



**CAMERA DEI DEPUTATI
VI COMMISSIONE (FINANZE)**

IL MERCATO FINANZIARIO E L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

Audizione del Presidente della CONSOB

Giuseppe Vegas

Roma, 25 ottobre 2012

SOMMARIO

1. Il quadro congiunturale, i rischi finanziari e la vigilanza europea.....	3
2. Gli obiettivi della vigilanza in Italia.....	6
3. La distribuzione di prodotti finanziari.....	10
4. L'informazione societaria, gli assetti proprietari e la <i>governance</i>	17
5. I mercati.....	21
6. Le iniziative per il rilancio della Borsa.....	23
7. L'imposta sulle transazioni finanziarie	26

Prima di affrontare in dettaglio i temi oggetto della presente audizione, che riguardano in maniera specifica l'attività della CONSOB, vorrei brevemente richiamare i principali sviluppi che stanno caratterizzando i mercati e gli assetti della vigilanza in Europa.

1. Il quadro congiunturale, i rischi finanziari e la vigilanza europea

Il quadro macroeconomico globale è ancora fortemente vulnerabile. Tutte le principali economie avanzate mostrano una crescita debole o si trovano in una fase recessiva, mentre le economie emergenti cominciano a manifestare preoccupanti segni di rallentamento.

Le necessarie manovre di contenimento della spesa pubblica intraprese in Europa stanno avendo ripercussioni negative sull'economia, in alcuni casi amplificando la congiuntura e rischiando per tal via di compromettere, quantomeno nel breve periodo, gli obiettivi di risanamento dei conti pubblici.

Nonostante il moderato allentamento delle tensioni sul fronte della crisi del debito sovrano in Europa, le incertezze sull'evoluzione della situazione finanziaria della Grecia e le difficoltà del governo spagnolo sono ancora fonte di apprensione.

I mercati finanziari rimangono esposti anche a numerosi rischi che potrebbero svilupparsi al loro interno. L'innovazione finanziaria sia di prodotto sia di processo, nonostante i suoi aspetti positivi, può generare importanti fragilità poiché consente di espandere, in maniera non trasparente (o non adeguatamente regolata), il ricorso al debito o l'esposizione a rischi di credito, di controparte e di mercato. Le criticità maggiori emergono rispetto alle crescenti dimensioni del sistema bancario ombra e alla diffusione di prodotti finanziari derivati, degli *exchange traded funds* (ETF), di pratiche di mercato quali le vendite allo scoperto e l'*high frequency trading* (HFT).

Il sistema bancario ombra (shadow banking) è individuato dal complesso delle funzioni di intermediazione creditizia che coinvolgono entità esterne al sistema bancario tradizionale. In quanto non ricompreso nel normale sistema bancario e, quindi, nel perimetro della regolamentazione

microprudenziale, lo shadow banking può generare rischi di carattere sistemico senza che le autorità di vigilanza ne abbiano la piena conoscibilità.

Lo sviluppo del mercato dei credit default swap (CDS) assume particolare rilevanza, poiché riguarda strumenti derivati che consentono di prendere posizione sul rischio di credito di una società o di uno Stato sovrano influenzando il funzionamento del mercato del credito bancario e dei titoli obbligazionari.

Inoltre, la crescente diffusione degli exchange traded funds (ETF), fondi comuni quotati in borsa che replicano l'andamento di indici di mercato e, più in generale, di fondi strutturati potrebbe determinare l'insorgere di rischi sistemici a causa di talune prassi operative dalle quali scaturiscono rischi di liquidità e di controparte la cui portata può risultare di difficile valutazione.

In un contesto di forte instabilità, le vendite allo scoperto possono accelerare la spirale della discesa dei prezzi dei titoli azionari con conseguenze sistemiche. Anche la diffusione di nuove pratiche operative sulle piattaforme di negoziazione, quali ad esempio l'high frequency trading (HFT), è potenzialmente in grado di amplificare la volatilità dei mercati e di determinare l'insorgere di rischi sistemici.

La crescita della percezione del rischio di controparte, inoltre, sta facendo progressivamente aumentare l'entità e la qualità delle garanzie (collateral) richieste per accedere al finanziamento a breve termine e per operazioni in derivati di copertura. Per altro verso le garanzie ricevute a fronte di erogazione di prestiti o derivati possono essere riutilizzate (cosiddetta re-hypothecation) e quindi la leva finanziaria del sistema e le operazioni in derivati possono aumentare senza una proporzionale crescita delle garanzie sottostanti. Tale fenomeno rende più severe le ripercussioni sistemiche del fallimento di un soggetto o della riduzione del merito di credito degli emittenti dei titoli usati in garanzia.

A livello internazionale la forte attenzione verso questi temi è testimoniata dai provvedimenti europei adottati o in corso di adozione. In particolare, le disposizioni in materia di derivati over-the-counter (OTC), contenute nella European Market Infrastructure Regulation (Regolamento EMIR) e nel “Regolamento di vendite allo scoperto e taluni aspetti dei CDS” (cosiddetto Regolamento short selling) rappresentano una risposta alla crisi finanziaria del 2008.

Al fine di accrescere la trasparenza del mercato dei derivati OTC, il regolamento EMIR introduce l'obbligo di comunicare tutti i contratti standardizzati ai cosiddetti repertori di dati sulle negoziazioni (trade repositories), oltre che di compensare le negoziazioni attraverso controparti centrali (ossia attraverso le infrastrutture che intervengono dopo la conclusione di un contratto sul mercato e ne garantiscono l'esecuzione frapponendosi tra le due controparti). I repertori saranno registrati e vigilati dall'European Securities Markets Authority (ESMA) e dovranno pubblicare le posizioni aggregate per classi di derivati.

Per quanto concerne le vendite allo scoperto, la fase successiva alla crisi finanziaria del 2008 ha visto una proliferazione di provvedimenti delle singole autorità nazionali volti a limitare o vietare tale attività. Il Regolamento europeo short selling, che diventerà operativo dal 1° novembre 2012, si propone l'obiettivo di stabilire regole uniformi, direttamente applicabili negli Stati membri senza necessità di recepimento, in materia di posizioni corte nette e vendite allo scoperto nude (ossia non assistite dal prestito titoli). Esso prevede l'introduzione di un obbligo di notifica nei confronti delle autorità competenti (reporting) – funzionale a consentire l'individuazione della creazione di posizioni che potrebbero avere un impatto sulla stabilità dei mercati – e di un obbligo di trasparenza nei confronti del mercato (disclosure). Il Regolamento stabilisce, inoltre, l'obbligo di identificare le coperture per gli ordini di vendita e proibisce i cosiddetti CDS nudi sui titoli del debito sovrano. All'ESMA sono assegnati compiti di coordinamento in relazione all'introduzione di provvedimenti restrittivi ulteriori in via di urgenza.

Nell'ambito delle iniziative di regolamentazione e vigilanza sul risparmio gestito, la CONSOB ha presieduto un gruppo di lavoro dell'ESMA (European Securities Markets Authority), contribuendo attivamente alla definizione di principi volti a contenere i possibili rischi derivanti dai cosiddetti Fondi strutturati, ivi inclusi gli ETF.

Nel mese di luglio 2012, a seguito di un lungo processo di discussione con l'industria e i rappresentanti degli investitori, l'ESMA ha pubblicato le Linee guida (tra l'altro in materia di utilizzo degli indici, utilizzo di tecniche di gestione del portafoglio e uso di collateral) tesi a mitigare, a legislazione vigente, i rischi derivanti dall'operatività degli ETF, soprattutto quelli di controparte.

L'evoluzione della regolamentazione si accompagna a nuove iniziative sul fronte degli assetti istituzionali della vigilanza. L'attuale impianto prevede un'architettura fondata sul Consiglio Europeo per i Rischi Sistemici (European Systemic Risk Board – ESRB) e sul Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (European System of Financial Supervision – ESFS), comprendente a sua volta tre autorità europee (rispettivamente, la European Banking Authority – EBA, la European Insurance and Occupational Pension Authority – EIOPA – e l'ESMA) che hanno competenze specializzate nei settori delle banche (EBA), compagnie di assicurazione (EIOPA) e mercati mobiliari (ESMA). La divisione delle competenze all'atto dell'istituzione del modello in questione è stata fatta sulla base delle direttive esistenti, sebbene il Rapporto de Larosière indichi l'opportunità, all'atto della prima revisione del sistema, di prevedere l'introduzione di una ripartizione di competenze per finalità (trasparenza e correttezza *versus* stabilità).

Le autorità europee non hanno compiti di vigilanza, ad eccezione dell'ESMA con riferimento alle agenzie di rating, infrastrutture di mercato e taluni soggetti con una forte connotazione *cross-border*. Il modello, inoltre, si fonda sulla centralizzazione di alcune funzioni regolamentari e non elimina le differenze che a livello domestico connotano gli assetti istituzionali e gli approcci di vigilanza.

La recente proposta della Commissione europea di trasferire le competenze operative di vigilanza sulle banche a un'unica autorità europea modifica in maniera significativa l'attuale assetto di vigilanza finanziaria. Con riferimento al settore bancario europeo, le competenze regolamentari rimarranno assegnate all'EBA, mentre quelle di vigilanza prudenziale saranno trasferite alla BCE per le sole banche dei paesi dell'Eurozona. Viceversa, negli altri settori le autorità europee continueranno ad avere competenze quasi esclusivamente regolamentari (EIOPA ed ESMA), mentre la vigilanza sui relativi comparti rimarrà a livello domestico. Quest'ultimo aspetto presenta importanti criticità per il persistere di disomogeneità, nei vari paesi dell'Unione, sia nella ripartizione delle competenze sia nelle prassi di vigilanza adottate.

Un quadro istituzionale coerente con l'istituzione di un'autorità di vigilanza centralizzata per le banche dell'Eurozona richiederebbe un'analoga soluzione anche per la vigilanza sui mercati mobiliari, o quantomeno l'introduzione di forme di cooperazione rafforzata nell'ambito dell'attuale ESMA. Si tratta di un processo complesso ma necessario, se si vuole davvero addivenire alla piena integrazione tra Stati membri, che potrebbe compiersi anticipando la revisione delle autorità europee prevista per il 2014.

2. Gli obiettivi della vigilanza in Italia

Il riferimento fondante dell'operato della CONSOB è l'articolo 47 della Costituzione che esordisce: “La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme”.

Talune dinamiche strutturali e demografiche, che hanno interessato le economie dei paesi avanzati, e la crisi finanziaria negli ultimi anni hanno

evidenziato l'inadeguatezza del modello economico prevalente nell'Europa continentale nel garantire una crescita sostenibile e con essa la formazione del risparmio nel lungo periodo.

Se questo è il quadro di riferimento, ne consegue che occorre dare all'articolo 47 della Costituzione una lettura dinamica e non di mera tutela dell'esistente. In sostanza, il risparmio va certamente salvaguardato con regole rigorose, controlli accurati e sanzioni esemplari, ma va anche – e soprattutto – promosso con l'adozione di politiche economiche che consentano di disporre di condizioni di partenza favorevoli. Da un lato, infatti, è necessario garantire la stabilità del sistema economico e finanziario, mitigando i rischi derivanti dalle eccessive fluttuazioni dei mercati e, dall'altro, è essenziale favorire lo sviluppo di un'economia dinamica che porti a una costante crescita del prodotto nazionale. Il presupposto-base di qualsiasi tutela del risparmiatore è infatti la possibilità concreta che il risparmio stesso possa formarsi.

Le finalità della vigilanza della CONSOB emergono dal combinato disposto di taluni articoli del Testo unico della finanza (TUF). In particolare, nell'ambito della disciplina degli intermediari, il TUF prevede che la vigilanza abbia i seguenti obiettivi: *“salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; tutela degli investitori; stabilità e buon funzionamento del sistema finanziario; competitività del sistema finanziario e osservanza delle disposizioni in materia finanziaria”*. Per il perseguimento di tali obiettivi la CONSOB è competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, mentre la Banca d'Italia è competente per il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari (art. 5). Nell'ambito della disciplina dei mercati, le finalità della vigilanza sono individuate nella *“trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori”* (art. 74). Con riferimento alla vigilanza sugli emittenti, la CONSOB esercita i poteri previsti dalla legge *“avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali”* (art. 91).

Gli obiettivi menzionati sono solo apparentemente contraddittori. In realtà essi si completano a vicenda poiché ai sensi del TUF esiste un nesso inscindibile

tra la tutela dell'investitore, il buon funzionamento dei mercati e la stabilità del sistema finanziario.

In un mercato dei capitali integrato, quale è quello comunitario, la competizione fra ordinamenti crea spazi per arbitraggi fra giurisdizioni. Costi della regolazione più elevati rispetto a quelli delle piazze finanziarie concorrenti sortiscono l'effetto di incentivare la delocalizzazione delle attività di intermediazione finanziaria verso giurisdizioni più permissive. L'utilizzo del passaporto europeo o della libera prestazione consente poi a intermediari ed emittenti di raccogliere risorse, ad esempio nel nostro paese, rimanendo sottoposti agli standard di vigilanza del paese di provenienza, eventualmente più tolleranti.

La complessità e l'interazione della pluralità di obiettivi delineati dal TUF richiedono, da parte delle autorità di vigilanza, un controllo e una valutazione del contesto di riferimento costanti, secondo un approccio che non può prescindere da una visione integrata delle dinamiche evolutive dei mercati e dei comportamenti degli attori finanziari.

Per fronteggiare un quadro di riferimento sempre più sfaccettato, è necessaria un'accurata attività di pianificazione strategica e operativa, che la CONSOB ha già posto in essere dal 2010. È altresì necessaria una struttura organizzativa in grado di soddisfare esigenze di maggiore specializzazione, per migliorare la capacità di analisi e d'indagine del contesto esterno, ed esigenze di coordinamento trasversale, per assicurare un elevato livello di interazione e di sincronia operativa a beneficio dell'omogeneità dell'azione di vigilanza.

In quest'ottica è risultata indispensabile la revisione dell'assetto organizzativo dell'Istituto, realizzata in due fasi. La prima, a fine 2011, ha premiato la specializzazione delle funzioni operative di vigilanza.

Tra gli interventi più significativi, la Divisione Emittenti è stata sostituita con due nuove unità organizzative, specializzate rispettivamente nella vigilanza sulla correttezza delle informazioni fornite dagli emittenti (Divisione Informazione Emittenti) e nella vigilanza sugli organi di controllo societari, sugli assetti proprietari e sul mercato del controllo societario (Divisione Corporate Governance), mentre nelle pre-esistenti Divisioni sono state potenziate e meglio articolate le attività di vigilanza (ad esempio, nella Divisione Mercati è stata rafforzata la vigilanza sull'informazione continua degli emittenti ed stata

affidata a nuove unità organizzative la vigilanza sull'organizzazione e il funzionamento delle nuove piattaforme di negoziazione e quella sulle strutture di post-trading).

La seconda fase, nel settembre scorso, si è sviluppata attraverso interventi mirati, tesi ad elevare ulteriormente l'efficienza e la tempestività dell'azione istituzionale. Si è provveduto, a tal fine, alla costituzione di Aree funzionali e "Tavoli tematici" che si pongono quale obiettivo quello di rendere più efficace l'interscambio informativo e l'unitarietà d'azione tra le Divisioni, con il coordinamento del Direttore Generale e secondo gli indirizzi definiti dalla Commissione.

Meritano di essere particolarmente segnalati, in tale contesto, i due tavoli di coordinamento interdivisionale costituiti in tema di attività normativa UE e di coordinamento dell'attività di presenza internazionale. Essi rappresentano la risposta dell'Istituto all'esigenza, sempre più diffusamente avvertita, di partecipare attivamente ai processi di regolamentazione in ambito UE su tematiche di particolare impatto a livello nazionale (disciplina degli intermediari, degli abusi di mercato, ecc.) ed in sede di comitati ESMA e IOSCO.

La riforma organizzativa ha consentito di ottimizzare la distribuzione del personale e di ridurre la spesa dell'Istituto, a fronte di un contributo a carico dello Stato che, con il passare degli anni, si è progressivamente ridotto, fino ad azzerarsi del tutto a seguito dell'entrata in vigore nel marzo scorso del decreto legge n. 16/2012.

L'art. 8, comma 3, del decreto legge n. 16/2012 ha previsto l'obbligo di restituzione all'Esercizio delle somme già versate e rivenienti dai prescritti risparmi di spesa per consumi intermedi. In adempimento di tale norma e nel termine ivi stabilito, lo scorso mese di settembre si è provveduto alla restituzione delle somme in precedenza ricevute (215.000 euro, a fronte di un fabbisogno finanziario complessivo per il 2012 di poco superiore ai 120 milioni di euro), oltre che all'azzeramento della restante quota, di pari importo, che ancora gravava sul bilancio dello Stato per il corrente anno.

Il contenimento della spesa corrente per beni e servizi per il 2012, rispetto all'esercizio precedente, equivale a circa 10 milioni di euro, corrispondente ad una riduzione del 24,2 per cento rispetto all'omologo dato relativo all'esercizio 2011. È stato così possibile ridurre le entrate contributive a carico dei soggetti vigilati di circa 11 milioni (-9,2 per cento rispetto al 2011).

Tra i vari tagli, quello relativo alla spesa annua per le cosiddette "auto blu", operato nel febbraio scorso, è stato di circa il 60 per cento: tale spesa si attesta attualmente sui 30 mila euro ed è prevista una ulteriore contrazione nel corso del prossimo anno. Le spese di rappresentanza sono state praticamente azzerate.

La CONSOB ha anticipato le previsioni legislative in tema di *spending review* via via approvate nel corso dell'ultimo biennio, consapevole com'è che la sua autonomia organizzativa, istituzionale e funzionale trova piena legittimazione anche in una sana, efficace ed efficiente gestione delle risorse occorrenti per il proprio funzionamento.

Sono state autonomamente assunte, ad esempio, iniziative di razionalizzazione degli spazi adibiti ad uso uffici, funzionali al contenimento dei relativi costi. Tali misure, già a partire dal prossimo anno, dovrebbero consentire significative economie gestionali per cessata locazione di un immobile, quantificabili a regime in circa 3 milioni di euro annui, pari al 3 per cento circa del fabbisogno finanziario complessivo per il 2012. Questa operazione di razionalizzazione immobiliare presuppone un investimento una tantum stimabile in non più di 100 mila euro per il prossimo anno per l'acquisto di arredi. Tuttavia il tetto di spesa per il 2013 relativo all'acquisto di mobili ed arredi previsto dal disegno di legge di stabilità, attualmente all'esame del Parlamento, rende l'operazione irrealizzabile.

Questo esempio mostra che il riconoscimento di autonomia anche amministrativa e contabile alla CONSOB favorisce l'efficiente uso delle risorse, poiché crea i presupposti per la realizzazione di risparmi di spesa superiori a quelli possibili sulla base di norme esterne.

3. La distribuzione di prodotti finanziari

La tutela dell'investitore si fonda su un'articolata gamma di strumenti regolamentari che unitariamente concorrono a disegnare un quadro operativo volto a dare concreta applicazione al principio costituzionale di salvaguardia del pubblico risparmio.

La trasparenza informativa è da sempre intesa come il primo presidio codificato per ridurre il *gap* informativo esistente tra un emittente/offerdente di strumenti finanziari ed un investitore *retail*. Questo principio è stato "tradotto" nell'obbligo in capo all'offerente di pubblicazione di un prospetto informativo i cui contenuti afferiscono tipicamente alla descrizione del soggetto emittente e degli strumenti finanziari oggetto di sollecitazione.

Al fine di assicurare che le informazioni rese tramite prospetto siano complete e comparabili in un contesto di libera circolazione nel mercato unico europeo, il legislatore comunitario ne ha disciplinato il *format* e il contenuto, ispirandosi a principi di armonizzazione massima anche tramite il ricorso a regolamenti che rendono immediatamente cogenti le relative previsioni (ossia

direttamente applicabili negli ordinamenti nazionali senza necessità di recepimento).

In questo quadro si leggono gli interventi che hanno portato all'adozione del Regolamento della Commissione Europea n. 486/2012 (entrato in vigore il 1° luglio 2012) concernente gli schemi di prospetto relativi agli strumenti finanziari comunitari (valori mobiliari e quote di fondi chiusi) e del Regolamento della Commissione Europea n. 583/2010 relativo allo schema di documento contenente le "informazioni-chiave" per l'investitore in fondi comuni d'investimento e SICAV armonizzati (cosiddetto *Key Investor Information Document* – KIID). Il KIID fornisce indicazioni circa il profilo di rischio mediante l'utilizzo di un indicatore sintetico, la struttura dei costi a carico del fondo, la politica d'investimento.

In questo processo di armonizzazione si inserisce la proposta di regolamento della Commissione Europea in materia di informazioni-chiave per l'offerta al pubblico di prodotti "preassemblati" destinati ad investitori retail (cosiddetti PRIIPs).

Il corpus normativo europeo non consente di richiedere agli emittenti, in via generale, l'inserimento nella documentazione di offerta di elementi informativi non prescritti dalle disposizioni comunitarie. La facoltà attribuita alle Autorità nazionali di richiedere integrazioni, caso per caso, di specifici prospetti, è limitata all'inserimento di informazioni ritenute necessarie per la completezza e comprensibilità degli stessi. Tuttavia, anche richieste *ad hoc*, qualora veicolate in riferimento ad un esteso numero di emissioni, finirebbero con il risultare elusive della disciplina comunitaria (rafforzata dalla disposizione nazionale in materia di *gold plating* di cui all'art. 15 della c.d. Legge di stabilità 2012).

Con riferimento specifico al tema della rappresentazione del profilo di rischio/rendimento dei prodotti offerti, gli schemi di prospetto di derivazione comunitaria non prevedono il ricorso a scenari probabilistici. In ossequio al principio di massima armonizzazione, è esclusa la possibilità da parte di un'autorità nazionale di richiedere la rappresentazione del profilo di rischio/rendimento basata su scenari probabilistici. La relativa metodologia di stima, già sottoposta a pubbliche consultazioni da parte dell'allora CESR (ora ESMA) - anche su impulso della CONSOB - in occasione del processo legislativo relativo alla UCITS IV, non ha trovato sostegno nel corso dei relativi negoziati. In tale sede, la posizione della CONSOB è risultata largamente minoritaria. Si è ritenuto infatti che la rappresentazione nel prospetto informativo di una distribuzione di probabilità dei rendimenti potesse fuorviare l'investitore

inducendolo a ritenere stabili gli scenari indicati di guadagno/perdita, connotati al contrario da variabilità al mutare dei parametri di riferimento nel tempo.

Resta fermo che la metodologia sottesa alla rappresentazione degli scenari probabilistici di rendimento può costituire un utile strumento di analisi a supporto della vigilanza della CONSOB sulla distribuzione di prodotti caratterizzati da alta complessità.

Conseguentemente, la CONSOB si è conformata al quadro normativo comunitario, il cui rispetto è sancito dall'art. 2 del TUF.

In particolare, la CONSOB ha modificato coerentemente con la Direttiva UCITS IV la parte del Regolamento Emittenti disciplinante l'informativa relativa all'offerta di quote di OICR armonizzati. Con riferimento ai prodotti finanziario-assicurativi, non assoggettati alla disciplina comunitaria della Direttiva Prospetto e non sottoposti alla preventiva approvazione della CONSOB, l'approccio probabilistico è stato mantenuto.

Inoltre, in seguito all'entrata in vigore il 1° luglio 2012 del Regolamento UE n. 486/2012, attuativo della Direttiva prospetti, la CONSOB ha dovuto rivisitare i contenuti degli schemi di prospetti precedentemente approvati, al fine di renderli conformi al nuovo quadro normativo (Comunicazione CONSOB n. 12054742 del 29.6.2012). Sempre a seguito dell'entrata in vigore del suddetto regolamento, la CONSOB non ha più dato seguito all'applicazione di una raccomandazione, posta in consultazione nel luglio 2009, relativa alla definizione di informazioni sintetiche sul profilo di rischio-rendimento nei prospetti d'offerta o di ammissione alle negoziazioni concernenti le obbligazioni bancarie che sarebbe risultata illegittima. Al contempo, sempre successivamente al 1° luglio 2012 è stata abrogata la Comunicazione CONSOB n. 6042384 del 2006 che raccomandava l'inclusione nei prospetti informativi di scenari di tipo what if, l'unbundling del prezzo, la comparazione dei rendimenti con quelli di un titolo di Stato e l'andamento storico del sottostante.

Nel contesto normativo disegnato dalla Direttiva Prospetto che prevede l'autorizzazione preventiva della documentazione d'offerta da parte dell'autorità nazionale competente, la CONSOB si è dotata di indirizzi operativi utili ai fini della verifica della completezza, ivi incluse la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite nel prospetto (art. 94-bis, comma 1, TUF). Con specifico riferimento, alle offerte al pubblico di obbligazioni bancarie, stante la rilevanza del fenomeno, si è sottoscritto un Protocollo di Intesa con Banca d'Italia in materia di scambio di informazioni per la verifica della coerente e completa descrizione del profilo di "rischio emittente". Il set informativo reso disponibile comprende dati aggiornati relativi ai principali *ratios* economici e patrimoniali nonché informazioni circa provvedimenti assunti dalla stessa Banca d'Italia, autorità preposta al controllo di stabilità degli intermediari finanziari. Il

Protocollo si iscrive in una politica di stretta collaborazione tra le due autorità e consente alla CONSOB di ottimizzare l'attività amministrativa di controllo.

* * *

La CONSOB sta realizzando un sistema per valorizzare le informazioni relative alle caratteristiche degli strumenti finanziari cosiddetti *non-equity* contenute nei prospetti informativi. Questo sistema è funzionale a rilevare prodotti ad alta complessità/rischiosità, suscettibili di richiedere tempestivi interventi di vigilanza sugli intermediari-emittenti e/o sui distributori, a protezione degli investitori.

In tal modo, si intende anticipare l'attuazione delle previsioni contenute nel documento di revisione della Direttiva MiFID, attualmente in discussione, con riguardo alla potestà da attribuirsi alle Autorità nazionali (e all'ESMA) di bloccare la distribuzione di prodotti che possono minacciare la protezione degli investitori, l'ordinato funzionamento del mercato o la stabilità del sistema finanziario di uno o più Paesi dell'Unione Europea.

* * *

La possibilità di attingere ad un set informativo completo sui prodotti finanziari, organizzato nella forma del prospetto informativo, è un valido elemento a supporto delle scelte di investimento da parte dei risparmiatori. Alla luce dell'ampiezza di tipologie di prodotti d'investimento finanziario e della varietà delle relative strutture, tale presidio di trasparenza costituisce una condizione necessaria, ma non sufficiente per la sostanziale tutela degli investitori (soprattutto di natura *retail*).

Le ragioni di questa insufficienza sono molteplici. In primo luogo, la complessità delle transazioni di tipo finanziario richiede un bagaglio tecnico difficilmente riscontrabile, in via generale, negli investitori retail. L'ipotesi di razionalità degli operatori economici è messa in dubbio dalle analisi empiriche ispirate alla teoria della finanza comportamentale, come emerge anche da studi e ricerche della CONSOB. In secondo luogo, il prospetto rappresenta una fonte informativa di natura statica, utile esclusivamente al momento di scelta dell'investimento, ma non nella fase successiva. Infine, l'azione di vigilanza dell'autorità nazionale sull'informativa da prospetto risulta fortemente limitata nel caso di offerte transfrontaliere, ossia di offerte basate sull'utilizzo del cosiddetto passaporto europeo.

È stato ritenuto pertanto necessario, nel quadro del processo di regolamentazione europea, concentrare l'attenzione sulla correttezza della

condotta degli intermediari, soggetti che rendono possibile al risparmiatore l'accesso al mercato degli investimenti finanziari, rafforzando le tutele incentrate sul rispetto di regole di condotta, di precisi requisiti organizzativi e di *governance* (presidi di correttezza), volte ad assicurare il perseguimento del miglior interesse del cliente.

A tal fine, l'intermediario ha un dovere non solo di rendere chiare e complete informazioni sugli strumenti/prodotti finanziari che distribuisce e/o raccomanda, senza limitarsi alla consegna di prospetti informativi ovvero di schede-prodotto, ma anche di fornire un giudizio di coerenza dell'investimento proposto rispetto allo specifico cliente. Tale valutazione di adeguatezza/appropriatezza rappresenta l'attività-*core* dell'intermediario, perché coniuga la necessità di acquisire informazioni sui bisogni finanziari dei clienti e la capacità di esaminare la morfologia dei prodotti che s'intendono raccomandare, nel perdurare della relazione contrattuale. Viene quindi richiesto all'intermediario che distribuisce prodotti finanziari (tra cui annoverare anche i prodotti di propria emissione) di dotarsi di una metodologia di rilevamento dei profili dei clienti e delle diverse caratteristiche di rischio dello strumento finanziario distribuito.

A tali principi si ispirano anche le indicazioni fornite sul tema dalla Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 marzo 2009 in materia di prodotti illiquidi. Gli stessi sono stati ribaditi dalle "Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements" pubblicato dall'ESMA in data 6 luglio 2012 (Doc. ESMA/2012/387); in particolare in tale sede si afferma (guideline n. 1, par.17) che "la valutazione dell'adeguatezza rientra nella responsabilità dell'impresa di investimento. Le imprese dovrebbero evitare di affermare o dare l'impressione che sia il cliente a decidere l'adeguatezza dell'investimento o a stabilire gli strumenti finanziari adeguati al suo profilo di rischio".

A seguito dell'attuazione della Direttiva MiFID la CONSOB ha pianificato un'articolata e complessiva attività di vigilanza sul rispetto delle norme di correttezza nella prestazione dei servizi d'investimento, con particolare riguardo alla distribuzione di prodotti finanziari.

Le attività di vigilanza condotte a partire dal 2009 sull'intero universo degli intermediari sottoposti al controllo della CONSOB hanno comportato: 503 richieste di dati e notizie ex art. 8, comma 1 del TUF (di cui 241 relative a banche, 122 a SIM, 111 a SGR, 29 ad altri intermediari); 124 convocazione degli esponenti aziendali presso gli Uffici della CONSOB ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. a), del TUF (43 banche, 27 SIM, 49 SGR, 5 altri intermediari); 541 incontri con gli esponenti aziendali (112 banche, 126 SIM, 172 SGR, 131 altri intermediari/operatori); 19 richieste di collaborazione a

Banca d'Italia ex art. 10, comma 2, del TUF nell'ambito di ispezioni da essa avviate (8 banche, 9 SIM, 1 SGR, 1 altri intermediari); 16 ordini di convocazione degli organi amministrativi ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. b), del TUF, con fissazione dell'ordine del giorno per l'adozione di misure correttive da parte degli intermediari (11 banche, 1 SIM, 4 SGR); 182 lettere di contestazione a mezzo delle quali sono stati avviati procedimenti sanzionatori nei confronti di esponenti aziendali di intermediari.

In tal senso, la CONSOB si è adoperata negli ultimi quattro anni a effettuare circa 52 ispezioni su intermediari; di cui 27 disposte negli ultimi due anni.

I controlli di natura cartolare ed ispettiva hanno interessato tutte le principali banche del Paese, rappresentative di una quota pari all'80 per cento del mercato nazionale dei servizi d'investimento. Particolare attenzione è stata dedicata alla costruzione delle politiche commerciali degli intermediari suddetti e alla gestione dei conflitti d'interesse.

Nella politica commerciale rientrano i meccanismi adoperati per la raccolta e l'elaborazione delle informazioni relative ai clienti, i criteri di selezione dei prodotti finanziari da distribuire, inclusa l'analisi dei rischi sottesi, l'elaborazione dei budget economico-reddituali, la politica di prezzo dei servizi resi e i sistemi d'incentivazione del personale.

Ciò al fine di riscontrare il grado di allineamento del modello di business alla cura degli interessi dei clienti. In altre parole, si è inteso riscontrare le possibili ragioni della distanza tra la realtà operativa delle banche dal modello normativamente dato, valutando la rilevanza attiva dei conflitti d'interesse.

Dalle evidenze raccolte è emerso che vi è una forte dominanza della capogruppo nell'orientare le modalità operative delle banche controllate, riducendo lo spazio di discrezionalità della singola entità nel servire lo specifico cliente. Le condizioni congiunturali di illiquidità del mercato interbancario e di chiusura del mercato obbligazionario istituzionale hanno indotto gli intermediari bancari a ricorrere massivamente al mercato retail di tipo captive per la sottoscrizione di proprie emissioni obbligazionarie.

Dal punto di vista dell'applicazione delle regole di condotta, sono state rilevate deficienze procedurali nella raccolta e nella gestione delle informazioni relative agli investitori, nella metodologia di profilatura della clientela e nelle procedure di verifica dell'adeguatezza dei prodotti raccomandati, indice di una potenziale elusione del dovere normativamente inteso di servire al meglio i propri clienti. Sono state prese iniziative specifiche per la rimozione dei comportamenti organizzativi non conformi, esercitando i poteri di cui all'art. 7,

comma 1, lett. B), del TUF, e iniziati procedimenti sanzionatori nei confronti di esponenti aziendali di alcuni intermediari ispezionati.

Gli intermediari oggetto di procedimenti sanzionatori sono complessivamente 11, di cui 5 banche, 5 SGR e una SIM, per un numero complessivo di soggetti destinatari del procedimento pari a 96 esponenti aziendali e 27 promotori finanziari.

Questo comportamento, sebbene non abbia determinato la distribuzione di prodotti “nocivi”, ha richiesto e continua a richiedere un rafforzamento del monitoraggio diretto del rispetto delle regole di adeguatezza, avuto riguardo soprattutto al rischio di concentrazione nei portafogli degli investitori, attraverso il compimento di mirate azioni di *enforcement*.

Rimane fermo nel piano di vigilanza sugli intermediari della CONSOB l’obiettivo di promuovere l’innalzamento della qualità dei servizi di consulenza agli investitori *retail* quale antidoto alle difficoltà di scelta, in condizioni d’incertezza, in un’ottica di pianificazione finanziaria.

* * *

A rafforzamento dei presidi di vigilanza per la tutela degli investitori, è stato appositamente costituito (con decorrenza 1° ottobre 2011) l’Ufficio Vigilanza su Fenomeni Abusivi cui sono attribuite le competenze sugli abusivismi sia in materia emittenti che in materia intermediari, prima assegnate a diverse unità organizzative della CONSOB. I risultati degli accertamenti compiuti hanno confermato la bontà della scelta organizzativa fatta.

In particolare, all’Ufficio sono stati attribuiti compiti di indagine sia sulle ipotesi di abusiva offerta al pubblico di prodotti finanziari e di relativa attività pubblicitaria, che sulle ipotesi di prestazione abusiva di servizi di investimento e di svolgimento dell’attività di promotore finanziario in assenza di iscrizione nel relativo Albo.

Con riferimento alle offerte abusive, la Commissione, ha adottato n. 6 provvedimenti cautelari e n. 6 provvedimenti interdittivi, assistiti da richieste di oscuramento dei relativi siti internet. Con riguardo alle ipotesi di abusiva prestazione di servizi di investimento, da ottobre 2011 a oggi sono state pubblicate sul sito istituzionale 13 comunicazioni a tutela degli investitori (cosiddetto warning), richiamando l’attenzione degli investitori italiani sull’operatività di soggetti non autorizzati ad offrire i propri servizi in Italia. Il TUF non prevede infatti nel caso di abusiva prestazione di servizi di investimento poteri d’intervento cautelare e interdittivo. Al contempo, sono stati avviati dal 1° ottobre 2011 ad oggi 15

procedimenti sanzionatori; nello stesso periodo sono state inoltrate all'autorità giudiziaria 15 segnalazioni per ipotesi di fattispecie penalmente rilevanti in tema di abusivismo.

L'assenza di poteri di natura ispettiva nei confronti di soggetti potenzialmente abusivi, ed in quanto tali non rientranti nell'ambito della vigilanza della CONSOB, ha reso necessario, in ben 47 casi, il ricorso alla collaborazione della Guardia di Finanza. In molti casi, si è reso necessario attivare la cooperazione internazionale.

4. L'informazione societaria, gli assetti proprietari e la governance

La CONSOB è impegnata in una costante attività di vigilanza sull'informazione finanziaria, tramite controlli volti a verificare la rispondenza dei documenti diffusi dagli emittenti titoli quotati alle norme che ne disciplinano la redazione, ivi inclusi i principi contabili internazionali.

Nel periodo luglio 2011- luglio 2012, sono stati autorizzati dalla Commissione 79 interventi di integrazione delle informazioni pubblicate dagli emittenti (richieste di diffusione di informazioni al mercato ai sensi dell'art. 114 del TUF) e in un caso è stata promossa azione di impugnativa del bilancio 2010 di un emittente ai sensi dell'art. 157 comma 2 del TUF. Nell'ambito dei rapporti con la Magistratura sono state effettuate undici segnalazioni. Sono state condotte, infine, due ispezioni con finalità di accertamento della correttezza dell'informazione finanziaria diffusa al pubblico.

L'attuale fase congiunturale aumenta le esigenze di informazione del mercato, con particolare riguardo ai rischi cui le società sono esposte, al patrimonio di cui dispongono per farvi fronte e alla effettiva capacità di generare reddito. Ciò ha richiesto un approccio proattivo nella vigilanza sull'informativa finanziaria diffusa al mercato. Particolare attenzione, ad esempio, è stata dedicata al tema della valutazione degli avviamenti.

Ulteriori approfondimenti, soprattutto con riferimento al settore bancario, hanno seguito le criticità che hanno assunto progressivamente rilevanza per il mercato: esposizione al debito greco, *impairment test* degli avviamenti, piani di ricapitalizzazione a seguito delle richieste EBA, monitoraggio dei profili di liquidità, operatività in derivati creditizi e qualità dei crediti.

Agli interventi sopra riportati vanno aggiunti quelli relativi alla revisione degli obblighi informativi trimestrali e mensili posti a carico degli emittenti che presentano significativi profili di incertezza sulla continuità aziendale. Al 30 giugno 2012, 34 società risultano tenute alla diffusione di informazioni mensili e 13 alla diffusione di informazioni trimestrali.

Accanto agli approfondimenti di vigilanza relativi alla correttezza dell'informazione finanziaria, la CONSOB svolge attività di autorizzazione alla pubblicazione su istanza di parte di prospetti e documenti equivalenti redatti per la sollecitazione del pubblico risparmio. Per quanto riguarda l'attività di autorizzazione alla pubblicazione di prospetti informativi (con l'esclusione delle obbligazioni bancarie) nel periodo luglio 2011 – luglio 2012 sono state effettuate, con riferimento alle società quotate, 38 istruttorie su istanza di parte di cui 31 hanno comportato l'autorizzazione da parte della Commissione alla pubblicazione del documento esaminato. Le operazioni di aumento di capitale degli emittenti quotati cui si riferiscono i prospetti informativi approvati nel periodo in esame hanno avuto un controvalore complessivo pari a circa 10,6 miliardi di euro. Nell'analogo periodo sono state effettuate 48 istruttorie su istanza di parte che hanno riguardato emittenti non quotati (ad esempio, emittenti diffusi, costituendo banche); di queste 40 si sono concluse con l'autorizzazione da parte della Commissione alla pubblicazione del documento esaminato.

Sempre con riferimento alla vigilanza sugli emittenti quotati, anche a seguito della recente riorganizzazione, la CONSOB ha rafforzato le attività riguardanti i profili di *corporate governance*. In particolare, nel 2011 l'Istituto ha per la prima volta deciso di assistere ad alcune delle assemblee delle società quotate al fine di verificare il regolare svolgimento dei lavori e le modalità di partecipazione realmente offerte agli azionisti di minoranza.

Fino ad oggi la CONSOB ha partecipato a oltre 30 assemblee caratterizzate da deliberazioni o vicende societarie complesse.

Ad esempio nei casi di rinnovo degli organi sociali in presenza di più di due liste di candidati, di deliberazioni straordinarie connesse a situazioni di crisi e di segnalazioni pervenute per il tramite di esposti. La partecipazione del personale CONSOB alle assemblee è avvenuta in qualità di meri uditori e non è stata resa nota agli azionisti.

Nel 2011 è entrato altresì in vigore il nuovo Regolamento in materia di operazioni con parti correlate. In tale ambito, la Commissione ha esaminato oltre 100 documenti per verificare la corretta applicazione delle disposizioni regolamentari e l'adeguata informazione al pubblico sulle operazioni di maggiore rilevanza.

In particolare i documenti informativi esaminati hanno riguardato operazioni relative in gran parte ad acquisizioni o cessioni di attività e partecipazioni e operazioni di finanziamento da parte o nei confronti di controparti correlate.

È proseguita l'attività di vigilanza sul rispetto della disciplina OPA e sulla trasparenza degli assetti proprietari. In particolare, dall'inizio di questo anno sono state autorizzate 7 operazioni di OPA su titoli quotati mentre sono stati richiesti pareri in materia di esenzione dall'obbligo di OPA in 5 casi.

Per quanto attiene al monitoraggio delle società di revisione, che costituiscono un fondamentale presidio per la salvaguardia della qualità dell'informazione societaria al mercato, nel corso del 2012 sono state concluse verifiche su circa il 30 per cento delle società iscritte all'Albo speciale; ad oggi sono in via di conclusione ulteriori verifiche che riguardano circa il 10 per cento di tali società. Con riferimento agli interventi di enforcement, nel 2012 sono state avviate 2 verifiche ispettive e sono state formulate 74 richieste di informazioni o convocazioni di esponenti delle società di revisione.

Le vicende che hanno interessato il gruppo Fondiaria-Sai (Fonsai) dal 2010 a oggi rappresentano un caso emblematico che riflette i molteplici profili di vigilanza della Consob sugli emittenti quotati.

Occorre in premessa osservare che banche e compagnie di assicurazione – siano esse quotate o non quotate – sono vigilate rispettivamente dalla Banca d'Italia e dall'Isvap. Pertanto la vigilanza Consob su banche e assicurazioni quotate, che agisce sui piani diversi e complementari della correttezza informativa e della tutela degli azionisti di minoranza, non può prescindere da un adeguato flusso informativo proveniente dall'autorità di settore.

In particolare, Banca d'Italia e Isvap autorizzano l'esercizio dell'attività bancaria e assicurativa, l'acquisizione di quote rilevanti delle imprese vigilate – ivi incluse le fusioni –, monitorano le operazioni infragruppo e verificano la solidità patrimoniale. Si avvalgono a questi fini di una serie di pregnanti poteri che possono contemplare varie forme di condizionamento della gestione sociale ivi inclusa la possibilità di vietare singole operazioni.

L'attività di vigilanza Consob sul gruppo Fonsai ha interessato numerose aree di indagine e si è avvalsa di una pluralità di strumenti che vanno dalle richieste di informazione al pubblico e alla Consob, all'audizione degli esponenti aziendali, agli scambi informativi con le Procure della Repubblica. Tali iniziative hanno consentito di far emergere tempestivamente una serie di criticità.

Una prima area di intervento della Consob ha riguardato le informazioni contenute nei bilanci e nei prospetti di aumento di capitale del periodo in esame. In particolare, per quanto riguarda gli aumenti di capitale 2011, è stato richiesto di integrare il prospetto informativo con specifiche informazioni in merito agli effetti economici e patrimoniali di tutte le operazioni con parti correlate, segnalando oneri a carico del gruppo Fonsai e a favore di società della famiglia Ligresti per circa 500 milioni di euro nel triennio 2008-2010. Il medesimo prospetto rendeva altresì evidente che la situazione economico finanziaria del

gruppo era fortemente negativa e in costante peggioramento con perdite per 929 milioni nel 2010. Con riferimento alla rivalutazione delle riserve sinistri richiesta a Fonsai dall'ISVAP, che ha contribuito ad evidenziare nel bilancio consolidato 2011 una perdita di 1,1 miliardi di euro, sono al momento in fase di definizione le verifiche di competenza sulla correttezza delle informazioni finanziarie fornite al pubblico in tale documento.

In secondo luogo, la Consob è stata chiamata a valutare la sussistenza di obblighi di OPA su Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni, in relazione alle varie proposte volte ad acquisire il controllo del gruppo Fonsai.

I contesti nei quali la Consob ha valutato le richieste di esenzione dall'obbligo di OPA sono risultati differenti. Nel caso Groupama la Consob ha ritenuto sussistente l'obbligo di OPA, valutando che il complesso di pattuizioni posto in essere con soci di riferimento Premafin consentisse a Groupama di partecipare al controllo di Fonsai. Nel caso del progetto d'integrazione avanzato da Unipol Gruppo Finanziario (UGF), la Consob non ha potuto che prendere atto della sussistenza dei presupposti di legge e regolamentari per l'esenzione da salvataggio di società in crisi, a fronte del deterioramento delle condizioni economico finanziarie di Fonsai certificate dalle esplicite richieste di ricapitalizzazione giunte dall'ISVAP. La Consob ha tuttavia condizionato il proprio parere favorevole alla revoca dei benefici concessi da UGF a favore dei precedenti azionisti di controllo Premafin e alla circostanza che gli stessi non esercitino il diritto di recesso conseguente alla fusione.

Posto che la fusione in oggetto rappresenta un'operazione con parte correlata per Premafin, Fondiaria e Milano Assicurazioni, la Consob è anche intervenuta con numerose richieste informative per assicurare la verifica della correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione. In particolare, a seguito di tali iniziative dell'Istituto, si è giunti a una nuova composizione del comitato parti correlate e a un riesame delle deliberazioni precedentemente assunte in merito all'operazione.

Inoltre, per quanto attiene agli assetti proprietari di Premafin, la Consob ha fatto emergere che una quota pari a circa il 20 per cento delle azioni Premafin, intestata a due Trust con sede in paradisi fiscali, era in realtà riconducibile fino al 2003 a Salvatore Ligresti. Conseguentemente è stata effettuata una segnalazione alla Procura competente che ha poi disposto il sequestro delle quote.

Infine, sotto il profilo degli abusi di mercato, la Consob ha condotto una serie di indagini che hanno già portato alla contestazione di due episodi di manipolazione del mercato relativamente alle azioni Premafin, l'uno da parte di Salvatore Ligresti e soggetti a lui vicini, l'altro da parte di Vincent Bolloré. Anche in questo caso gli interventi della Consob sono stati prontamente segnalati all'Autorità giudiziaria per i profili di competenza.

5. I mercati

L'attività di vigilanza sui mercati appare oggi di cruciale importanza per via dei mutamenti di contesto riconducibili alla crescente frammentazione degli scambi e alla competizione fra piattaforme di negoziazione (*trading venue*). Nel primo semestre del 2012, la quota di scambi OTC ha sfiorato il 50 per cento, registrando un incremento di oltre dieci punti percentuali rispetto al semestre precedente. La riduzione della quota degli scambi su Borsa Italiana e altre *trading venue* pone potenziali rischi rivenienti, ad esempio, dall'allontanamento dei prezzi di mercato dai fondamentali economici e dai maggiori incentivi per le *trading venue* ad effettuare scelte strategiche più aggressive e *profit-oriented*; ne consegue uno sforzo di vigilanza più intenso per la CONSOB.

Un'ulteriore criticità per la vigilanza dei mercati deriva dalla innovazione di processo che, oltre ad apportare benefici, può anche originare rischi, come nel caso del trading automatizzato e dell'*high frequency trading*. Tali fenomeni, in caso di tensioni, possono ridurre il livello di efficienza e integrità dei mercati amplificando la volatilità e rendendo più complessa l'individuazione di strategie manipolative. La CONSOB è stata la prima autorità nazionale europea a promuovere misure volte a contenere i rischi derivanti dallo sviluppo dell'HFT. In particolare, essa ha sollecitato Borsa Italiana a introdurre un regime tariffario, noto come *order-to-trade ratio fee*, volto a limitare l'incremento del numero di ordini inseriti nei sistemi di negoziazione da parte degli *high frequency traders*. Tale regime, in vigore sull'MTA dall'aprile 2012, si è rilevato efficace determinando un'immediata riduzione del numero di ordini rispetto alle transazioni eseguite. Altri paesi, tra i quali Francia, hanno già seguito la strada

indicata dall'Italia; recentemente anche Germania e Stati Uniti ne stanno valutando l'opportunità. La CONSOB ha inoltre dato tempestiva attuazione alle Linee guida elaborate in sede ESMA, e pubblicate lo scorso 20 dicembre 2011, in materia di sistemi e controlli per i soggetti vigilati interessati dalla negoziazione in ambiente fortemente automatizzato.

Il recepimento delle Linee guida è stato accompagnato dall'avvio di un'attività di autovalutazione (self-assessment) sul rispetto degli orientamenti europei da parte dei soggetti vigilati, in adempimento a quanto previsto dalle stesse Linee guida.

La CONSOB poi ha monitorato l'andamento del mercato in concomitanza con la diffusione, da parte di due agenzie di rating internazionali, del declassamento del merito di credito e dell'*outlook* relativi al debito sovrano italiano e alle maggiori banche domestiche. Tale monitoraggio ha tratto impulso da anomalie nell'andamento dei prezzi e/o da *rumors* che anticipavano gli interventi delle agenzie di rating, nonché da alcune criticità che potevano configurare violazioni del Regolamento europeo n. 1060/2009 e delle quali è stata informata l'Esma. In generale, l'attenzione della CONSOB dei regolatori nei confronti delle agenzie di rating si giustifica per l'impatto che i relativi giudizi possono avere sui prezzi di mercato dei titoli interessati e per l'effetto sistemico dei giudizi stessi.

Ai sensi del Regolamento europeo, la CONSOB ha altresì effettuato attività istruttoria per l'esame delle domande di registrazione delle agenzie. In quella occasione l'Istituto ha dato numerose indicazioni tese a garantire la prevenzione e la trasparenza dei conflitti di interessi in cui possono incorrere le agenzie, ad esempio tramite una piena disclosure degli assetti proprietari e l'adozione di adeguate misure organizzative nello svolgimento delle cosiddette attività accessorie rispetto all'attività di rating.

La CONSOB è anche intervenuta per moderare il fenomeno delle vendite allo scoperto.

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

Oltre ad applicare misure restrittive temporanee su tali operazioni, la CONSOB ha anticipato l'introduzione di alcune previsioni contenute nel Regolamento europeo in tema di vendite allo scoperto e CDS che entrerà in vigore nei prossimi giorni. Si tratta, in particolare, del divieto di vendite allo scoperto nude e dell'obbligo di notifica alle autorità di vigilanza dell'assunzione o variazione di posizioni nette corte relative al capitale degli emittenti al superamento di determinate soglie quantitative.

Con riferimento alle misure restrittive temporanee, si ricorda che la CONSOB, in stretto coordinamento con i principali regulator europei, ha dapprima introdotto un mero obbligo di comunicazione all'autorità delle posizioni nette corte (ossia posizioni corte al netto delle posizioni lunghe, incluse quelle assunte tramite strumenti finanziari derivati) relative ai titoli azionari delle società quotate in Italia, al superamento di determinate soglie quantitative. Successivamente, nel mese di agosto 2011, ha applicato misure restrittive temporanee su tali operazioni, anche intra-day, in relazione al capitale degli emittenti del settore finanziario. Dal 1° dicembre 2011, infine, è stato introdotto il divieto di effettuare vendite allo scoperto nude su tutte le azioni.

Il 24 febbraio scorso l'Istituto ha deciso di non prorogare ulteriormente il divieto di assumere o incrementare posizioni nette corte sulle azioni del comparto finanziario. Tale decisione teneva conto delle correnti condizioni di mercato, coerentemente con quanto già stabilito dalle autorità europee che avevano preso provvedimenti simili. Tuttavia, nel mese di luglio, a fronte del riacutizzarsi delle condizioni di instabilità dei mercati, la CONSOB ha poi ripristinato il divieto di vendite allo scoperto – limitato ai soli titoli bancari e assicurativi – e lo ha mantenuto fino al mese di settembre.

6. Le iniziative per il rilancio della Borsa

La dimensione dei mercati mobiliari italiani, e di quello azionario in particolare, mostra un deficit strutturale rispetto a tutte le principali economie europee: le condizioni della Borsa di Milano sono testimoniate tanto dal modesto numero di società quotate (287 società italiane a fine settembre u.s. stabile rispetto al valore di 288 di fine 2011) quanto dal peso sul PIL della capitalizzazione complessiva (21,2 per cento, fine settembre u.s. contro circa il 20,6 per cento di fine 2011). In tale contesto, le piccole e medie imprese, che caratterizzano in modo significativo il tessuto imprenditoriale nazionale, continuano a rappresentare una percentuale del listino inferiore alla media europea, evidenziando una consolidata avversione al mercato dei capitali.

I fattori alla base del sottodimensionamento del nostro mercato sono noti. Giocano un ruolo determinante la strutturale frammentazione del nostro sistema produttivo in un numero elevatissimo di piccole e medie imprese, che non sono in grado di affrontare i costi fissi legati alla quotazione e al contempo sono restie ad accettare la maggiore trasparenza e contendibilità degli assetti proprietari richieste dall'ingresso sul mercato azionario. È ancora troppo debole il ruolo degli investitori istituzionali, in particolare di quelli specializzati in investimenti nel capitale di rischio, che dovrebbero sostenere le società nelle delicate fasi di crescita e quotazione. Anche lo sviluppo di piattaforme di trading dedicate alle medie imprese è ancora insoddisfacente, benché siano stati effettuati vari tentativi in tale direzione.

Questi fattori hanno contribuito a consolidare il ruolo delle banche quale principale canale di reperimento e distribuzione delle risorse finanziarie all'interno del sistema economico. Tale ruolo, tuttavia, è destinato a ridursi in considerazione delle diffuse esigenze di ricapitalizzazione delle banche che potrebbero eroderne la capacità di finanziamento. Il rischio di razionamento del credito rende quindi più urgente che mai il potenziamento del mercato azionario in un rapporto di complementarità con il ruolo delle banche.

Per contrastare questo fenomeno la CONSOB si è fatta carico di diverse iniziative. La prima, volta a realizzare una significativa riduzione degli oneri derivanti dagli adempimenti regolamentari a carico degli emittenti quotati, ha impegnato la CONSOB in un lungo e intenso confronto con tutte le parti interessate. Da tale ricognizione è risultata la presenza di una regolamentazione troppo vasta e complessa che occorreva semplificare.

La CONSOB ha istituito nel febbraio dello scorso anno un Tavolo di Lavoro sul tema della semplificazione regolamentare del mercato finanziario italiano e, in particolare, delle disciplina degli emittenti. Obiettivo del Tavolo è stato quello di individuare possibili interventi di razionalizzazione che limitassero le aree di sovraccarico che non trovavano giustificazione in equivalenti benefici per gli investitori e anzi ponevano chi opera nel nostro Paese in condizione di svantaggio competitivo rispetto ai partner europei. Le semplificazioni effettuate mirano a fornire agli operatori maggiore certezza nella lettura del quadro normativo vigente, minimizzandone i relativi costi di *compliance* e mantenendo inalterati i livelli di tutela sostanziale accordati agli investitori.

Particolare attenzione è stata rivolta a eliminare le disposizioni che applicano in modo più restrittivo la normativa comunitaria (cosiddetto gold plating). L'iniziativa della CONSOB ha trovato sostegno, peraltro, anche nella legge di stabilità per il 2012 (legge 183/2011), che ha introdotto il divieto di inserire o mantenere livelli di regolamentazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive. A

seguito di un intenso confronto con l'industria finanziaria e con i risparmiatori, sono stati approvati due pacchetti di modifiche al Regolamento Emittenti e al Regolamento Mercati.

Gli oneri a carico dei soggetti vigilati sono stati alleggeriti snellendo la documentazione richiesta con riguardo ad alcune operazioni (tra cui quelle di prima quotazione) e rimettendo all'autonomia statutaria il livello di trasparenza al mercato rispetto alle operazioni straordinarie. Un secondo pacchetto di modifiche regolamentari ha riguardato, tra l'altro, gli emittenti titoli diffusi, le offerte pubbliche di acquisto, la trasparenza su partecipazioni rilevanti e patti parasociali e la gestione dell'informazione continua.

Con riferimento alla regolamentazione delle IPO, da un lato è stata disciplinata la fase di pre-istruttorie per l'approvazione dei prospetti, ovvero la possibilità per gli emittenti, anche al fine di ridurre i tempi istruttori, di sottoporre all'autorità di vigilanza specifiche problematiche inerenti le operazioni prima ancora della formalizzazione della richiesta di approvazione del prospetto ; dall'altro sono state semplificate le modalità di effettuazione di un'offerta al pubblico attraverso lo snellimento della documentazione da allegare alla domanda.

Inoltre, sono stati semplificati gli obblighi informativi per le ammissioni a quotazioni sui Mercati non regolamentati, prevedendo che prima dell'inizio delle negoziazioni su tali mercati sia sufficiente pubblicare un avviso che indichi le modalità con le quali sono accessibili al pubblico le informazioni idonee a consentire un corretto giudizio sull'investimento.

Per quanto attiene in particolare all'informazione societaria, i tavoli di lavoro sono intervenuti su temi molto rilevanti quali: la comunicazione delle operazioni di internal dealing, la diffusione delle informazioni previsionali e dei dati contabili, il commento dei rumor da parte degli emittenti e il ritardo della pubblicazione di informazioni privilegiate.

La seconda iniziativa, invece, ha riguardato la costituzione di un Gruppo di lavoro finalizzato alla individuazione di interventi volti a favorire l'accesso delle imprese, in particolare di media dimensione, al mercato del capitale di rischio.

Il Gruppo di lavoro, al quale partecipano rappresentanti delle associazioni di categoria e dell'industria finanziaria, ha definito, a seguito di un'ampia analisi sui fattori di freno e disincentivo alla quotazione, specifici interventi volti, da un lato, a stimolare l'interesse delle imprese alla raccolta di capitali di rischio e, dall'altro, a sviluppare la domanda di titoli azionari da parte degli investitori. Ciò al fine di delineare un "percorso guidato" in grado di favorire il processo di apertura delle medie imprese al mercato dei capitali, siano essi rappresentati da mercati regolamentati o da sistemi multilaterali di negoziazione.

Il gruppo ha poi elaborato una serie di interventi in materia di education e scouting di imprese potenzialmente interessate ad accedere al mercato del capitale di rischio e di sviluppo dei servizi di

assistenza nel processo di listing. Si sta lavorando inoltre alla razionalizzazione della regolamentazione in materia di accesso al mercato e di strutturazione delle relative piattaforme di negoziazione e alla definizione dei requisiti strutturali e funzionali dei fondi specializzati in small caps. Sono infine in corso di elaborazione alcune possibili proposte legislative in materia fiscale.

È opportuno sottolineare che i costi regolamentari legati allo status di società quotata derivano in larga misura da norme di matrice comunitaria (in particolare, la Direttiva Prospetto, la Direttiva Transparency e la Direttiva sugli abusi di mercato), divenute nel tempo sempre più complesse e articolate, che generano costi di compliance molto elevati per le imprese di minori dimensioni. Si tratta infatti di un quadro di regole che il più delle volte non prevede livelli di graduazione degli obblighi in funzione della dimensione delle imprese.

È dunque necessario che si sviluppino mercati per le medie imprese caratterizzati da requisiti regolamentari specifici, esclusivo coinvolgimento di investitori professionali, costi di ammissione e di permanenza parametrati alla dimensione delle imprese.

Il confronto con gli operatori sviluppato nell'ambito del Gruppo di lavoro ha evidenziato come il successo di iniziative di rilancio dei mercati azionari per le medie imprese debba necessariamente passare dallo sviluppo di investitori specializzati nell'investimento in capitale di rischio delle piccole e medie imprese (*private equity* e *venture capital*). È dunque presupposto imprescindibile il potenziamento del ruolo degli investitori istituzionali specializzati nell'investimento in capitale di rischio delle imprese più giovani e innovative, soprattutto di quelle operanti nei settori tecnologicamente più avanzati.

7. L'imposta sulle transazioni finanziarie

Il 28 settembre 2011 la Commissione europea ha presentato al Consiglio una proposta di direttiva riguardante “un sistema comune di tassazione delle transazioni finanziarie” (Financial Transaction Tax o FTT).

L'introduzione di una FTT in Europa deriva dalla volontà, emersa in seguito alla crisi finanziaria, di colpire l'operatività sui mercati effettuata per meri fini speculativi. Secondo le motivazioni della Commissione europea, una FTT potrebbe disincentivare l'assunzione di rischi troppo elevati da parte degli operatori e, per tale via, mitigare il rischio sistemico.

La proposta della Commissione prevede che ciascuno Stato membro introduca una imposta sulle operazioni finanziarie pari ad almeno lo 0,1 per cento del controvalore scambiato per le operazioni finanziarie a pronti e ad almeno lo 0,01 per cento del valore nozionale per le operazioni in derivati. L'imposta si

applica agli scambi in cui almeno una delle controparti (ossia il committente finale) sia stabilita in uno Stato membro e sia coinvolto un ente finanziario che ha sede nell'Unione. Non assume, dunque, alcun rilievo la nazionalità dell'emittente dei titoli oggetto della transazione.

L'iniziativa della Commissione europea presenta taluni profili di criticità.

Quanto agli obiettivi, l'applicazione dell'imposta alle operazioni in derivati, oltre a disincentivare l'assunzione di rischi troppo elevati, renderebbe più costoso anche il controllo del rischio, che nei mercati finanziari si realizza principalmente attraverso l'utilizzo dei derivati di copertura.

Quanto agli effetti, come mostra la letteratura economica, la misura potrebbe altresì ridurre l'efficienza informativa e la liquidità dei mercati, a causa di una possibile riduzione degli scambi, aumentare il costo del capitale per le imprese e determinare una riduzione dei prezzi. La FTT può inoltre incentivare la delocalizzazione dell'attività di intermediazione mobiliare in aree geografiche in cui l'imposta non è presente, con una conseguente riduzione del gettito potenziale.

Con riguardo al disegno del prelievo, ad esempio, la proposta europea non prevede una differenziazione delle aliquote in funzione del grado di regolamentazione del mercato in cui avviene lo scambio (mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione *versus* mercati *over the counter* – OTC), come invece auspicato anche dal G-20 di Pittsburgh del 2009. Una siffatta differenziazione e la conseguente canalizzazione delle operazioni dai mercati OTC verso forme di mercato più trasparenti, integre e sicure, potrebbero contribuire ad accrescere il contenuto informativo dei prezzi e a migliorare l'efficienza allocativa delle risorse, poiché è proprio nei mercati organizzati che ha luogo il processo di formazione dei prezzi (*price discovery*).

Tra i diversi Stati membri sono emerse posizioni contrastanti in merito all'introduzione dell'FTT. Undici Stati europei, condividendo le finalità ultime dell'imposta, hanno deciso di avviare la procedura di cooperazione rafforzata al fine di accelerare il processo di convergenza verso l'adozione di un sistema comune di imposta sulle transazioni finanziarie.

Il 23 ottobre u.s. la Commissione Europea ha, quindi, formalizzato una proposta di decisione del Consiglio che consente ad un gruppo di undici Stati membri che ne hanno fatto espressamente richiesta (Belgio, Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia ed Estonia) di procedere alla cooperazione rafforzata in materia. La Commissione Europea dovrà, pertanto, presentare una nuova proposta di normativa la cui portata e obiettivi dovrebbero essere basati su quella presentata dalla Commissione europea nel settembre 2011.

Nell'attesa di iniziative europee alcuni Stati hanno agito autonomamente, introducendo nella propria legislazione forme di tassazione delle transazioni finanziarie.

In Italia il 9 ottobre u.s. il Consiglio dei Ministri ha approvato il disegno di legge contenente le disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge di stabilità), introducendo una imposta di bollo sulle compravendite di azioni di emittenti italiani e sulle operazioni in strumenti finanziari derivati con un aliquota unica pari allo 0,05 per cento da applicarsi, rispettivamente, sul controvalore dell'operazione e sul valore nozionale di riferimento.

L'imposta italiana si discosta dal disegno della Commissione europea del settembre 2011 sostanzialmente per la mancata differenziazione delle aliquote in funzione della tipologia di strumento finanziario negoziato. Ciò determina una forte penalizzazione per l'operatività in strumenti derivati. Rispetto alla suddetta proposta, inoltre, vi è un esplicito riferimento alla nazionalità dell'emittente, mentre manca il riferimento al principio di residenza in Italia dell'intermediario quale ulteriore elemento di definizione dell'ambito di applicazione dell'imposta.

Le ragioni del non perfetto allineamento con la disposizione europea sono da ricercarsi nella circostanza che la norma è chiamata ad operare nel più ristretto ambito nazionale. Tuttavia, rimanendo ferma la possibilità per i non residenti di effettuare all'estero transazioni su azioni italiane senza essere tenuti al pagamento dell'imposta, permangono rischi di elusione, attraverso la delocalizzazione di importanti comparti dell'industria finanziaria nazionale.

I rischi connessi all'introduzione della FTT potrebbero, peraltro, essere amplificati nel caso in cui l'Italia adottasse l'imposta in via anticipata rispetto all'entrata in vigore della direttiva europea in materia. In tal caso la disposizione italiana, pur costituendo una sorta di "normativa ponte" destinata ad operare solo in via temporanea, potrebbe comunque determinare effetti di "spiazzamento", anche irreversibili, sui mercati.

L'imposta recentemente introdotta in Francia, invece, contiene alcune previsioni in grado di attenuare gli effetti negativi derivanti dall'adozione isolata dell'imposta.

In estrema sintesi, la FTT francese si applica alle operazioni relative ai titoli emessi da società francesi indipendentemente dalla residenza degli intermediari, in tal modo minimizzando gli incentivi alla delocalizzazione dell'industria finanziaria; inoltre, essa esclude gli scambi aventi ad oggetto titoli emessi da società con capitalizzazione inferiore a un miliardo di euro, in tal modo evitando di penalizzare i titoli meno liquidi; infine, non si applica sulle singole operazioni bensì sulle posizioni nette in acquisto a fine giornata, con una conseguente forte riduzione dell'impatto negativo su scambi e liquidità. L'imposta è accompagnata da due ulteriori misure fiscali volte a limitare l'operatività degli high frequency traders e la negoziazione in CDS su titoli del debito sovrano.

La CONSOB è e sarà impegnata nell'attuazione delle linee di azione sopra descritte per la tutela del risparmio e la stabilità del sistema finanziario, ben consapevole che l'autonomia ad essa garantita dalla legge costituisce il presupposto essenziale affinché la sua attività di vigilanza possa essere sempre più efficace e imparziale.

Il confronto costruttivo con Parlamento e Governo non potrà che dare maggior forza alla sua azione, soprattutto in momenti difficili come quello attuale.