali, saranno effettuati ulteriori approfondimenti finalizzati a verificare la sussistenza dei presupposti per le eventuali contestazioni di ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, con il relativo seguito sanzionatorio amministrativo ed eventuale denuncia penale.

Sono, inoltre, in corso di predisposizione richieste volte a ricostruire il circuito informativo dell'informazione privilegiata, ovvero l'ambito in cui la stessa è maturata, il momento a decorrere dal quale essa ha assunto i requisiti di informazione privilegiata e i soggetti coinvolti nel circuito informativo, utilizzando tutti i poteri di accertamento previsti dalla disciplina sugli abusi di mercato e procedendo ad audizioni nei confronti di alcuni soggetti rispetto ai quali sono già emersi elementi che portano a ritenere necessari indagini specifiche più approfondite.

---

<sup>7</sup> Con riferimento ai provvedimenti di divieto delle vendite allo scoperto, è opportuno ricordare che il Regolamento UE n. 236/2012 detta un quadro normativo uniforme nell'Unione, anche relativamente ai poteri esercitabili dalle autorità di vigilanza). Il Regolamento permette l'effettuazione di vendite allo scoperto purché assistite dal prestito titoli o da altre misure equivalenti. Laddove le posizioni nette corte detenute dagli investitori siano pari o superiori allo 0,2% del capitale sociale, esse vanno comunicate all'autorità di vigilanza. Le vendite allo scoperto possono essere vietate dalle autorità competenti solo al ricorrere di specifiche circostanze eccezionali, in particolare in occasione di una diminuzione del prezzo del titolo pari, per i principali titoli del listino, ad almeno il 10%. Tale circostanza non si è mai verificata nel corso del mese di gennaio 2015 per i titoli emessi da banche popolari, e, quindi non è stato possibile adottare divieti delle vendite allo scoperto su tali azioni. In altri casi (Saipem, Banca MPS e Banca Carige), ricorrendo i presupposti previsti dalla normativa comunitaria, la Consob ha invece potuto far ricorso al divieto.

<sup>8</sup> Al riguardo si specifica che è possibile inviare richieste ad intermediari esteri che operano sul mercato gestito da Borsa Italiana in qualità di cosiddetti *remote member*, ai sensi dell'art. 57 della MifiD; le richieste possono però riguardare un insieme di dati ed informazioni più ristretto rispetto a ciò che è possibile chiedere agli intermediari italiani. In ogni caso, per ottenere informazioni di dettaglio da parte degli intermediari esteri è sempre necessario avviare richieste di assistenza internazionale alle autorità competenti, i cui tempi di risposta non sono prevedibili.



La Consob è fortemente impegnata a portare a termine con tempestività e rigore questi accertamenti preliminari, compatibilmente tuttavia con i tempi necessari per acquisire dai soggetti vigilati, e in particolare dalle autorità estere coinvolte nelle richieste di cooperazione, i dati necessari per dare corso ad approfondite analisi tecniche, al fine di dare la massima solidità alle eventuali contestazioni di illecito e alle conseguenti segnalazioni alla Magistratura.

\*\*\*

## **CONSIDERAZIONI SULLA DISCIPLINA DEL CROWDFUNDING**

L'articolo 4 del Decreto-legge n. 3/2015 ha introdotto nel Tuf una nuova definizione di “Piccole e medie imprese innovative”, stabilendo alcuni requisiti aggiuntivi rispetto alla definizione di Pmi accolta a livello europeo, con la finalità di estendere a tali società la possibilità di ricorrere per il proprio finanziamento a operazioni di raccolta di capitali di rischio tramite portali *on line*, il c.d. *equity crowdfunding*. Al contempo i portali potranno raccogliere ordini per la sottoscrizioni di quote di organismi di investimento collettivo che investono prevalentemente in startup e Pmi innovative.

Si tratta di un intervento normativo che deve essere giudicato positivamente, poiché l'estensione della possibilità di ricorso allo strumento dell'*equity crowdfunding* consentirà di allargare la platea di realtà societarie che potranno raccogliere capitale di rischio attraverso fonti di raccolta diretta che mettono in contatto imprese e investitori, platea oggi invece circoscritta alle sole start-up innovative, potenziando notevolmente l'efficacia dello strumento in termini di contributo al rafforzamento patrimoniale delle società italiane.

Le rilevazioni Consob mostrano che il numero di gestori di portali iscritti nel registro della Consob è significativo (14), anche se, al 30 settembre 2014, si sono registrate solo 3 offerte, che hanno consentito di raccolta circa 1 milione di euro da parte di 131 investitori.

La Consob accoglie con favore tale intervento normativo, poiché capace di accrescere l'efficacia del *crowdfunding* come auspicato anche nelle sedi europee, dove si è dato vita a diverse iniziative alle quali la Consob partecipa attivamente, volte ad analizzare il fenomeno anche in vista di una sua vigilanza e regolamentazione uniformi a livello comunitario, che al contempo ne rendano possibile lo sviluppo con adeguate forme di tutela per gli investitori.

## **CONSIDERAZIONI SUI PROVVEDIMENTI IN MATERIA DI RITENUTA ALLA FONTE SUGLI INTERESSI SUI PRESTITI ALLE IMPRESE**

Il Decreto-legge n. 3/2015, all'art. 6, affronta nuovamente il tema della tassazione degli interessi derivanti dall'erogazione di finanziamenti alle imprese italiane, al fine di non penalizzare, da un punto di vista fiscale, la concessione di finanziamenti da parte di investitori esteri.

In particolare, il D.L. 91/2014 aveva già provveduto ad estendere agli istituti bancari e assicurativi e agli OICR europei che non fanno ricorso alla leva finanziaria il regime di esenzione dalla ritenuta alla fonte, in precedenza riservato soltanto ai soggetti residenti in Italia. Ciò al fine di eliminare il rischio di “doppia tassazione” degli interessi, che spesso viene traslato sull'impresa debitrice determinando un incremento dei costi di finanziamento.

Con il nuovo intervento contenuto nel D.L. 3/2015, l'esenzione dalla ritenuta alla fonte viene estesa a tutti gli investitori istituzionali esteri, anche extra UE, purché costituiti in paesi inseriti nella *White list*. Inoltre, viene consentito il ricorso all'esenzione anche ai fondi d'investimento che fanno ricorso alla leva finanziaria (c.d. fondi speculativi rientranti nell'ambito della direttiva AIFMD).

L'intervento normativo in questione va giudicato positivamente, perché l'ampliamento del regime di esenzione della ritenuta alla fonte sugli interessi sui prestiti alle imprese va nella direzione di consentire anche in Italia lo sviluppo del settore dei *credit funds*, cioè dei fondi d'investimento attivi nella concessione di finanziamenti diretti alle imprese, che ha assunto in altri paesi, ad esempio negli Stati Uniti, un ruolo fondamentale nel convogliare il risparmio verso le attività produttive, rappresentando una delle principali fonti di finanziamento alternative al credito bancario.

### **CONSIDERAZIONI SULLE SOCIETÀ DI SERVIZIO PER LA PATRIMONIALIZZAZIONE E LA RISTRUTTURAZIONE DELLE IMPRESE**

L'art. 7 del D.L. 3/2015 prevede la costituzione di una società per azioni per il sostegno, il riequilibrio patrimoniale e finanziario e la ristrutturazione di imprese italiane con buone prospettive di crescita, anche se in transitoria crisi. Tale società dovrebbe operare mediante l'investimento nel capitale, operazioni di finanziamento o l'acquisizione di aziende, rami di aziende o siti produttivi. Il capitale di tale società sarà interamente sottoscritto da investitori istituzionali e professionali e alcuni di essi potranno avvalersi della garanzia dello Stato.

Le previsioni di cui all'art. 7 del D.L. 3/2015 sono volte a sostenere la patrimonializzazione e il riequilibrio delle società, attraverso la canalizzazione di risorse verso investimenti di lungo termine, riducendo la dipendenza dal sistema bancario.

Tale intervento risulta pienamente coerente con quanto definito dal progetto PiùBorsa nell'ambito del quale, tramite il coordinamento della Consob, la stessa Autorità di vigilanza, Borsa Italiana S.p.A., le principali associazioni di categoria del mercato e taluni operatori istituzionali hanno siglato un Memorandum d'intesa<sup>9</sup> al fine di promuovere azioni volte a incentivare l'apertura delle imprese al mercato del capitale di rischio nonché l'interesse degli investitori istituzionali soprattutto nei confronti delle Pmi.

Le misure definite dal D.L. 3/2015 per il sostegno, la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese sono coerenti rispetto alle necessità di sviluppo del mercato italiano dei capitali.

Tuttavia, a tale riguardo, potrebbe essere opportuno integrare le norme in questione prevedendo che la "*società di servizio*" possa investire anche in fondi dedicati alle citate imprese e in particolare a quelle che decidono di aprirsi al mercato dei capitali, anche tramite l'ammissione a quotazione delle proprie azioni. A tal fine, si potrebbero integrare gli scopi e gli obiettivi della prevista società di servizio, includendo anche i citati fondi (rispettivamente commi 2 e 6 dell'art. 7 del D.L.).

---

<sup>9</sup> Cfr. "*Memorandum d'intesa per l'attuazione del Programma di interventi volto a favorire l'accesso delle medie imprese nazionali al mercato del capitale di rischio, tramite l'ammissione delle relative azioni alla quotazione e l'intervento di fondi dedicati*" firmatari Consob, ABI - Associazione Bancaria Italiana, AIFI - Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, ASSIREVI - Associazione Italiana Revisori Contabili, ASSOGESTIONI - Associazione Italiana del Risparmio Gestito, ASSOSIM - Associazione Italiana degli Intermediari Mobiliari, Borsa Italiana s.p.a. Confindustria - Confederazione generale dell'industria italiana, Fondo Italiano d'Investimento e Fondo Strategico Italiano. Milano, 25 marzo 2013.

Con riferimento agli investitori istituzionali e professionali che possono partecipare al capitale della società di servizio, potrebbe risultare opportuna l'estensione ai Fondi Pensione di tale possibilità, considerato che l'evidenza empirica dimostra che il grado di sviluppo dei mercati finanziari è positivamente correlato con il grado di sviluppo di tale tipologia di investitori.

### **CONSIDERAZIONI SUL RICORSO FACOLTATIVO ALLA PROVISTA DELLA CASSA DEPOSITI E PRESTITI PER BANCHE E INTERMEDIARI FINANZIARI CHE EROGANO FINANZIAMENTI ALLE PMI**

L'art. 8 del D.L. 3/2015 semplifica il meccanismo dei finanziamenti agevolati alle Pmi, tramite copertura di parte degli interessi, per gli investimenti in macchinari, impianti, beni strumentali e attrezzature nuovi di fabbrica ad uso produttivo (c.d. "nuova legge Sabatini") rendendo facoltativo il ricorso alla provvista della Cassa Depositi e Prestiti per le banche e gli intermediari finanziari che erogano i finanziamenti alle Pmi.

Tale previsione estende la possibilità di usufruire dei contributi statali, che coprono parte degli interessi a carico delle imprese sui finanziamenti bancari, in relazione agli investimenti realizzati, anche alle piccole e medie imprese che abbiano ottenuto finanziamenti erogati da banche e intermediari finanziari che ricorrano a provvista autonoma e non alla provvista presso la CDP.

Tali previsioni possono pertanto contribuire positivamente all'innovazione tecnologica dei processi delle imprese e dei relativi prodotti.

A tale riguardo si auspica che le agevolazioni, i cui criteri saranno definiti in uno specifico decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, possano prevedere forme e condizioni favorevoli per le società che si rivolgono al mercato dei capitali, anche in considerazione del minore profilo di rischio-rendimento delle iniziative, tenuto conto dei migliori requisiti di *governance* e di trasparenza che caratterizzano tali società.

**Allegato 1 – Principali banche popolari italiane**

dati in milioni di euro	Totale attivo tangibile al 31.12.2013	Incluse nella riforma ex DL 3/2015
Banco Popolare	123.743,409	SI
UBI Banca	121.323,328	SI
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	61.266,837	SI
Banca Popolare di Milano	49.257,130	SI
Banca Popolare di Vicenza	44.286,843	SI
Veneto Banca	35.916,486	SI
Banca Popolare di Sondrio	32.748,063	SI
Credito Valtellinese	26.842,607	SI
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio	16.398,088	SI
Banca Popolare di Bari	9.932,592	SI
Banca Popolare dell'Alto Adige	6.060,428	NO
Banca Popolare di Cividale	5.077,879	NO
Banca Agricola Popolare di Ragusa	4.646,551	NO
Banca Popolare di Puglia e Basilicata	4.450,193	NO
Banca Valsabbina	4.228,082	NO
Cassa di Sovvenzioni e Risparmio del personale della Banca d'Italia	3.586,026	NO
Banca Popolare Pugliese	3.547,850	NO
Banca di Piacenza	2.789,290	NO
Banca di Credito Popolare	2.593,557	NO
Banca Popolare del Lazio	1.962,893	NO
Banca Popolare di Marostica	1.962,686	NO
Banca Popolare del Cassinate	1.322,038	NO
Banca Popolare Valconca	1.281,119	NO
Banca Popolare Etica	1.101,509	NO
Banca Popolare Sant'Angelo	1.033,589	NO
Sanfelice 1893 Banca Popolare	929,040	NO
Banca Popolare del Frusinate	791,993	NO
Banca Popolare di Lajatico	786,251	NO
Banca Popolare di Fondi	680,283	NO
Banca Popolare di Sviluppo	402,366	NO
Banca Popolare di Cortona	329,187	NO
Banca Popolare Vesuviana	130,949	NO
Credito Salernitano	109,147	NO
Banca Popolare delle Province Molisane	97,118	NO
Totale attivo	571.615,407	
Totale attivo banche popolari incluse nella riforma	521.715,383	
	incidenza sul totale	91,27%

Fonte: elaborazioni su dati Mediobanca.

**Allegato 2 – Partecipazione alle assemblee delle banche popolari quotate in borsa**

<b>SOCIETÀ</b>	<b>ASSEMBLEA</b>	<b>SOCI VOTANTI (IN PROPRIO O PER DELEGA)</b>	<b>% SU PARTECIPANTI AL VOTO</b>	<b>LISTE PRESENTATE</b>
<b>Banco Popolare Società Cooperativa</b>	29 marzo 2014 Rinnovo CdA e Collegio Sindacale	n. 24.924 (CdA)  n. 24.860 (Collegio Sindacale)	circa il 5%  circa il 5%	Due liste - CdA uscente ed alcuni soci; - Associazione Banca Viva; Due liste - soci; - Fondazione CariVerona e da Fondazione Cassa di Risparmio di Carpi.
<b>Unione di Banche Italiane S.c.p.a.</b>	20 aprile 2013 Nomina Consiglio di Sorveglianza	n. 1967		Tre liste - Consiglio di sorveglianza uscente ed alcuni soci; - Associazione “UBI BANCA - CI SIAMO”; - Associazione “UBI banca popolare!”
<b>Banca Popolare dell’Emilia Romagna</b>	12 aprile 2014 Rinnovo parziale CdA	17.039	12,72%	Due liste - presentate da soci
<b>Banca Popolare di Milano Scarl</b>	21 dicembre 2013 Nomina Consiglio di Sorveglianza	n. 5.604		Tre liste  - soci con capofila Prof. Giarda; - soci con capofila Dott. Lonardi; - Investimenti Strategici Milanese (OICVM controllato da Investindustrial IV L.P. – Bonomi)  La lista presentata dall’OICVM è risultata ultima per numero di voti avendo raccolto il voto favorevole di n. 74 soci (6,61% del c.s.)
<b>Banca Popolare di Sondrio</b>	26 aprile 2014 Rinnovo parziale CdA	n. 4.488	circa il 2,5%	Una lista - presentata da soci
<b>Credito Valtellinese Società Cooperativa</b>	27 aprile 2013 Nomina CdA  Nomina Collegio Sindacale	n. 4.936  n. 5.150	7,8205% circa l’8,1%	Una lista - presentata da soci  Una lista - presentata da soci
<b>Banca Popolare dell’Etruria e del Lazio</b>	4 maggio 2014 Nomina CdA	n. 9.413		Una lista - presentata da soci

### *Allegato 3 - L'informativa al mercato sulla riforma della disciplina delle Banche Popolari*

Le prime notizie di carattere pubblico sul tema della riforma delle banche popolari sono databili, allo stato, al 4 luglio 2014, in occasione della segnalazione annuale che l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato trasmette al Governo e al Parlamento. La segnalazione in parola già allora prevedeva, *inter alia*, l'abolizione del voto capitaro (<sup>10</sup>). Risale al 31 ottobre 2013 la presentazione al Senato del Disegno di Legge di iniziativa parlamentare n. 1156 il cui testo prevedeva una prima ipotesi di riforma delle banche popolari e stabiliva che *“al fine di rendere omogeneo il regime giuridico dei diversi operatori bancari, si propone di modificare la disciplina delle banche popolari attraverso: l'eliminazione della clausola di gradimento di cui all'articolo 30, comma 5, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e dell'esclusione dal divieto di inserire limiti all'uso delle deleghe di voto prevista dall'articolo 137, comma 4, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58”* (<sup>11</sup>).

Tuttavia, le prime indiscrezioni più precise relative alla possibile riforma delle Banche Popolari, con la possibile loro trasformazione in società per azioni, risalgono al 3 gennaio 2015. In tale data un'agenzia di stampa (Ansa), commentando le risultanze degli *stress test* per le banche italiane e, in particolare, la necessità di aggregazione delle due banche italiane con problemi di solidità patrimoniale (MPS e Carige), riporta l'anticipazione di una possibile riforma sulle banche popolari allo studio del Governo per consentire aggregazioni tra le banche in difficoltà (MPS e Carige) sopra richiamate e le Banche Popolari (<sup>12</sup>).

In data 6 gennaio 2015, un articolo di Libero – “Il dossier del Governo – Stravolgono le Popolari per salvare Mps” riporta indiscrezioni relative ad un dossier all'attenzione del Governo, finalizzato ad abolire il voto capitaro negli istituti popolari quotati per consentire il consolidamento del sistema bancario.

Il primo annuncio ufficiale da parte del Governo avente ad oggetto l'intervento di riforma sul comparto bancario risale a venerdì 16 gennaio 2015 quando, a mercati chiusi, il Presidente del

---

<sup>10</sup> Il testo della segnalazione disponibile sul sito dell'Autorità Garante per la Concorrenza ed il Mercato recita testualmente: *“In un contesto nel quale le banche popolari, con particolare riguardo a quelle quotate in Borsa, non svolgono più un'attività di natura strettamente cooperativa, non vi è più ragione per la presenza di regole derogatorie rispetto a quelle generali. In particolare, occorre favorire la piena contendibilità degli assetti proprietari e il conseguente possibile ricambio della compagine sociale e, per l'effetto, della governance della società, a garanzia del miglior funzionamento e della maggiore competitività di questa sul mercato. A tal fine occorre rimuovere i vincoli eccessivi alla circolazione delle azioni e superare gli ostacoli alla partecipazione alla vita societaria. Una riforma in questo senso può favorire assetti societari contendibili, con la conseguente possibilità di ottenere i guadagni di efficienza che normalmente sono associati ad un mercato del controllo aperto”*. Conseguentemente, la proposta testualmente prevista prevedeva l'abolizione dell'art. 30 del Tuf poi ripresa dai giornali nei giorni scorsi successivamente all'annuncio del Premier.

<sup>11</sup> Il tema della riforma delle banche popolari era stato in seguito oggetto di discussione nella riunione del Consiglio dei Ministri del 20 gennaio 2014 in cui si ipotizzava una modifica normativa per le banche popolari *“con l'obiettivo di rafforzare il settore bancario e adeguarlo allo scenario europeo”*.

<sup>12</sup> *“Il governo starebbe studiando di lanciare in primavera la riforma del settore - un intervento legislativo richiesto da decenni ma mai varato - di fatto per trasformare le banche popolari in società per azioni, scavalcando così le fortissime resistenze interne.”* La stessa agenzia di stampa, il 7 gennaio 2015, rilancia tali rumors, sottolineando i possibili *“Scenari di riforma del mondo delle popolari con l'avvallo di Bankitalia e della Bce”*.

Consiglio ha reso noti i termini generici delle modifiche normative che avrebbero interessato il settore delle banche popolari.

Sabato e domenica 17 e 18 gennaio 2015, i giornali danno ampio risalto all'annuncio, rivelando le innovazioni principali della riforma, ovvero, in termini sintetici, l'abolizione del voto capitario, l'innalzamento del tetto al possesso azionario e l'eliminazione della soglia del numero minimo di soci [soglia a quale fine ..... ] (che era fissata a n. 200), ovvero il processo di trasformazione delle banche popolari in società per azioni. Non era ancora chiaro, tuttavia, quali fossero gli istituti di credito effettivamente interessati, anche se si erano diffuse le prime indiscrezioni relativamente a UBI Banca e BPM come possibili poli aggreganti (rispettivamente nei confronti di Banca Monte dei Paschi e Carige). La stampa precisava, inoltre, che il provvedimento di riforma sarebbe stato oggetto di discussione nel Consiglio dei Ministri convocato per il successivo martedì 20 gennaio 2015.

Nel pomeriggio di lunedì 19 gennaio 2015, il Presidente del Consiglio dei Ministri illustra brevemente le misure che sarebbero state oggetto di discussione nel Consiglio dei Ministri convocato per l'indomani e, in serata, si riunisce un vertice tra il *premier*, il Ministro dello Sviluppo Guidi ed il Ministro dell'Economia Padoan, per rifinire i dettagli della bozza del provvedimento. Nel frattempo, il mercato registra le prime importanti reazioni al rialzo nell'andamento dei titoli delle banche interessate, su cui gli investitori scommettono, ipotizzando aggregazioni a breve termine con finalità preventive rispetto a possibili scalate da parte di investitori esteri, ora rese possibili dalla riforma. Inoltre, la cancellazione del voto capitario, secondo la stampa, darebbe la possibilità ai fondi di investimento di entrare nell'azionariato degli istituti popolari, incentivando così possibili operazioni straordinarie, come gli aumenti di capitale e le fusioni, difficili da porre in essere con il regime pre-riforma (<sup>13</sup>).

Il 20 gennaio 2015, data di convocazione del Consiglio dei Ministri per la discussione del decreto-legge di riforma, i giornali, menzionando "*fonti del Tesoro*", spiegano che il provvedimento non riguarderebbe tutti gli istituti di credito di natura cooperativa (cfr. l'intera sezione I del Capo V del TUB), ma solamente le banche popolari con attivi superiori a 8 miliardi di euro, da considerare a livello consolidato nel caso in cui la banca interessata sia una capogruppo (<sup>14</sup>). Rimarrebbero escluse dalla riforma, invece, le banche di credito cooperativo. Il Decreto-legge viene discusso e varato nel pomeriggio e, in serata, il Presidente del Consiglio dei Ministri conferma che la riforma riguarda effettivamente solo le 10 banche popolari con attivi superiori a 8 miliardi di euro, le quali

---

<sup>13</sup> Il 19 gennaio le banche popolari quotate hanno registrato i seguenti rialzi:

BPM	+14,89%
UBI	+ 9,68%
BPER	+ 8,51%
Banco Popolare	+ 8,33%
Creval	+ 9,63%
Popolare di Sondrio	+ 8,06%
Banca Pop. dell'Etruria	+ 8,2%

<sup>14</sup> Ulteriori dettagli in merito ai contenuti della riforma spazierebbero dall'abolizione del voto capitario, alla semplificazione della procedura di portabilità del conto corrente e di altri servizi bancari, dalla trasformazione della Sace in istituto di credito "*a supporto dell'export e dell'internazionalizzazione dell'economia italiana*", fino alla costituzione del fondo per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese italiane.

dovranno trasformarsi in società per azioni entro 18 mesi <sup>(15)</sup>. Dunque, sono sette gli emittenti quotati (Ubi, Banco Popolare, Bpm, Bper, Creval, Popolare di Sondrio, Banca Etruria e Lazio) e tre gli emittenti strumenti finanziari diffusi coinvolti (Banca Popolare di Vicenza, Veneto Banca e Banca Popolare di Bari).

Il 21 gennaio 2015, la stampa riporta stralci più dettagliati del provvedimento specificando, fra l'altro, che la trasformazione in S.p.A. richiederebbe una maggioranza qualificata - in prima convocazione sono richiesti i due terzi dei voti espressi, ma la votazione si ritiene valida solo in presenza di almeno un decimo dei soci della banca; in seconda convocazione, varrebbe il medesimo quorum dei due terzi, senza la soglia limite dei partecipanti. In caso di mancata approvazione della trasformazione in società per azioni, *“se entro un anno dal superamento del limite l'attivo non è stato ridotto al di sotto della soglia, né è stata deliberata la trasformazione in spa o la liquidazione, Banca d'Italia può adottare il divieto di intraprendere nuove operazioni o proporre alla Bce la revoca dell'autorizzazione all'attività bancaria e al Ministro dell'Economia la liquidazione coatta amministrativa”*<sup>(16)</sup>. Nella seduta di borsa del 21 gennaio, tutto il settore delle Banche Popolari fa registrare, ancora, decisi rialzi <sup>(17)</sup>.

In data 23 e 24 gennaio 2015, diversi articoli di stampa hanno ripreso la posizione dell'Associazione delle Banche Popolari, contraria alla riforma e decisa a contrastarla in ogni modo, rilanciando indiscrezioni circa la possibilità di emendamenti da presentare in Parlamento sul decreto-legge, finalizzati a mitigare alcuni aspetti del decreto quali il limite di partecipazione massima del 5% per il diritto di voto (o a un livello più basso es. il 3%), in modo da frammentare il potere di voto in più soggetti ed evitare uno stravolgimento derivante dal venir meno del voto capitario. Parallelamente, le indiscrezioni fanno riferimento alla possibilità di inserire negli statuti delle Popolari l'introduzione del voto multiplo a favore dei soci storici delle banche, come le fondazioni, che vedrebbero così riconosciuta una maggiore rappresentatività in assemblea. In particolare, un articolo del Financial Times, ripreso dall'Avvenire del 24 gennaio 2015 <sup>(18)</sup>, ha sottolineato il rischio che *“il Quantitative Easing lanciato dalla BCE possa migliorare i profitti delle banche popolari e ridurre l'incentivo al processo di consolidamento anche perché ci sono interessi locali che possono bloccare operazioni di fusione ed acquisizione”*. Questo aspetto, unito al rischio di *“annacquamento”* della riforma, anche per via dei possibili emendamenti al decreto-legge, ha portato i titoli delle banche popolari nella seduta borsistica del 23 gennaio a decisi ribassi (Banco Popolare -4,74%, UBI -3,47%, BPER -2,72%).

In data 24 gennaio 2015, un articolo del Corriere della Sera a firma di Mario Gerevini, *“Maxi Speculazione sulle Popolari”* pone in luce, secondo fonti londinesi, attività di acquisti consistenti di

<sup>15</sup> Termine che, a sua volta, comincerà a decorrere dal momento in cui Banca d'Italia varerà le disposizioni attuative.

<sup>16</sup> Articolo di Milano Finanza del 22 gennaio 2015, intitolato *“Popolari, la politica affila le lame”*.

<sup>17</sup>

BPM	+3,6%
UBI	+3%
BPER	+3,2%
Banco Popolare	+9,8%
Creval	+10,9%
Popolare di Sondrio	+11,2%
Banca Pop. dell'Etruria	+27,28%

<sup>18</sup> Avvenire del 24 gennaio 2015, pag. 19, *“Le popolari spopolate fanno esultare la City”*.



azioni delle banche popolari prima delle notizie inerenti la riforma realizzate da intermediari con base a Londra per conto di clienti. Tali azioni sono state poi cedute sul mercato nei giorni successivi all'annuncio della riforma, beneficiando sia dei rialzi sia degli elevati volumi di scambio. L'indiscrezione, ripresa anche da altri articoli di stampa fa riferimento al Fondo Speculativo Algebris, fondato da Davide Serra. Alcuni articoli di stampa (<sup>19</sup>) danno risalto a un *workshop* avente ad oggetto il cambiamento della normativa italiana sul credito cooperativo, che si sarebbe tenuto negli studi londinesi del Fondo Algebris, nei giorni precedenti l'annuncio (venerdì 16 gennaio 2015) da parte del Governo della volontà di voler riformare il sistema delle Banche Popolari, rilanciando indiscrezioni sulla operatività sospetta sulle azioni popolari che sarebbe stata registrata proprio con ordini di acquisto, poi seguiti da decise vendite, sulle azioni delle popolari nella City.

A tali indiscrezioni, Davide Serra, in un articolo del Sole 24 Ore del 30 gennaio 2015, ha replicato affermando che: *“Investiamo sulle banche popolari da marzo 2014 ..(..). Abbiamo popolari e, in particolare, abbiamo una specifica, grande posizione..(..)”*. Lo stesso articolo, sottolinea, inoltre, il deciso rialzo delle quote del Fondo Algebris nella seconda metà del mese di gennaio 2015, cosa che confermerebbe l'esposizione sui titoli delle Popolari. Lo stesso Davide Serra, però, nei giorni successivi, tramite un suo portavoce, ha comunicato di non aver effettuato acquisto sulle Popolari nel 2015 con il suo Fondo Algebris.

Nei giorni successivi, Davide Serra tramite “tweet” ha continuato a commentare la strategia di investimento del Fondo Algebris sulle banche popolari italiane. Tra i più significativi si segnalano: *“Algebris Investments, ha investito sin dalla sua nascita, nel 2006, nel settore bancario e assicurativo italiano”*; *“In particolare dal marzo 2014 ha una posizione importante, inferiore al 2%, in una banca popolare italiana (in aumento di capitale) incluse le Banche Popolari”*; *“Qualsiasi illazione portata avanti strumentalmente da qualsiasi gruppo politico o fazione è del tutto priva di fondamento”*; *“E' per questo ridicola ogni informazione tendente a insinuare la conoscenza privilegiata di informazioni.”*

Inoltre, in data 4 febbraio 2015, un portavoce del Fondo Algebris risponde al capogruppo Paglia del gruppo SEL, che ha accusato il finanziere Davide Serra, di aver speculato in Borsa ( ): *“E' ridicola ogni affermazione tendente a insinuare la conoscenza privilegiata di informazioni”*.

Un articolo del Sole 24 Ore del 25 gennaio 2015, *“Vortice sulle Popolari, faro sui movimenti in Borsa”*, evidenzia gli andamenti anomali fatti registrare dalle azioni delle Banche Popolari già prima che fuoriuscissero *rumors* sulla possibile riforma, che in modo più dettagliato possiamo far risalire al 16 gennaio 2015. Già il giorno prima, 15 gennaio, in assenza di *rumors*, gli scambi sulle Popolari sono stati *“superiori alla media dei 30 giorni precedenti”*. Lo stesso articolo però sottolinea che *“andando a ritroso già l'8 gennaio (...) le Popolari sono balzate con performance comprese tra il 5 e il 2%, gli scambi erano superiori alla media, seppure a fronte di andamenti negativi”*.

In data 26 gennaio 2015, la stampa riporta la notizia della firma, da parte del Presidente del Senato Piero Grasso, del Decreto-legge *“Investment Compact”*, avente ad oggetto tra l'altro la riforma delle Banche Popolari con entrata in vigore il 25 gennaio 2015.

---

<sup>19</sup> Libero del 20 gennaio 2015: *“In attesa del decreto sulle popolari ballano i furbetti”* e Il Secolo d'Italia del 23 gennaio 2015– *“Il Banchiere Davide Serra dietro il blitz di Matteo Renzi sulle Popolari?”*.

In data 27 gennaio 2015, un articolo del Sole 24 Ore “Con il balzo il mercato annulla lo storico sconto – Popolari” sottolinea che la *performance* fatta registrare delle azioni delle Banche Popolari a seguito del Decreto-legge del Governo di riforma del settore ha comportato un rialzo medio delle popolari del 20% che, come sottolineano gli analisti da sempre, equivale in media allo sconto del corso azionario di una Popolare rispetto ad una S.p.A.. In particolare, però l’articolo sopra richiamato sottolinea il rialzo di Banca Popolare dell’Etruria che nella settimana di annuncio della riforma ha registrato un rialzo del 67%. L’articolo sottolinea che “*O qualcuno ha speculato in anticipo sull’arrivo del decreto.. (..) oppure il mercato ha premiato tra le Popolari, la banca che più di tutte farà da preda, viste le condizioni del suo bilancio*”.

In pari data, un articolo di Milano Finanza “*Battaglia Legale sul decreto Pop*” rilancia la presa di posizione di Assopopolari contro il DL, pronta a perseguire le vie legali per far dichiarare il provvedimento del Governo sulle Popolari, incostituzionale per mancanza della sussistenza dei presupposti della “*necessita ed urgenza*” previsto dalla Carta Costituzionale per tale decretazione. Infatti, il Decreto lascia alle Banche Popolari 18 mesi per adeguarsi.

In data 29 gennaio 2015 la stampa riporta la notizia dell’attività posta in essere dall’Associazione delle Popolari, finalizzata ad un progetto di autoriforma da esaminarsi il 4 febbraio 2015, giorno del CdA dell’associazione di categoria. Tale Progetto, come risulta dagli articoli di stampa del 5 febbraio (resoconto del CdA di Assopopolari) includerebbe una serie di ipotesi distinguibili in due macro schemi: modelli cooperativi ibridi e società per azioni con opportuni elementi correttivi. Nel primo schema il CdA delle popolari verrebbe eletto dagli investitori istituzionali che esprimerebbero voti in percentuale delle azioni detenute mentre il resto del corpo sociale continuerebbe a servirsi del voto capitario. Nel secondo schema, invece, vi sarebbe l’ipotesi - ferma restando la trasformazione della popolare in S.p.a.- di emettere azioni a voto plurimo per i soci storici delle popolari e altri meccanismi di ponderazione dei pacchetti azionari. Inoltre sarebbe allo studio l’ipotesi di introdurre limiti al possesso azionario che non potrebbe eccedere il 5% del capitale.

In data 4 febbraio 2015, un articolo di Milano Finanza “*Idea bad bank per le popolari*” di Luca Gualtieri, rilancia l’indiscrezione di uno studio di Equita Sim, concernente l’ipotesi di una Bad Bank per le banche popolari, ossia una gestione centralizzata dei crediti deteriorati mediante la creazione di un veicolo partecipato dallo stato.

In data 9 febbraio 2015, un articolo pubblicato su Affari e Finanza, a firma di Federico Fubini - “La giusta distanza tra Governo e finanziari” - ritorna sui sospetti di *insider trading*, indicando alcuni forti movimenti di titoli nei giorni precedenti l’annuncio di Renzi del 16/2. In particolare come – due giorni prima dell’annuncio sulla riforma– “i titoli Bper e della Popolare di Sondrio abbiano iniziato a decollare”. Fubini si sofferma anche sulla dichiarazione di Serra che avrebbe investito sulle Popolari fin dal 2014 e sulla sua vicinanza al premier, tanto da essere Serra stesso il promotore di alcune proposte alla Leopolda in materia di crediti incagliati (settore nel quale investe...).

*Allegato 4 – Dati sull’andamento dei corsi e degli scambi delle banche popolari quotate*

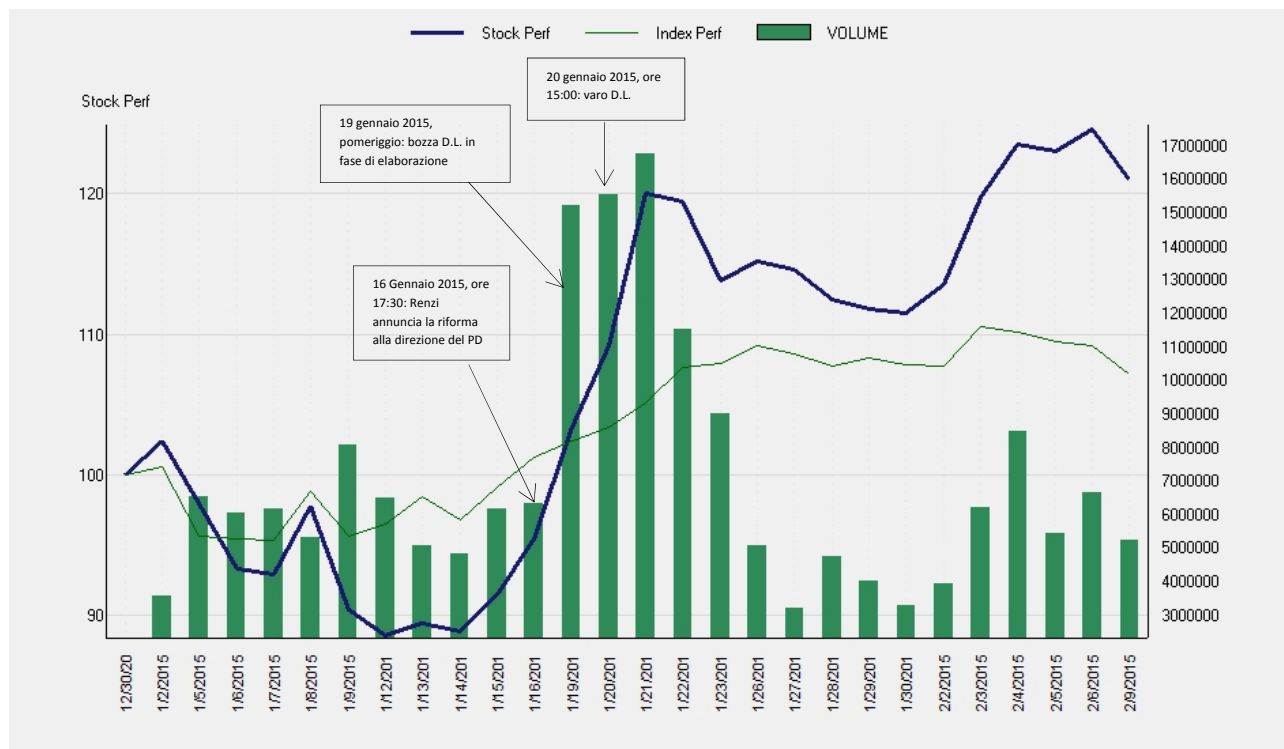
**Variazioni dei prezzi delle azioni delle banche popolari**

<b>Banca/Indice</b>	<b>2 Gen - 5 Feb 15</b>	<b>2 - 16 Gen 15</b>	<b>19 - 23 Gen 15</b>	<b>26 Gen - 5 Feb 15</b>
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio	56,69%	-5,36%	62,17%	2,10%
Banca Popolare di Milano	40,00%	9,59%	19,18%	7,20%
Credito Valtellinese	31,90%	-3,78%	30,93%	4,70%
Banca Popolare di Sondrio	18,60%	-3,04%	18,19%	3,49%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	18,02%	-6,50%	22,31%	3,20%
Banco Popolare	23,06%	-4,57%	19,27%	8,12%
Ubi Banca	7,30%	-6,38%	14,61%	0,00%
<b>Ftse Mib</b>	<b>9,50%</b>	<b>1,28%</b>	<b>6,57%</b>	<b>1,46%</b>
<b>Ftse Banche</b>	<b>8,01%</b>	<b>-0,14%</b>	<b>8,68%</b>	<b>-0,48%</b>

**Controvalori medi giornalieri negoziati in borsa (valori in euro)**

<b>Banca</b>	<b>2 Gen - 5 Feb 15</b>	<b>2 - 16 Gen 15</b>	<b>19 - 23 Gen 15</b>	<b>26 Gen - 5 Feb 15</b>
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio	5.334.479	757.403	13.085.481	6.622.571
Banca Popolare di Milano	149.789.011	86.518.063	318.599.333	133.336.657
Credito Valtellinese	9.595.171	3.866.964	26.602.976	7.147.534
Banca Popolare di Sondrio	1.501.873	808.843	3.648.810	1.156.168
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	8.518.827	5.802.662	15.591.242	7.909.466
Banco Popolare	7.064.447	5.853.219	13.602.545	4.912.561
Ubi Banca	11.482.851	10.235.619	18.984.440	8.839.696

## Banca Popolare dell'Emilia Romagna



ISIN	IT0000066123
Prezzo al 2 gennaio 2015	€ 5,580
Prezzo al 9 febbraio 2015	€ 6,580
Performance*	20,40%
Performance* al 16 gennaio 2015	-6,50%
Performance indice FTSE Bank	6,05%
Performance indice FTSE MIB	7,13%
Prezzo Massimo	€ 6,635
Prezzo Minimo	€ 4,804
Volume medio giornaliero	8.476.193
Volume medio giornaliero/CS	1,76%
Capitale Sociale	481.308.435
*Rispetto al prezzo del	30/12/2014

### Operatività Intermediari sul MTA e fuori mercato:

Nel periodo compreso tra il 2 ed il 16 gennaio 2015 è stata registrata la presenza:

- del conto proprietà di un intermediario estero che ha registrato un saldo positivo di circa 200.000 azioni corrispondenti allo 0,04% del capitale sociale dell'emittente. Gli acquisti sono stati effettuati principalmente nelle giornate del 13 e 15 gennaio 2015. Nel periodo successivo (19-23 gennaio 2015), tale conto proprietà ha incrementato la propria posizione

sul titolo portandola a circa lo 0,23% del capitale dell'emittente. Considerato il prezzo di riferimento del titolo nella giornata del 19 gennaio 2015 (€5,545), per la posizione al 16 gennaio 2015, la plusvalenza potenziale ammonterebbe a circa €74.000;

- di un intermediario italiano che ha operato per conto di un investitore italiano che ha aperto una posizione di circa lo 0,04% del capitale sociale dell'emittente nella seduta del 16 gennaio 2015, chiudendola nella giornata del 19 gennaio conseguendo una plusvalenza di circa €140.000.

Inoltre, tramite tale intermediario hanno operato tre investitori esteri. Il primo ha acquistato una posizione di circa 600.000 azioni pari allo 0,13% del capitale sociale dell'emittente nelle sedute dell'8 e 9 gennaio 2015 per una plusvalenza potenziale di circa €180.000. Il secondo investitore estero ha acquistato circa 200.000 azioni nella seduta del 16 gennaio 2015, per una plusvalenza potenziale di circa 100.000. Infine, il terzo investitore estero ha operato sulle azioni BPE con un altro intermediario acquistando complessivamente circa 300.000 azioni per una plusvalenza potenziale di €360.000.

### **Operatività in strumenti finanziari derivati collegati:**

Dall'analisi dell'operatività posta in essere su strumenti finanziari derivati aventi le azioni BPE come sottostante non è emerso alcun elemento di rilievo.

### **Posizioni Nette Corte**

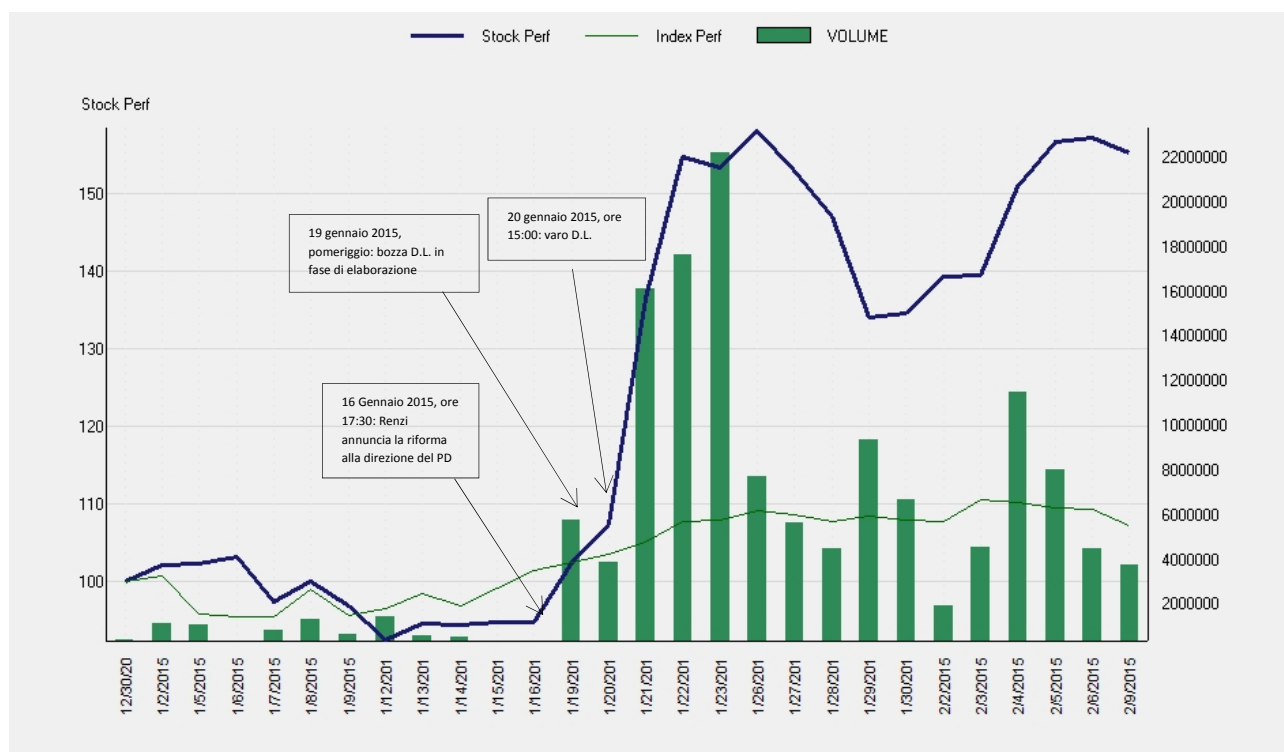
All'inizio di gennaio 2015 le Posizioni Nette Corte ("PNC") sul titolo erano in linea con la media di mercato<sup>20</sup>, essendo di poco inferiori al 2% del capitale sociale dell'emittente (cfr. Tabella seguente). Dopo l'annuncio della riforma sono leggermente diminuite, arrivando a valori inferiori all'1,5%, e si sono mantenute su tale valore fino all'inizio di febbraio 2015.

*Tabella – PNC su azioni Banca Popolare Emilia - Romagna (dati in % su capitale sociale)*

Data/BPE	AQR Capital Management, LLC	Altri inferiori allo 0,5	TOTALE
30/12/2014	0,67	1,26	1,93
16/01/2015	0,89	0,97	1,86
30/01/2015	0,92	0,75	1,67
06/02/2015	1,01	0,52	1,53

<sup>20</sup> Nel mese di gennaio 2015 il controvalore delle PNC su tutti i titoli italiani ha rappresentato circa l'1,7% della capitalizzazione dell'intero mercato.

## Banca Popolare Etruria Lazio



ISIN	IT0004919327
Prezzo al 2 gennaio 2015	€ 0,396
Prezzo al 9 febbraio 2015	€ 0,602
Performance*	55,27%
Performance* al 16 gennaio 2015	-5,36%
Performance indice FTSE Bank	6,05%
Performance indice FTSE MIB	7,13%
Prezzo Massimo	€ 0,613
Prezzo Minimo	€ 0,358
Volume medio giornaliero	5.242.181
Volume medio giornaliero/CS	2,41%
Capitale Sociale	217.190.817
*Rispetto al prezzo del	30/12/2014

### Operatività Intermediari sul MTA e fuori mercato:

Nel periodo compreso tra il 2 ed il 16 gennaio 2015 è stata registrata la presenza:

- di un intermediario estero il cui conto proprietà ha registrato un saldo positivo di circa 180.000 azioni corrispondenti a circa lo 0,09% del capitale sociale dell'emittente per una plusvalenza potenziale rispetto al prezzo di riferimento del 19 gennaio 2015 di circa €2.500;
- di un investitore *retail* per il tramite di un intermediario italiano che ha aperto una posizione sul titolo di circa 285.000 azioni chiudendola nella giornata del 19 gennaio 2015 con una plusvalenza di circa €10.000.

Dall'analisi dell'operatività posta in essere fuori mercato non è stato possibile ricondurre l'operatività dell'intermediario estero a specifici committenti.

### **Operatività in strumenti finanziari derivati collegati:**

Non sono stati conclusi contratti su strumenti finanziari.

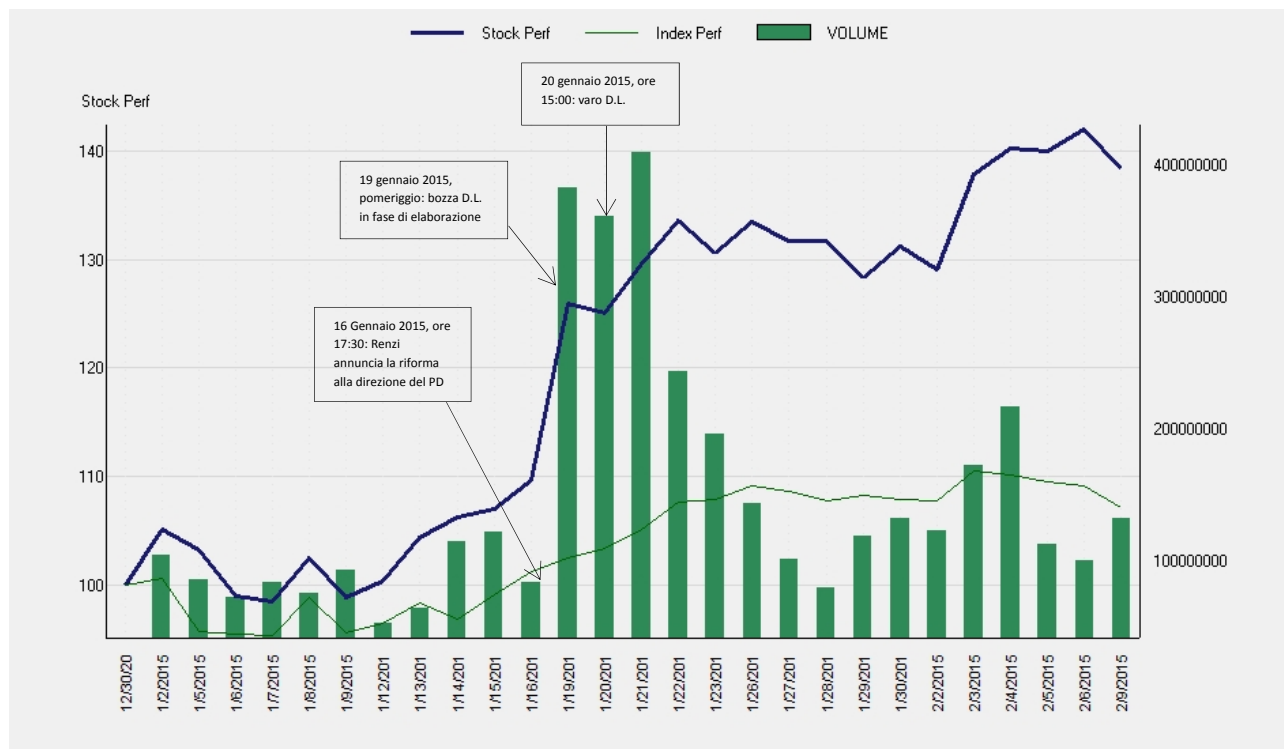
### **Posizioni Nette Corte**

All'inizio di gennaio 2015 le PNC sul titolo erano superiori alla media di mercato, attestandosi intorno al 4% del capitale sociale dell'emittente (cfr. Tabella seguente). Dopo l'annuncio della riforma sono diminuite al 3% circa.

*Tabella – PNC su azioni Banca Popolare Etruria e Lazio (dati in % su capitale sociale)*

Data/Banca Pop Etruria-Lazio	GSA Capital Partners LLP	Kairos Investment Management Limited	Altri inferiori allo 0,5	TOTALE
30/12/2014	0,5	2,83	0,8	4,13
16/01/2015	0,5	2,92	0,91	4,33
30/01/2015	0,5	1,91	0,74	3,15
06/02/2015	0,5	1,87	0,66	3,03

## Banca Popolare di Milano



ISIN	IT0000064482
Prezzo al 2 gennaio 2015	€ 0,570
Prezzo al 9 febbraio 2015	€ 0,751
Performance*	38,34%
Performance* al 16 gennaio 2015	9,59%
Performance indice FTSE Bank	6,05%
Performance indice FTSE MIB	7,13%
Prezzo Massimo	€ 0,771
Prezzo Minimo	€ 0,534
Volume medio giornaliero	147.331.284
Volume medio giornaliero/CS	3,35%
Capitale Sociale	4.391.784.467
*Rispetto al prezzo del	30/12/2014

### Operatività Intermediari:

Nel periodo compreso tra il 2 ed il 16 gennaio 2015 è stata registrata la presenza:



- del conto proprietà di un intermediario estero che ha registrato un saldo positivo di circa 12.000.000 azioni corrispondenti a circa lo 0,27% del capitale sociale dell'emittente, per una plusvalenza potenziale di circa €1.400.000. Gli acquisti sono stati effettuati principalmente nelle giornate dell'8, 13 e 16 gennaio 2015. Nel periodo successivo tale intermediario ha venduto azioni corrispondenti a circa l'1,35% del capitale sociale dell'emittente;
- del conto proprietà di un intermediario italiano che ha registrato un saldo positivo di circa 18.500.000 acquistate nelle principalmente nelle sedute del 7 e 9 gennaio 2015 per una plusvalenza potenziale di circa €800.000.
- di un intermediario italiano che ha operato per conto di un investitore italiano che nella seduta del 16 gennaio 2015 ha aperto una posizione di 2.600.000 azioni corrispondenti a circa lo 0,06% del capitale sociale dell'emittente, chiudendola nella giornata del 19 gennaio, conseguendo una plusvalenza effettiva di circa €220.000. Inoltre, tramite tale intermediario hanno operato un investitore estero che ha acquistato circa 5.000.000 di azioni nella giornata del 15 gennaio 2015 per una plusvalenza potenziale di € 500.000, ed un intermediario italiano che ha acquistato 1.000.000 di azioni nella giornata del 16 gennaio 2015 per una plusvalenza potenziale di circa € 100.000 ed un investitore estero che ha acquistato 2.400.000 azioni dal 5 al 16 gennaio 2015 per una plusvalenza potenziale di €230.000. Tale ultimo investitore risulta aver operato anche sulle azioni BPE.

#### **Operatività in strumenti finanziari derivati collegati:**

Dall'analisi dell'operatività posta in essere su strumenti finanziari derivati aventi le azioni PMI come sottostante non è emerso alcun elemento di rilievo.

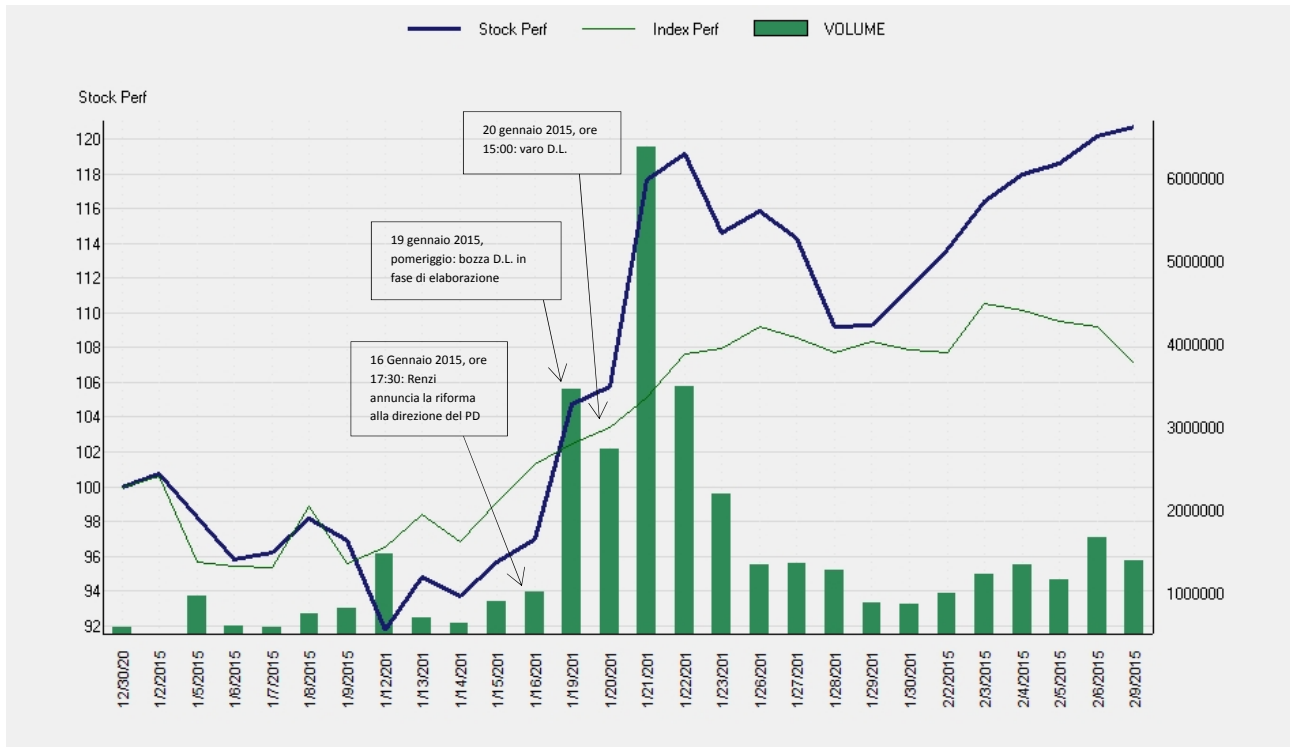
#### **Posizioni Nette Corte:**

All'inizio di gennaio 2015 le PNC sul titolo erano inferiori alla media di mercato, attestandosi allo 0,7% del capitale sociale dell'emittente (cfr. Tabella seguente). Dopo l'annuncio della riforma sono leggermente diminuite, arrivando a valori inferiori prossimi allo 0,3%, per poi crescere nuovamente negli ultimi giorni di gennaio e all'inizio di febbraio arrivando a valori prossimi al 2% del capitale sociale.

*Tabella – PNC su azioni Banca Popolare di Milano (dati in % su capitale sociale)*

Data/Banca Pop Milano	Marshall Wace LLP	Altri inferiori allo 0,5	TOTALE
30/12/2014	N/A	0,82	0,82
16/01/2015	N/A	0,43	0,43
30/01/2015	1,97	0,22	2,19
06/02/2015	1,57	0,42	1,99

## Banca Popolare di Sondrio



ISIN	IT0000784196
Prezzo al 2 gennaio 2015	€ 3,118
Prezzo al 9 febbraio 2015	€ 3,738
Performance*	20,74%
Performance* al 16 gennaio 2015	-3,04%
Performance indice FTSE Bank	6,05%
Performance indice FTSE MIB	7,13%
Prezzo Massimo	€ 3,738
Prezzo Minimo	€ 2,840
Volume medio giornaliero	1.503.435
Volume medio giornaliero/CS	0,33%
Capitale Sociale	453.385.777
*Rispetto al prezzo del	30/12/2014

### Operatività Intermediari sul MTA e fuori mercato:

Nel periodo compreso tra il 2 ed il 16 gennaio 2015 è stata registrata la presenza:

- del conto proprietà di un intermediario estero che ha registrato un saldo positivo di circa 180.000 azioni corrispondenti allo 0,04% del capitale sociale dell'emittente per una plusvalenza potenziale di circa €35.000. Gli acquisti sono stati effettuati principalmente nelle giornate dal 5 e 9 gennaio 2015. Nel periodo successivo tale intermediario ha continuato ad acquistare.
- di un intermediario italiano che ha registrato un saldo positivo di circa 300.000 azioni corrispondenti allo 0,07% del capitale sociale dell'emittente. Nel periodo successivo (19-23 gennaio 2015), tale intermediario ha venduto azioni pari allo 0,38% del capitale sociale dell'emittente. Gli acquisti sono stati effettuati principalmente nelle giornate dal 9 al 13 gennaio 2015. Considerato il prezzo di acquisto e quello di riferimento nella giornata del 19 gennaio 2015, la plusvalenza ammonterebbe a circa €82.000.
- di un intermediario italiano che ha operato per conto di un investitore italiano che ha aperto una posizione di circa lo 0,03% del capitale sociale dell'emittente nella seduta del 16 gennaio 2015, chiudendola nella giornata del 19 gennaio conseguendo una plusvalenza effettiva di circa €37.000.
- del conto terzi e proprietà di un intermediario italiano che nelle giornate del 15 e 16 gennaio 2015 hanno acquistato complessivamente 140.000 azioni per una plusvalenza potenziale di €40.000.

#### **Operatività in strumenti finanziari derivati collegati:**

Dall'analisi dell'operatività posta in essere su strumenti finanziari derivati aventi le azioni BPSO come sottostante non è emerso alcun elemento di rilievo.

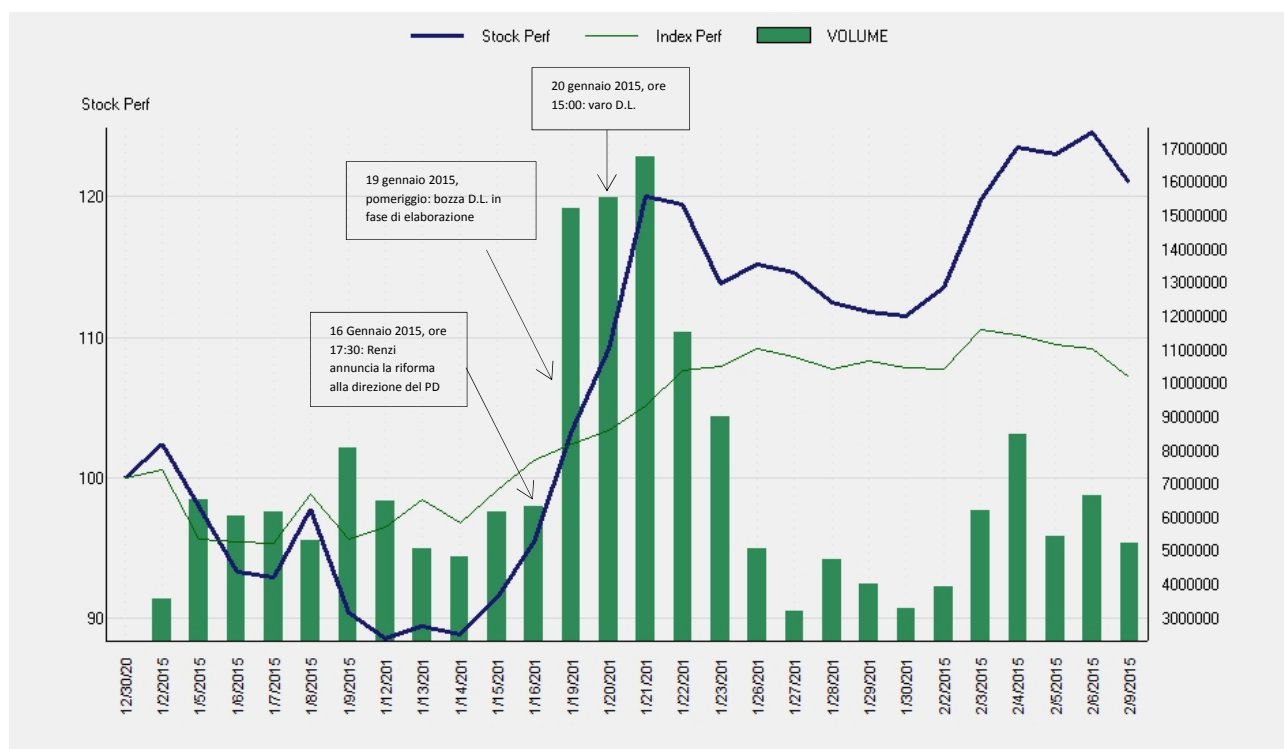
#### **Posizioni Nette Corte**

Non vi sono PNC prima dell'annuncio della riforma. Le PNC presenti all'inizio di febbraio 2015 sono poco significative, essendo intorno allo 0,2% del capitale sociale (cfr. Tabella).

*Tabella – PNC su azioni Banca Popolare di Sondrio (dati in % su capitale sociale)*

Data/Banca Pop Sondrio	Inferiori allo 0,5	TOTALE
30/12/2014	0	0
16/01/2015	0	0
30/01/2015	0,2	0,2
06/02/2015	0,2	0,2

## Banco Popolare



ISIN	IT0005002883
Prezzo al 2 gennaio 2015	€ 10,300
Prezzo al 9 febbraio 2015	€ 12,170
Performance*	20,97%
Performance* al 16 gennaio 2015	-4,57%
Performance indice FTSE Bank	6,05%
Performance indice FTSE MIB	7,13%
Prezzo Massimo	€ 12,530
Prezzo Minimo	€ 8,915
Volume medio giornaliero	6.980.148
Volume medio giornaliero/CS	1,93%
Capitale Sociale	362.179.606
*Rispetto al prezzo del	30/12/2014

### Operatività Intermediari sul MTA e fuori mercato:

Nel periodo compreso tra il 2 ed il 16 gennaio 2015 è stata registrata la presenza:

- di intermediario estero il cui conto proprietà ha registrato un saldo positivo corrispondente a circa lo 0,98% del capitale sociale dell'emittente. Gli acquisti sono stati effettuati principalmente nelle sedute dal 7 al 13 gennaio 2015. Considerando il prezzo medio di acquisto e quello di riferimento del 19 gennaio 2015 (€ 10,6), l'investitore istituzionale estero avrebbe conseguito una plusvalenza potenziale di circa €3,5 milioni. Tale investitore istituzionale ha parzialmente chiuso la posizione nel periodo 19 – 23 gennaio 2015;

- di un intermediario italiano che ha acquistato principalmente nelle sedute del 15 e 16 gennaio 2015 senza chiudere la posizione nel periodo dal 19 al 23 gennaio 2015. La posizione acquistata, pari a circa lo 0,30% del capitale sociale dell'emittente, sarebbe riconducibile ad un committente, per una plusvalenza complessiva di circa €1 milione;
- di un intermediario italiano che ha operato per conto di un investitore italiano che ha aperto una posizione di circa lo 0,02% del capitale sociale dell'emittente nella seduta del 16 gennaio 2015, chiudendola nella giornata del 19 gennaio con una plusvalenza di circa € 74.000. Inoltre, tramite tale intermediario hanno operato due investitori esteri, che nella giornata del 5 gennaio 2015 hanno acquistato rispettivamente 140.000 e 50.000 azioni per plusvalenze potenziali di €23.000 e 30.000.
- di un intermediario italiano che ha registrato un saldo positivo di circa 1.000.000 di azioni pari allo 0,29% del capitale dell'emittente. Il saldo positivo è riconducibile principalmente all'operatività di un investitore estero che nella giornata del 14 gennaio ha acquistato 570.000 azioni che ha parzialmente venduto nella giornata del 19 gennaio 2015 conseguendo una plusvalenza di circa €350.000.

#### **Operatività in strumenti finanziari derivati collegati:**

Dall'analisi dell'operatività posta in essere su strumenti finanziari derivati è emersa la posizione di 3.000 lotti di opzioni *call* BP5F10.50 strike price € 10,50 e scadenza giugno acquistati da un intermediario estero nella giornata del 13 gennaio 2015. Attualmente le opzioni sono *in the money*.

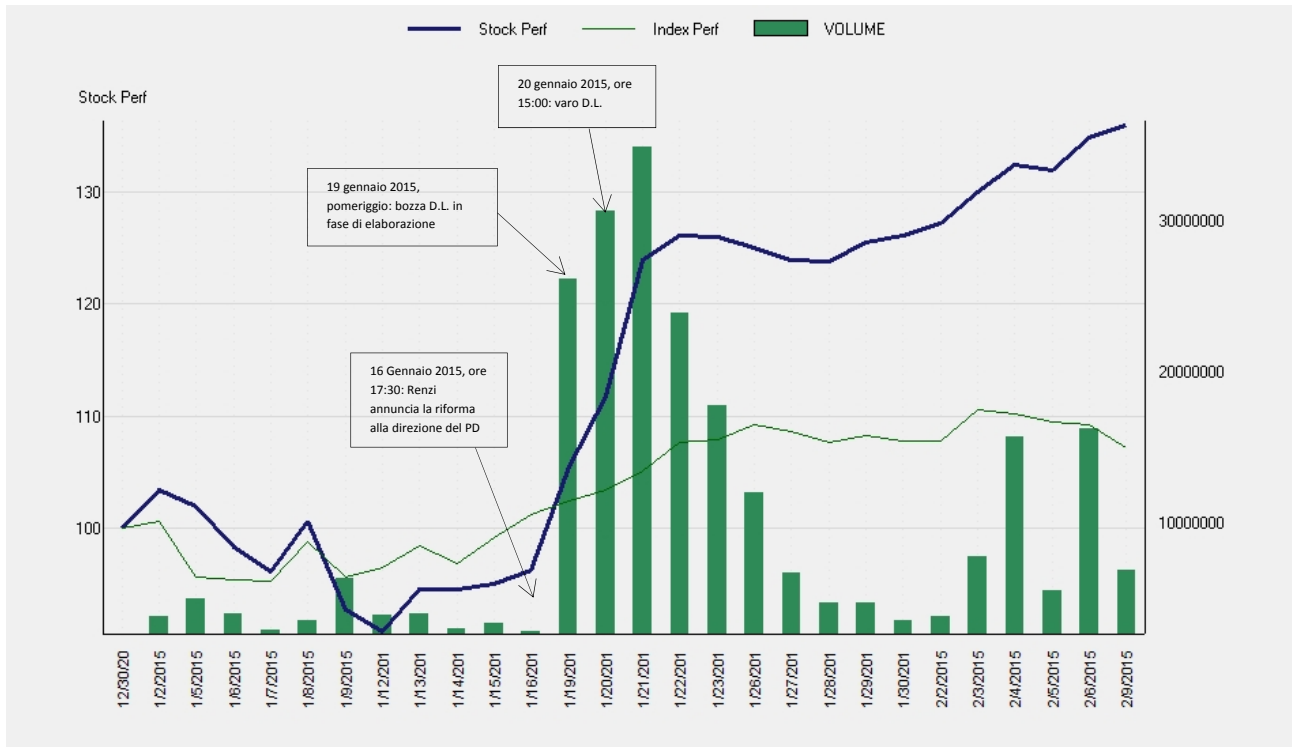
#### **Posizioni Nette Corte**

All'inizio di gennaio 2015 le PNC sul titolo Banco Popolare erano in linea con la media di mercato, essendo di poco superiori al 2% del capitale sociale dell'emittente (cfr. Tabella). Dopo l'annuncio della riforma sono leggermente diminuite, arrivando a valori vicini all'1,8% e si sono mantenute su tali valori fino all'inizio di febbraio 2015.

*Tabella – PNC su azioni Banco Popolare (dati in % su capitale sociale)*

Data/Banco Popolare	AQR Capital Management, LLC	Altri inferiori allo 0,5	TOTALE
30/12/2014	0,76	1,39	2,15
16/01/2015	0,92	1,35	2,27
30/01/2015	1,21	0,68	1,89
06/02/2015	1,21	0,44	1,65

## Credito Valtellinese



ISIN	IT0000064516
Prezzo al 2 gennaio 2015	€ 0,820
Prezzo al 9 febbraio 2015	€ 1,078
Performance*	35,94%
Performance* al 16 gennaio 2015	-3,78%
Performance indice FTSE Bank	6,05%
Performance indice FTSE MIB	7,13%
Prezzo Massimo	€ 1,078
Prezzo Minimo	€ 0,720
Volume medio giornaliero	9.738.544
Volume medio giornaliero/CS	0,88%
Capitale Sociale	1.108.872.369
*Rispetto al prezzo del	30/12/2014

### Operatività Intermediari:

Nel periodo compreso tra il 2 ed il 16 gennaio 2015 è stata registrata la presenza:

- del conto proprietà di un intermediario estero che ha registrato un saldo positivo di circa 1.300.000 azioni corrispondenti a circa lo 0,11% del capitale dell'emittente per una plusvalenza potenziale di circa € 69.000. Gli acquisti sono stati effettuati principalmente nelle giornate comprese tra il 2 e l'8 gennaio 2015. Nel periodo successivo tale intermediario ha venduto azioni corrispondenti a circa lo 0,60% del capitale sociale dell'emittente;
- di un intermediario italiano che ha registrato un saldo positivo di circa 760.000 azioni corrispondenti allo 0,07% del capitale sociale dell'emittente. Il saldo è riconducibile a un investitore che nelle giornate del 13 e 14 gennaio 2015 ha acquistato 540.000 azioni. Considerato il prezzo medio di acquisto e quello di riferimento nella giornata del 19 gennaio 2015, la plusvalenza ammonterebbe a circa €40.000;
- di un intermediario italiano che ha operato per conto di un investitore italiano che nella seduta del 16 gennaio 2015 ha aperto una posizione di circa 660.000 azioni corrispondenti a circa lo 0,06% del capitale sociale dell'emittente, per poi chiuderla nella giornata del 19 gennaio, conseguendo una plusvalenza effettiva di circa €47.000.

#### **Operatività in strumenti finanziari derivati collegati:**

Dall'analisi dell'operatività posta in essere su strumenti finanziari derivati aventi le azioni CVAL come sottostante non è emerso alcun elemento di rilievo.

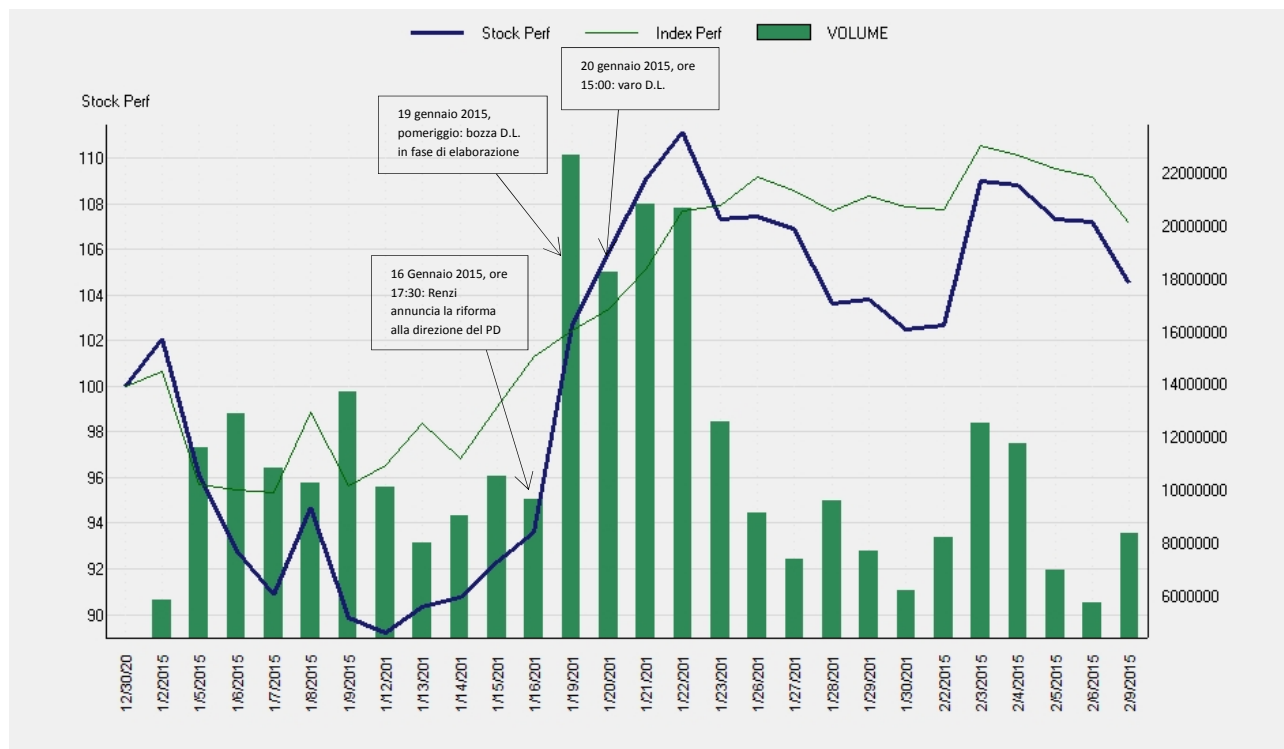
#### **Posizioni Nette Corte:**

All'inizio di gennaio 2015 le PNC sul titolo erano inferiori alla media di mercato, attestandosi intorno all'1,4% del capitale sociale dell'emittente (cfr. Tabella seguente). Nei giorni successivi all'annuncio della riforma sono diminuite progressivamente, arrivando, all'inizio di febbraio 2015, a valori vicini allo 0,5%.

*Tabella – PNC su azioni Credito Valtellinese (dati in % su capitale sociale)*

Data/Credito Valtellinese	Inferiori allo 0,5	TOTALE
30/12/2014	1,38	1,38
16/01/2015	1,2	1,2
30/01/2015	0,48	0,48
06/02/2015	0,46	0,46

## Ubi Banca



ISIN	IT0003487029
Prezzo al 2 gennaio 2015	€ 6,085
Prezzo al 9 febbraio 2015	€ 6,230
Performance*	4,53%
Performance* al 16 gennaio 2015	-6,38%
Performance indice FTSE Bank	6,05%
Performance indice FTSE MIB	7,13%
Prezzo Massimo	€ 6,625
Prezzo Minimo	€ 5,315
Volume medio giornaliero	11.155.071
Volume medio giornaliero/CS	1,24%
Capitale Sociale	901.748.572
*Rispetto al prezzo del	30/12/2014

### Operatività Intermediari:

Nel periodo compreso tra il 2 ed il 16 gennaio 2015 è stata registrata la presenza:

- del conto proprietà di un intermediario estero che ha registrato un saldo positivo di circa 1.280.000 azioni corrispondenti a circa lo 0,14% del capitale sociale dell'emittente per una plusvalenza potenziale di circa €760.000. Gli acquisti sono stati effettuati principalmente nelle giornate dell'8 e del 14 gennaio 2015. Nel periodo successivo tale intermediario ha venduto azioni corrispondenti a circa lo 0,06% del capitale sociale dell'emittente;



- di un intermediario italiano che ha registrato un saldo positivo di circa 3.550.000 azioni corrispondenti allo 0,40% del capitale sociale dell'emittente. Gli acquisti sono stati effettuati principalmente nelle giornate dal 5 al 12 gennaio 2015.  
Nel periodo successivo (19-23 gennaio 2015), tale intermediario ha venduto azioni pari allo 0,58% del capitale sociale dell'emittente. Il saldo positivo registrato nel primo periodo è riconducibile principalmente all'operatività di due investitori italiani che hanno registrato saldi positivi rispettivamente di circa 440.000 e 300.000 azioni. Dopo l'annuncio il primo investitore ha continuato ad acquistare modeste quantità di azioni, mentre il secondo investitore ha chiuso l'intera posizione sul titolo con una plusvalenza di circa 300.000.
- di un intermediario italiano che ha operato per conto di un investitore italiano che nella seduta del 16 gennaio 2015 ha aperto una posizione di circa 140.000 azioni corrispondenti a circa lo 0,01% del capitale sociale dell'emittente, chiudendola nella giornata del 19 gennaio conseguendo una plusvalenza di circa €83.000.

#### **Operatività in strumenti finanziari derivati collegati:**

Dall'analisi dell'operatività posta in essere su strumenti finanziari derivati è emersa la posizione di 500 lotti di opzioni call UBI5C6.40 *strike price* € 6,40 e scadenza marzo acquistati da un intermediario estero e venduti da un intermediario italiano nella giornata del 16 gennaio 2015. Attualmente le opzioni sono *at the money*.

#### **Posizioni Nette Corte:**

All'inizio di gennaio 2015 le PNC sul titolo UBI BANCA erano inferiori alla media di mercato, attestandosi intorno all'1% del capitale sociale dell'emittente (cfr. Tabella seguente). Nei giorni successivi all'annuncio della riforma si sono leggermente incrementate per poi diminuire all'inizio di febbraio 2015, arrivando a valori inferiori all'1% del capitale sociale.

*Tabella – PNC su azioni Ubi Banca (dati in % su capitale sociale)*

Data/Ubi Banca	Inferiori allo 0,5	TOTALE
30/12/2014	0,9	0,9
16/01/2015	1,32	1,32
30/01/2015	1,45	1,45
06/02/2015	0,67	0,67

*Allegato 5 – Studi prodotti sulle Banche popolari dal 19 gennaio 2015*

BANCA	DATA	INTERMEDIARIO	GIUDIZIO	Target Price (€)
<b>BPM</b>	19/01/2015	Goldman Sachs	Neutral	0,73
	20/01/2015	Deutsche Bank	Hold	0,6
	02/02/2015	Equita Sim	Buy	0,86 da 0,77
	21/02/2015	Mediobanca	Outperform da Neutral	0,77 da 0,67

BANCA	DATA	INTERMEDIARIO	GIUDIZIO	Target Price (€)
<b>Banco Popolare</b>	19/01/2015	Goldman Sachs	Buy	16,3
	20/01/2015	Deutsche Bank	Buy	15,0 da 16,0
	21/01/2015	Mediobanca	Outperform	14,0
	02/02/2015	Equita Sim	Buy	13,9 da 12,8
	04/02/2015	Banca Akros	Accumulate	12,8 da 12

BANCA	DATA	INTERMEDIARIO	GIUDIZIO	Target Price (€)
<b>BPER</b>	21/01/2015	Mediobanca	Outperform	7,5
	02/02/2015	Equita Sim	Hold	7,1 da 6,5
	04/02/2015	Banca Akros	Accumulate	6,6 da 5,9

BANCA	DATA	INTERMEDIARIO	GIUDIZIO	Target Price (€)
<b>CREVAL</b>	21/01/2015	Mediobanca	Neutral	0,95
	02/02/2015	Equita Sim	Buy	1,07
	04/02/2015	Banca Akros	Accumulate	1,1 da 0,9

BANCA	DATA	INTERMEDIARIO	GIUDIZIO	Target Price (€)
<b>UBI</b>	19/01/2015	Goldman Sachs	Neutral	6,7
	20/01/2015	Deutsche Bank	Hold	5,7 da 6,2
	21/01/2015	Mediobanca	Outperform	7,8
	02/02/2015	Equita Sim	Hold	7,3 da 6,7
	04/02/2015	Banca Akros	Hold	6,0

N.B.: I giudizi e i *target price* per i quali non sono indicate le variazioni si intendono confermati.

## *Allegato 6 – Progetto di trasformazione in Spa della Banca Popolare Etruria e Lazio (PEL)*

**11 agosto 2014** – Il Cda di Banca Etruria conferisce mandato al presidente Lorenzo Rosi di definire modalità e adempimenti per condurre la Banca nei prossimi mesi alla trasformazione della stessa in società per azioni. Il Cda incarica il presidente di dare ulteriore impulso al processo di integrazione, orientando la ricerca, oltre che verso l'individuazione di un *partner* industriale, anche verso investitori istituzionali, quali fondi di investimento. Il Cda approva i risultati al 30 giugno: risultato netto negativo per €97,8 milioni. Il patrimonio netto consolidato pari a €560,6 milioni, in riduzione rispetto ai 648,3 milioni di fine dicembre 2013.

**29 agosto 2014** – il Cda di Banca Etruria dà il via libera alle linee preliminari dell'operazione, annunciata lo scorso 11 agosto, che ha l'obiettivo di condurre alla trasformazione della banca in società per azioni ed al suo rafforzamento patrimoniale anche mediante l'ingresso di un nuovo partner bancario e investitori istituzionali nella compagine sociale dell'Istituto. L'operazione sarà sottoposta all'approvazione dell'assemblea straordinaria dei soci nella struttura che sarà definita all'esito del processo di ricerca di nuovi partner in corso di svolgimento con l'ausilio dell'*advisor* finanziario Mediobanca ed in funzione dei riscontri che si riceveranno nell'ambito di tale attività.

**29 settembre 2014** - Il presidente di Banca Etruria Lorenzo Rosi avvia gli approfondimenti per trasformare l'istituto aretino in una società per azioni in modo da aprire il capitale a nuovi azionisti. Lo rende noto l'istituto con comunicato, ricordando che il numero uno della banca aveva ricevuto mandato dal Cda e che il piano è "*in linea con le indicazioni della Banca d'Italia*" alla quale il progetto è stato illustrato nelle sue linee essenziali. Banca Etruria avrà un partner bancario di controllo una volta trasformata in spa.

**3 ottobre 2014** – Banca d'Italia irroga sanzioni per 2,542 milioni di euro nei confronti dei ex amministratori di Banca Etruria. Le sanzioni fanno seguito ad accertamenti ispettivi condotti da Banca d'Italia nel periodo compreso tra marzo e settembre 2013, su fatti e circostanze risalenti a precedenti esercizi. A seguito delle ispezioni di Bankitalia furono indagati dalla procura di Arezzo l'allora presidente Giuseppe Fornasari, il direttore generale Luca Bronchi e il dirigente David Canestri. Questo provvedimento, spiega la banca, "*non riguarda in alcun modo la trasformazione in società per azioni, il processo di integrazione con un partner bancario di primario standing e il rafforzamento patrimoniale intrapreso da Banca Etruria, che continua ad essere condotto in costante raccordo con l'Autorità di Vigilanza*".

**11 novembre 2014** - Il gruppo Banca Etruria ha chiuso i nove mesi del 2014 con una perdita di 126,1 milioni. La capogruppo Banca Etruria chiude con un risultato netto negativo €138,7 milioni. Le rettifiche nette sono pari a 217,6 milioni. Sotto il profilo patrimoniale il Cet1 ratio della banca è al 5,9 %. Il Total Capital Ratio all'8,3%.

**23 dicembre 2014** - Il Cda di Banca Etruria approva il piano di risanamento che prevede una *spending review* e la riduzione del costo del personale con esuberi stimati in 410 unità. Il Cda, ha deliberato di dar seguito nel quadro del processo di integrazione "*con una realtà bancaria maggiormente rilevante e in un'ottica di contenimento dei costi e di recupero di efficienza gestionale, a un processo di decisa riorganizzazione aziendale finalizzato a definire una struttura*

*maggiormente coerente, anche in termini dimensionali". "Il buon profilo di liquidità del gruppo - si sottolinea - ha consentito il rimborso totale di 1,3 miliardi di euro di Long term refinancing operation fino ad azzerare, nel mese corrente, la propria esposizione verso la Bce".*

Il Cda decide di rinviare la convocazione dell'assemblea straordinaria chiamata ad approvare la trasformazione dell'istituto in società per azioni a dopo la presentazione del progetto di bilancio 2014.

**13 gennaio 2015** – un articolo di Milano Finanza “Etruria tratta per cedere uno stock di crediti npl” riporta indiscrezioni di una trattativa tra Etruria e un paio di fondi americani, compreso il gruppo Fortpress, per la cessione di un pacchetto *di bad loan*.

**23 gennaio 2015**- la Banca Etruria nella trattativa aperta con i sindacati per un massiccio piano di esodi volontari ha dichiarato di voler tagliare 32 milioni di euro di costo del lavoro a regime per rendere più agevole l'ingresso di un futuro partner bancario. La banca intende siglare un accordo in tempo per il consuntivo del 2014 che sarà pubblicato il prossimo 11 febbraio. Secondo i sindacati non c'è un bacino capiente di addetti in grado di affluire sul fondo esuberanti: in tutto non supererebbero le 250 unità (la Banca vuole tagliare 410 unità). Per colmare la differenza con l'obiettivo, vista l'urgenza dell'Etruria di fare una radicale *spending review*, tra le ipotesi sul tavolo ci sono anche la riduzione dell'orario di lavoro e il blocco dei contratti a tempo determinato.

**30 gennaio 2015** - Un articolo di Milano Finanza - "*Banca Etruria al bivio sul patrimonio*" - sottolinea che il CdA, convocato per il 30 gennaio, farà un'analisi sugli npl, in vista della trimestrale dell'11 febbraio 2015 ed evidenzia come un eventuale aggravamento della situazione patrimoniale porterebbe PEL ad una scelta obbligata tra tre alternative: aumento di capitale, emissione di un bond o pacchetto forte di dismissioni.

**6 febbraio 2015** - Banca Etruria, messa in difficoltà dal forte deterioramento del suo portafoglio crediti, soprattutto a causa della crisi economica, ha dichiarato in trattativa di voler ridurre a regime il costo del lavoro di 32 milioni. Lo scopo, tra l'altro, è di rendersi più appetibile nella ricerca del partner bancario di elevato standing come richiesto dalla Banca d'Italia. La banca, secondo fonti sindacali, ha una percentuale di crediti deteriorati superiore alla media di sistema.

**7 febbraio 2014** - Banca Etruria e i sindacati hanno raggiunto un accordo sul piano di taglio dei costi che porterà all'uscita di 210 addetti in un quadriennio rispetto alle richieste iniziali che puntavano a 410 addetti. Verrà attivato un fondo per gli esodi agevolati della durata quadriennale.

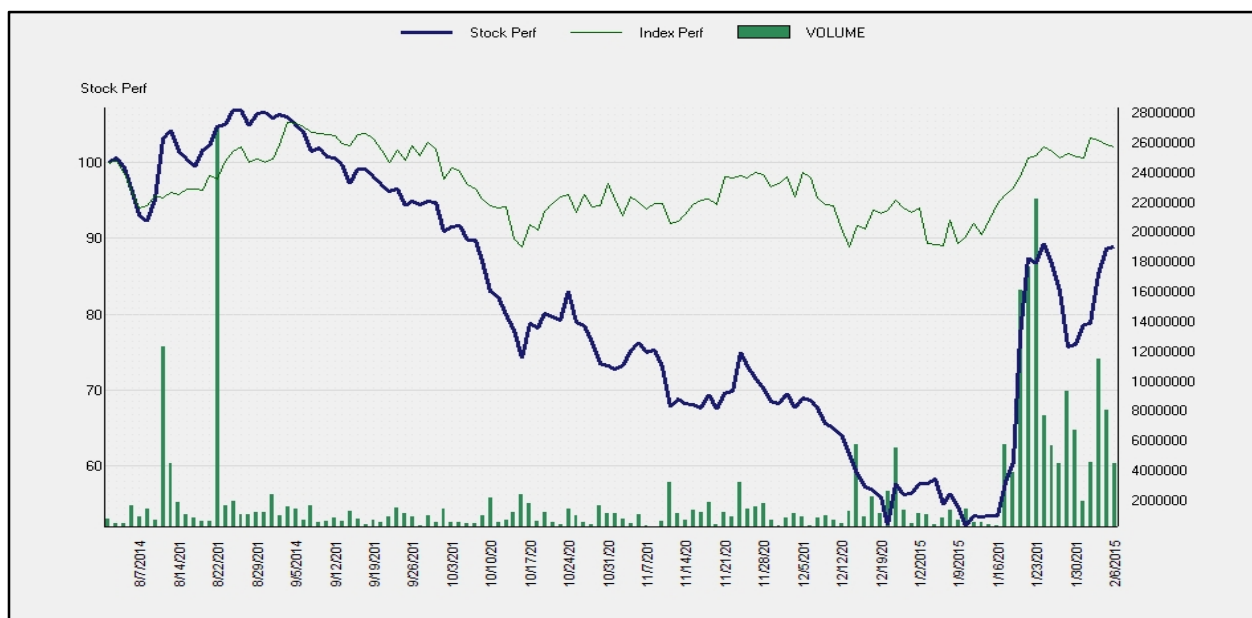
**9 febbraio 2014** – la Società ha comunicato che gli effetti positivi strutturali a medio termine dell'accordo raggiunto tra Banca Etruria e i sindacati sul piano di taglio dei costi che porterà all'uscita di 210 addetti in un quadriennio "*si realizzeranno in via progressivamente crescente mentre nell'immediato hanno un impatto negativo sul risultato di esercizio 2014 e sul coefficiente di capitale primario di classe I. Tali impatti sul bilancio 2014 sono in fase di quantificazione e dipenderanno dalle effettive adesioni dei dipendenti interessati ed al momento si stima in una forchetta tra 45 e 55 milioni di euro, mentre il risparmio a regime del costo complessivo del personale è quantificabile in circa 32 milioni*".

## Andamento dei prezzi e volumi negoziati sulle azioni Banca Popolare Etruria Lazio (PEL) nel periodo 1 agosto 2014 – 6 febbraio 2015

Nel periodo di osservazione il prezzo delle azioni PEL ha fatto registrare complessivamente un ribasso dell'11,14%, passando da €0,6865 (prezzo di riferimento del 1 agosto 2014) a €0,61 (prezzo di riferimento del 6 febbraio 2015). Il corso azionario ha fatto osservare il prezzo massimo il 27 agosto 2014 (€0,7335) ed il prezzo minimo il 22 dicembre 2014 (€0,358).

Nello stesso periodo l'indice FTSE MIB ha avuto un guadagno complessivo di +1,96%, mentre l'indice settoriale FTSE Banche ha subito una diminuzione dello 0,06%. Il volume medio degli scambi giornalieri è stato di 2.266.207 azioni.

### Grafico n.1: Andamento dei prezzi e volumi negoziati sulle azioni PEL nel periodo 1 agosto 2014 - 6 febbraio 2015



Come si evince anche dal grafico, è possibile distinguere due *sub*-periodi: 1) 1 agosto 2014 -30 dicembre 2014; 2) 2 gennaio 2015 -6 febbraio 2015.

### Andamento nel sub-periodo 1 agosto 2014 -30 dicembre 2014 e relative attività di vigilanza

Nel periodo in esame il prezzo delle azioni PEL ha fatto registrare un ribasso complessivo del 43,53% passando da €0,6865 (prezzo di riferimento del 1 agosto 2014) ad €0,3877 (prezzo di riferimento del 30 dicembre 2014), con una media di scambi giornalieri di 1.507.545 azioni. Nello stesso periodo gli indici FTSE MIB e FTSE Banche hanno avuto un più contenuto calo, rispettivamente, del 6,63% e del 7,98%.

In particolare, si è contraddistinta **la giornata del 22 agosto 2014**, quando il prezzo delle azioni PEL ha guadagnato il 2,35% rispetto alla seduta precedente (attestandosi a €0,718) ed i volumi

hanno raggiunto il valore massimo **di quasi 27 milioni di azioni scambiate per un controvalore di circa €20 milioni**<sup>21</sup>.

Al riguardo, si rappresenta che l'andamento anomalo del 22 agosto 2014 era stato già oggetto di approfondimenti da parte della Consob, anche con una richiesta di dati e notizie ad un intermediario italiano. Le analisi dei dati di vigilanza e di quelli trasmessi dall'intermediario hanno consentito di ricondurre l'operatività posta in essere nella giornata in questione principalmente all'attività di un *trader online* molto attivo sul mercato MTA, che ha acquistato e venduto 8.796.172 azioni PEL, incidendo per il 32,64% dei volumi complessivamente negoziati. Tuttavia, gli approfondimenti effettuati sulle modalità operative del *trader* non hanno evidenziato elementi sufficienti per avviare un'indagine di abuso di mercato.

Inoltre, sulla base delle analisi condotte dalla Consob, risulta che:

- in prossimità della seduta del 22 agosto 2014 (ovvero nelle giornate 20 agosto 2014 -29 agosto 2014) non sono state rilevate operazioni, al di fuori del mercato regolamentato, significative per quantitativi;
- nel periodo successivo al 22 agosto 2014 (25 agosto 2014 -31 dicembre 2014), l'operatività posta in essere sulle azioni PEL, sia sull'MTA che al di fuori del mercato regolamentato, non ha evidenziato la costituzione di posizioni rilevanti né in acquisto né in vendita.

#### ***Andamento nel sub-periodo 2 gennaio 2015 – 6 febbraio 2015 e relative attività di vigilanza***

Il dettaglio dell'andamento delle azioni PEL nel periodo in questione è riportato nell'allegato 1 (schede banche) alla nota. Si riportano di seguito i principali elementi.

Nel periodo 2 gennaio 2015 - 6 febbraio 2015, il prezzo delle azioni PEL ha fatto registrare una *sovra-performance* del 57,34%, attestandosi ad €0,610 (prezzo di riferimento del 6 febbraio 2015), a fronte di rialzo degli indici FTSE MIB e FTSE Banche, rispettivamente, del 9,2% e 8,6%.

L'incremento, come per le altre azioni di banche popolari quotate, è concentrato principalmente nel periodo successivo all'annuncio della riforma. Più in dettaglio:

- nel periodo antecedente (2 gennaio 2015 – 16 gennaio 2015) il prezzo delle azioni ha subito un ribasso del 5,36%;
- nel periodo successivo (19 gennaio 2015 -6 febbraio 2015), le azioni hanno avuto un incremento del 66,26%, concentrato quasi esclusivamente nella settimana 19 gennaio 2015 -23 gennaio 2015 (+62,17%).

Gli approfondimenti tuttora in corso hanno evidenziato, nel periodo compreso tra il 2 ed il 16 gennaio 2015, la presenza:

---

<sup>21</sup> Peraltro anche nella seduta del 12 agosto 2014 il titolo PEL aveva fatto registrare un rialzo dell'8% (attestandosi ad € 0,707) con volumi particolarmente elevati (oltre 12 milioni di azioni scambiate). Circa il 17% di tali scambi sono riconducibili all'operatività posta in essere dal medesimo soggetto che ha operato nella giornata del 22 agosto 2014 e del quale si dà conto nel prosieguo della nota.

- di un intermediario estero il cui conto proprietà ha registrato un saldo positivo di circa 180.000 azioni corrispondenti a circa lo 0,09% del capitale sociale dell'emittente per una plusvalenza potenziale rispetto al prezzo di riferimento del 19 gennaio 2015 di circa €2.500;
- di un investitore *retail* per il tramite di un intermediario italiano che ha aperto una posizione sul titolo di circa 285.000 azioni chiudendola nella giornata del 19 gennaio 2015 con una plusvalenza di circa €10.000.

Dall'analisi dell'operatività posta in essere fuori mercato non è stato possibile ricondurre l'operatività dell'intermediario estero a specifici committenti.

#### ***Andamento delle posizioni nette corte***

Le posizioni nette corte sul titolo mostrano un progressivo incremento nel corso del 2014 e nelle prime settimane del 2015, fino all'annuncio della riforma delle banche popolari. Successivamente, le posizioni nette corte subiscono una riduzione arrivando al 3% circa del capitale sociale, valore comunque più elevato rispetto alla media di mercato<sup>22</sup>.

Nel periodo in esame risultano sono due soggetti con posizioni pari o superiori allo 0,5% del capitale sociale, indicati nella Tabella seguente, entrambi con sede nel Regno Unito.

*Tabella – PNC su azioni Banca Popolare Etruria e Lazio (dati in % su capitale sociale)*

Data/Banca Pop Etruria-Lazio	GSA Capital Partners LLP	Kairos Investment Management Limited	Altri inferiori allo 0,5	TOTALE
31/07/2014	N/A	1	1,52	2,52
30/12/2014	0,5	2,83	0,8	4,13
16/01/2015	0,5	2,92	0,91	4,33
30/01/2015	0,5	1,91	0,74	3,15
05/02/2015	0,5	1,87	0,66	3,03

<sup>22</sup> Nel mese di gennaio 2015 il controvalore delle PNC su tutti i titoli italiani ha rappresentato circa l'1,7% della capitalizzazione dell'intero mercato.

## *Allegato 7 - La disciplina comunitaria in materia di misure restrittive sulle vendite allo scoperto*

Dal 1° novembre 2012 è divenuto applicabile il Regolamento UE n. 236/2012 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei *credit default swap*. Il Regolamento ha uniformato a livello UE il quadro normativo in materia di vendite allo scoperto, sostituendosi alle precedenti normative nazionali e disciplinando, *inter alia*, i divieti emergenziali che possono essere adottati dalle autorità competenti, inclusa la Consob. I poteri emergenziali previsti dal Regolamento sono disciplinati agli artt. 18-27 del Regolamento e si possono distinguere fra divieti di “breve periodo” e misure di “lungo periodo”.

Per quanto concerne i divieti di “breve periodo”, l’art. 23 del Regolamento prevede che possano essere adottati divieti alle vendite allo scoperto su un singolo titolo e per pochi giorni e solamente dopo che il prezzo del titolo abbia fatto segnare, nel corso di una giornata di negoziazione, una diminuzione pari o superiore a determinate soglie, stabilite dalla normativa comunitaria.

Per i titoli più rilevanti del listino, quali ad es. i titoli appartenenti all’indice FTSEMIB, la soglia fissata dal Regolamento è pari al 10%. Per gli altri titoli la soglia è pari al 20% o al 40% - in particolare, la soglia del 20% si applica quando il titolo ha un prezzo pari o superiore ad euro 0,5, mentre la soglia del 40% si applica quando il prezzo del titolo è inferiore a tale valore.

Non è quindi possibile adottare divieti ai sensi dell’art. 23 in assenza di una diminuzione del prezzo del titolo di entità almeno pari alla soglia prevista dal Regolamento.

L’art. 23 prevede inoltre che l’autorità, prima di adottare un divieto alle vendite allo scoperto, debba informare l’ESMA che a sua volta informa le autorità competenti degli altri Paesi UE, le quali hanno un’ora di tempo per opporsi alla decisione presa dalla prima autorità o per assisterla adottando a loro volta analoghi divieti alle vendite allo scoperto sui rispettivi mercati.

Dall’applicazione del Regolamento fino ad oggi, la Consob ha adottato divieti alle vendite allo scoperto ex art. 23 del Regolamento in 19 occasioni, dimostrandosi la più attiva a livello europeo su tale fronte. Fra le altre autorità UE, infatti, solamente quella portoghese ha adottato divieti ex art. 23 (13 dall’applicazione del Regolamento).

\*\*\*

Il Regolamento UE n. 236/2012 prevede, come anticipato, anche l’adozione di misure di “lungo periodo”, che possono avere una durata massima di 3 mesi. Rientra in tale ambito, ad es., l’adozione del divieto di assumere o incrementare posizioni nette corte ex art. 20 del Regolamento, più pervasivo rispetto al divieto di vendite allo scoperto ex art. 23 in quanto produce effetti anche sulle operazioni su strumenti finanziari derivati.

Il Regolamento subordina tuttavia l’uso dei citati poteri emergenziali di “lungo periodo” al verificarsi di eventi che costituiscano una seria minaccia alla stabilità finanziaria e/o alla fiducia dei mercati, quali ad esempio il rischio di instabilità finanziaria di uno Stato membro o di una istituzione finanziaria rilevante o il verificarsi di una pressione ribassista rilevante dei prezzi dei titoli di istituzioni finanziarie rilevanti.

La procedura per l’esercizio dei poteri emergenziali di “lungo periodo” prevede che, almeno 24 ore prima dell’entrata in vigore delle misure restrittive, l’autorità proponente informi l’ESMA e le altre autorità competenti nazionali dell’intenzione di esercitare il potere *de quo* e le motivazioni a supporto di tale decisione. L’ESMA adotta a sua volta un’opinione in merito che viene pubblicata sul sito internet dell’autorità europea.



Non è quindi possibile adottare divieti di “lungo periodo” in assenza di un evento che possa causare una grave crisi dei mercati. Proprio in virtù di questo prerequisito, i casi di adozione di misure di “lungo periodo” sono molto rari.

Le misure in parola sono infatti state adottate solamente in tre occasioni dall’entrata in vigore del Regolamento. L’ultimo caso è il divieto di assumere o incrementare posizioni nette corte sui titoli Banca MPS e Banca Carige, adottato dalla Consob nell’ottobre 2014, tenuto conto del fatto che tali istituti bancari presentavano le carenze di capitale più significative ad esito del *Comprehensive Assessment* condotto dalla Banca Centrale Europea.

Gli altri due casi risalgono al 2012-2013, quando le autorità di Spagna e dalla Grecia adottarono divieti di “lungo periodo” nelle ultime fasi della crisi dei rispettivi debiti sovrani.

*Allegato 8 – Operazioni di internal dealing sui titoli delle banche popolari comunicate alla Consob*

Data	Emittente	Soggetto che ha operato	n. di azioni e prezzo	Acquisto o Vendita	Controvalore
02/01/2015	<b>Credito Valtellinese</b>	Finassist srl per conto di Angelo Garavaglia	20.000 - €0,804	A	16.080 Euro
06/01/2015	<b>Credito Valtellinese</b>	Finassist srl per conto di Angelo Garavaglia	10.000 - €0,7824	A	7.824 Euro
09/01/2015	<b>Credito Valtellinese</b>	Finassist srl per conto di Angelo Garavaglia	10.000 - €0,774	A	7.440 Euro
16/01/2015	<b>UBI Banca</b>	Moltrasio Andrea	8.000 - €5,49	A	43.920 Euro
9/01/2015	<b>BPER</b>	Fingas srl per conto di Alberto Marri	10.000 - €4,89	A	48.900 Euro
9/01/2015	<b>BPER</b>	Fingas srl per conto di Alberto Marri	3.000 - €4,89	A	14.670 Euro
19/01/2015	<b>BPER</b>	Fingas srl per conto di Alberto Marri	3.000 - €5,6197	V	16.859 Euro
19/01/2015	<b>BPER</b>	Fingas srl per conto di Alberto Marri	10.000 - €5,6244	V	56.244 Euro